UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

BENJAMIM CRISTOBAL MARDINE ACUÑA

Utilidade do valor justo de Ativos Biológicos para a análise de crédito de corporações
brasileiras baseadas no agronegócio

São Paulo

2015

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Andson Braga de Aguiar
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade.

BENJAMIM CRISTOBAL MARDINE ACUÑA

**Utilidade do valor justo de Ativos Biológicos para a análise de crédito de corporações
brasileiras baseadas no agronegócio**

Tese apresentada ao Programa de Pós
Graduação em Contabilidade e Atuária da
Faculdade de Economia, Administração e
Contabilidade da Universidade de São Paulo,
como parte dos requisitos para obtenção do
grau de Doutor em Ciências.

Área de concentração: Controladoria e
Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. Edson Luiz Riccio

São Paulo
2015

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Acuña, Benjamim Cristobal Mardine

Utilidade do valor justo de Ativos Biológicos para a análise de crédito de corporações brasileiras baseadas no agronegócio / Benjamim Cristobal Mardine Acuña – São Paulo, 2015.

188 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2015.

Orientador: Edson Luiz Riccio.

1. Valor (Contabilidade) 2. Custo 3. Abertura de contas 4. Crédito bancário 5. Agronegócio 6. Ativos biológicos I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 657.013

Dedico este trabalho aos meus pais e aos meus filhos, provas da beleza da vida.

AGRADECIMENTOS

Aos que correram ao meu lado, amigos mais chegados que irmãos.

Irmãos do coração, parceiros que perderam noites de sono e momentos especiais com os seus
para que este trabalho estivesse concluído.

Desejo paz, alegria e vida.

Força sempre!

Normas de civilidade são um bem público. Sem elas, o mundo degeneraria numa sociedade de suspeita mútua permanente [...] Em vez de um mundo comercial relativamente prazeroso, precisaríamos nos manter em guarda permanente contra achaques. As falências proliferariam. Os bancos teriam que cobrar juros mais altos para compensar o oportunismo generalizado. Garantias explícitas teriam que ser formuladas para cada transação [...] O aperto de mãos se tornaria inútil.

R. Kuttner

RESUMO

A dúvida sobre a utilidade da informação do valor justo de Ativos Biológicos para o usuário externo estimulou esta investigação. Em um mercado como o brasileiro no qual o agronegócio é fundamental e o crédito bancário ocupa espaço de destaque no financiamento das operações e dos investimentos, o problema de pesquisa se mostra relevante e, por isso, investigou se essa informação estaria relacionada com o custo da dívida bancária. Os objetivos foram, de modo mais abrangente, verificar se esse modelo de mensuração era desejado pelos analistas de crédito e, de modo mais específico: (i) verificar se havia correlação entre a variação, entre trimestres, da proporção entre a variação do valor justo na Demonstração do Resultado e a receita total, (ii) da variação da proporção entre o Ativo Biológico e o ativo total, (iii) do tamanho das companhias de agronegócio, estes três sobre o custo da dívida bancária; além (iv) verificar se havia preferência pela mensuração ao Valor Justo ou ao Custo e, (v) conhecer a forma como esses analistas realizam o tratamento dessa informação. Não fez parte do escopo, todavia, a elaboração de um modelo de análise de crédito, com identificação de todas as variáveis que a afetam; a investigação está limitada ao quanto a marcação ao Valor Justo menos as Despesas de Venda impactaram do ponto de vista quantitativo, mas, principalmente, qualitativo. A pesquisa se deu em três etapas: (a) a análise das notas explicativas para percepção dos modelos de divulgação e das Demonstrações Contábeis para a coleta das variáveis desejadas; (b) a submissão dessas variáveis aos testes quantitativos e (c) a análise confirmatória mediante entrevistas semi-estruturadas com os analistas de crédito. O método de pesquisa empírico se deu pela análise de dados em painel de efeitos aleatórios, que retornou como significativa a correlação inversa, ao nível de 5%, da variável de controle logaritmo natural do tamanho do ativo sobre o custo da dívida bancária, bem como positiva a 10%, da variação inter trimestres do quociente formado entre o Ativo Biológico e o ativo total. Por outro lado, a variação interperíodos do quociente nas contas de resultado não se mostrou significativa. A análise qualitativa das entrevistas complementou a análise ao apontar que, apesar de os analistas, via de regra, desejarem a informação ao valor justo, tentam eliminá-la em suas estimativas de capacidade de repagamento, bem como encontram grande dificuldade em reunir subsídios para esse processo devido à falta de padronização das aberturas disponibilizadas pelos preparadores. Essa dificuldade, porém, pelo encontrado, não parece impactar sobre o custo da dívida bancária, já que os analistas não opinam sobre as taxas das operações de crédito. Apesar de não haver feito parte dos testes empíricos, outra indicação apontada nas entrevistas foi de que os analistas valorizam o respaldo por auditorias de renome, aspecto que lhes proporciona conforto a ponto de não vir a questionar com grande ênfase os números reportados. Por fim, a conexão entre a literatura dos custos de transação e a de *value relevance* através da assimetria informacional parece um largo caminho para novas pesquisas entre os elementos contábeis reportados e a forma como o mercado de crédito percebe o risco.

Palavras-chave:

Valor contábil, custo, abertura de contas, crédito bancário, agronegócio, Ativos Biológicos.

ABSTRACT

The doubt about the usefulness of the fair value of biological assets information to the external user conducted this research. In a market like Brazil where agribusiness is crucial and bank credit occupies a prominent space in the financing of operations and investments, the research problem is relevant and, therefore, investigated whether this information would be related to the cost of bank debt. The objectives were, more broadly, whether such measurement model was desired by credit analysts and, more specifically: (i) determine whether there was a correlation between the variation between quarters, the ratio of the change in fair value in the Income Statement and the total revenue, (ii) varying the ratio of the biological assets and total assets, (iii) the size of the agribusiness companies, these three on the cost of bank debt; plus (iv) whether there was a preference for measurement at fair value or cost, and (v) know how these analysts conduct the treatment of this information. The development of a credit analysis model was not part of this scope, weren't identified all the variables that affect it; the investigation was limited to how the fair value less costs to sell model impacted it not only from a quantitative point of view, but mainly qualitative. The research took place in three stages: (a) the analysis of the explanatory notes to the perception of the advertising models and financial statements for the collection of the desired variables; (B) submission of these variables to quantitative tests and (c) the confirmatory analysis by semi-structured interviews with the credit analysts. The method of empirical research was done through the analysis of data in random effects panel, who returned as a significant inverse correlation at 5%, the natural logarithm control variable size of the asset on the cost of bank debt and positive 10% of the inter quotient quarters formed between the biological assets and total assets. On the other hand, the inter periods variation of the ratio in the income accounts was not significant. Qualitative analysis based on interviews complemented the analysis by pointing out that, although the analysts, as a rule, wish to fair value information, try to eliminate it in its estimates of repayment ability and find great difficulty in gathering information for this process due to the lack of standardization of the openings provided by the trainers. This difficulty, however, the found, does not seem to impact on the cost of bank debt, as analysts do not think of the rates of the loans. Although there was part of the empirical tests, a further indication pointing in the interviews was that analysts value the support by renowned audits, something that gives them comfort as to not come to question with great emphasis the reported numbers. Finally, the connection between literature of transaction costs and the value relevance by information asymmetry seems a long way for further research between reported accounting elements and how the credit market perceives the risk.

Key-words:

Book value, cost, accounts disclosure, bank credit, agribusiness, biological assets.

LISTA DE QUADROS

<i>Quadro 1.</i> Relação entre a admissibilidade de condições e a complexidade contratual.....	31
<i>Quadro 2.</i> Resumo da literatura relacionada.....	43
<i>Quadro 3.</i> Sinopse dos itens em que o valor justo afeta o valor contábil como componente..	47
<i>Quadro 4.</i> Pesquisas sobre a aplicação da norma de Ativo Biológico e Produto Agrícola – IAS 41/CPC 29.	53
<i>Quadro 5.</i> Descrição das empresas que compuseram os testes.....	79
<i>Quadro 6.</i> Descrição das variáveis que compuseram o teste estatístico da segunda etapa da pesquisa e suas relações com a variável explicada.	84
<i>Quadro 7.</i> Descrição sintética do perfil dos analistas de crédito participantes da pesquisa. ...	93
<i>Quadro 8.</i> Modelo de composição de saldo de acordo com requisitos fiscais.....	108
<i>Quadro 9.</i> Descrição dos ativos, apresentação e mensuração das empresas pesquisadas.	110
<i>Quadro 10.</i> Fragmento de nota explicativa sobre outras receitas.	112
<i>Quadro 11.</i> Nota explicativa de despesas por natureza.	112
<i>Quadro 12.</i> Fragmento da Demonstração do Resultado do Exercício.....	113
<i>Quadro 13.</i> Fragmento de nota explicativa de conciliação de saldo da conta Ativo Biológico.	113
<i>Quadro 14.</i> Imagem extraída das Notas Explicativas da JBS, com detalhe à segregação de prazos.	117
<i>Quadro 15.</i> Principais técnicas de apuração do Valor Justo aplicadas pelas empresas pesquisadas.....	118

LISTA DE FIGURAS

<i>Figura 1.</i> Representação da transação de proposta - análise de crédito.....	37
<i>Figura 2.</i> Lógica de relevância da informação contábil.....	41
<i>Figura 3.</i> Hierarquia para o reconhecimento do valor justo.	48
<i>Figura 4.</i> Dinamismo da produção - Brasil e Mundo.	56
<i>Figura 5.</i> Intermediação financeira.....	58
<i>Figura 6.</i> Macro-processo utilizado pela maioria dos bancos	100

LISTA DE GRÁFICOS

<i>Gráfico 1.</i> Comparativo da evolução do valor do Ativo Biológico	106
<i>Gráfico 2.</i> Evolução da composição do saldo da conta Ativo Biológico talhão 1	107

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis relacionadas	121
Tabela 2 - Matriz de correlação.....	121
Tabela 3 - Resumo comparativo dos procedimentos para seleção do modelo regressivo	122
Tabela 4 - Cálculo da estatística VIF para verificar multicolineariedade.....	126

LISTA DE SIGLAS

AGF – Aquisições do Governo Federal
CDA – Certificado de Depósito Agropecuário
CFC – Conselho Federal de Contabilidade
Conab – Companhia Nacional de Abastecimento
CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CPR – Cédula de Produto Rural
CPV – Custo do Produto Vendido
CRH – Cédula Rural Hipotecária
CRP – Cédula Rural Pignoratícia
CRPH – Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
DFC – Demonstração dos Fluxos de Caixa
DFP – Demonstrações Contábeis Padronizadas
DMPL – Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DR – Duplicata Rural
DRA – Demonstração do Resultado Abrangente
DRE – Demonstração do Resultado do Exercício
EGF – Empréstimo do Governo Federal
IAS – International Accounting Standard
IASB – International Accounting Standards Board
IFRIC – Interpretation Financial Reporting Committee
IFRS – International Financial Reporting Standards
ITR – Informações Trimestrais
NBC-TG – Normas Brasileiras de Contabilidade – Técnicas Gerais
NCR – Nota de Crédito Rural
NPR – Nota Promissória Rural
PME – Pequena e Média Empresa
WA – *Warranty* Agropecuário

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	21
1.1 Contextualização e definição do problema de pesquisa	21
1.2 Objetivos.....	24
1.3 Justificativa	25
1.4 Limitação e delimitação do estudo	26
2. PLATAFORMA TEÓRICA	29
2.1 Nova economia institucional e os custos de transação	29
2.2 A contabilidade e o enfoque NeoInstitucional	32
2.3 Aplicação para transações	35
2.4 Necessidade de regulação	37
2.5 A Relevância da informação contábil.....	39
2.6 Valor justo	44
2.7 Mensuração de Ativos Biológicos e produtos agrícolas.....	48
2.8 Importância do crédito rural para um país de base agroindustrial.....	55
2.9 O Processo de análise de crédito	57
2.9.1 O crédito.....	58
2.9.2 A análise.....	60
2.9.3 – O crédito para o agronegócio	67
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	73
3.1 Identificação de variáveis e amostra.....	77
3.2 Sequência dos testes econométricos	85
3.3 Classificação da pesquisa quanto ao tipo	87
3.4 Procedimentos de pesquisa.....	88
4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	93
4.1 A dissemelhança na contabilização e a exigência da Receita Federal do Brasil.....	102
4.1.1 O Reflexo contábil da confusão de lançamentos de custo e de valor justo	103
4.1.2 A visão da Receita Federal sobre ativos mensurados ao valor justo	108
4.2 A dissemelhança na divulgação.....	109
4.3 A auditoria e a presunção de qualidade das informações	115
4.4 A dissemelhança nos ajustes da informação do valor justo dos ativos	117
4.5 Os efeitos da mensuração do valor justo dos Ativos Biológicos e o custo da dívida bancária.....	120
4.5.1 Estatísticas descritivas e matriz de correlação das variáveis	120
4.5.2 Resultados das estimações do modelo regressivo.....	122
4.6 A limitação da aplicação das conclusões dos testes do custo da dívida	126
4.7 A preferência por algum modelo	130
5. CONCLUSÕES	133

REFERÊNCIAS	137
APÊNDICES.....	147
Apêndice A – Roteiro de entrevistas	147
Apêndice B – Entrevistas com os analistas de crédito	150
Apêndice C – Exemplo ilustrativo – Eventos, mensuração e registros no Diário.....	181
Apêndice D – Quadro comparativo – Efeitos do Valor Justo x Custo x Fluxo de Caixa...	184
Apêndice E – Resumo dos dados das empresas pesquisadas	185

1. INTRODUÇÃO

O desafio de medir o valor de ativos vivos só não é mais complexo do que usar essa medida para decidir se irá ser concedido seu capital a uma contraparte e, ainda mais, tenha sido essa contraparte a responsável pela mensuração. Esta investigação se deu nesse cenário.

1.1 Contextualização e definição do problema de pesquisa

A qualidade da informação contábil e as suas bases de mensuração são objeto de discussões políticas desde quando alguns usuários dela se apossaram para finalidades não gerenciais. A retirada das raízes da análise de desempenho e do controle patrimonial para o proprietário representou uma entonação para o suprimento às demandas daqueles que não participam da gestão.

Os novos rumos alteraram seu uso para a mediação de partes, formalizar e legitimar transações, permitir verificações, transformando-a em uma espécie de contrato em que os preparadores se viram obrigados a seguir padrões não apenas de qualidade, mas de vontades de partes que se mostraram mais influentes, como o Fisco, por exemplo.

A ação regulatória decorre também da vontade de alguém que detém o recurso financeiro e corre o risco de emprestá-lo a alguém que o deseja; o publicador prepara a informação contábil enquanto o leitor usuário precisa de algo que lhe permita mensurar a sua incerteza em risco, tornando a informação contábil um propenso instrumento de mediação da contratação de crédito.

Na busca por explicar não apenas esse aspecto, mas todo um conjunto de vontades muitas vezes conflitantes que governam os relacionamentos e relações presentes nos mercados, a Nova Economia Institucional trouxe muitas contribuições ao se somar com evoluções de pensamentos que variaram da simples iniciativa descritiva até a modelos positivistas que buscavam compreender e projetar comportamentos que pudessem suprir, com alguma segurança, o comportamento que seria previsível diante de algumas premissas.

Instituições sobre as quais se constroem relações tornam a sociedade econômica possível. Esse paradigma sustenta as discussões desta pesquisa: a concepção de que os negócios são

realizados mediante contratos e nesta discussão, especificamente, contratos explícitos, os de crédito.

Ainda mais especificamente discute-se aqui a existência de assimetria informacional entre as partes com detalhe para a mensuração a valor justo de Ativos Biológicos (a principal fonte de riquezas de organizações ligadas ao agronegócio) com afetação na principal medida de enriquecimento: o lucro.

Assim, os contratos, a assimetria informacional, a racionalidade limitada, a incerteza, o oportunismo e o poder de negociação das partes resultam na carência por elementos de governança, entre os quais, a regulação da informação contábil.

Elemento considerado basilar para o fomento dos negócios transnacionais, dado o grande poder de internacionalização das economias regionais a convergência do modelo contábil tem sido já há bastante tempo aventada por entidades reguladoras do mercado financeiro. A proposição de um só modelo contábil mundial, que viesse a se sobrepor aos modelos das diversas jurisdições ganhou muita impulsão nos últimos anos reunindo muitos países em torno do modelo contábil internacional *International Financial Reporting Standards*- IFRS, mantido pelo *International Accounting Standards Board* – IASB.

O Brasil iniciou sua convergência em 2002 através de deliberações de sua Comissão de Valores Mobiliários reguladora do mercado de títulos públicos e a intensificou, em 2005, com a constituição do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, que já em 2008 passou a traduzir as normas internacionais com pouquíssimas adaptações estabelecendo seus pronunciamentos técnicos locais. Esse processo se consolidou definitivamente em 2010 e tem atingido não mais apenas as empresas de capital aberto, mas as demais quer seja pelo chamado modelo CPC *full*, quer pelo CPC PME (Pequenas e Médias Empresas).

Em 2010, o IASB produziu alteração em sua estrutura conceitual, retirando o foco de manter informação gerada para todos os tipos de usuários: empregados, credores, investidores, governo, sociedade para o foco nos, assim nominados, usuários principais credores e investidores, dado que estes são os que, de fato suprem o mercado com seus recursos financeiros e não possuem influência sobre a produção da informação contábil.

Nesse período de transição de modelos os ativos passíveis de transformação biológica e que fossem objeto de exploração econômica passaram a ter sua mensuração padronizada pela IAS 41 - *Agriculture*, traduzida nacionalmente como CPC 29 – Ativo Biológico e Produto Agrícola, utilizada nas Demonstrações Contábeis brasileiras publicadas em 31-12-2010. Para 2016 esse próprio pronunciamento passará a vigor com alteração em seu escopo, transferindo para o imobilizado as *bearer plants*, tal como é comentado no referencial teórico.

Pelo modelo preconizado pela IAS 41 e pelo seu equivalente nacional, o CPC 29, os Ativos Biológicos deixaram de ser mensurados ao custo e passaram a sê-lo pelo valor justo menos as despesas de venda. Novidade nenhuma esse modelo, que já era utilizado localmente para os produtos agrícolas – conhecidos como *commodities*, que podiam ser marcados a mercado mediante cotação disponível. A inovação é que essa mensuração passou a dever ser realizada para todos os ativos transformados biologicamente, mesmo que ainda não colhidos e nem mesmo vendidos, exatamente para refletir o ganho ou perda da transformação biológica, tendo o resultado dessa diferença de mensuração lançado no resultado do exercício, afetando o lucro ou o prejuízo do período, ainda que não realizado financeiramente.

Dificuldades como a inexistência de mercado ativo para o ativo no estado em que se encontrava (sem ser ceifado) criaram circunstâncias em que a mensuração ao valor justo, mesmo impossível de ser realizada mediante preços observáveis diretamente (como o era para as *commodities*) passou a ser obtida mediante outros artifícios como o uso de modelos, cuja medida é obtida por estimativas baseadas em premissas internas.

Esse detalhe contribuiu para o aumento do potencial de assimetria informacional, que se intensificou e tornou mais complexa a mensuração do risco a partir de avaliações contábeis, sendo este o argumento dessa discussão: o não desejo por essa informação e o ajuste do resultado advindo dessa avaliação, muitas vezes complexa, onerosa e pouco confiável.

Uma das principais fontes de recurso para os produtores de ativos biológicos, o crédito bancário utiliza, em operações de maior prazo, modelos de análise com vistas a testar a capacidade de geração de caixa e, assim, demanda informações contábeis, entre outras, para a coleta de dados e posterior alimentação aos modelos de avaliação e, eventualmente, liberação dos recursos solicitados. A incerteza, aumentada pela potencial assimetria, pode afetar a

opinião dos analistas das instituições financeiras responsáveis por emitir opinião sobre as propostas de empréstimos e financiamentos dos tomadores.

A pesquisa foi realizada em companhias com base no agronegócio e com os analistas de crédito das instituições financeiras mencionadas por elas em suas notas de financiamento. Para tanto uma segunda análise, de modo quantitativo, foi realizada com a verificação do comportamento do custo da dívida, bem como o volume de recursos captados em proporção ao ativo, em decorrência da incidência de algumas variáveis pautadas como importantes na literatura ou nas normas, na expectativa de conhecer se há relação com o que é informado nas Demonstrações Contábeis das companhias listadas na BM&FBovespa que reportaram a existência segregada de Ativos Biológicos desde 2011.

Assim, o problema de pesquisa encontra fulcro na questão de se: **a informação sobre a mensuração a valor justo dos Ativos Biológicos das agroindústrias afeta a análise de crédito daqueles que os reportam?**

Tal pergunta foi segregada sob alguns aspectos específicos que serão a seguir apresentados.

- a. A tese inicial foi de que os analistas rejeitam a informação ao valor justo.
- b. A opacidade da informação provoca esforços adicionais de leitura e compreensão pelos analistas e, por conseguinte, também da parte dos preparadores para o atendimento a essas solicitações das instituições financeiras.

1.2 Objetivos

O objetivo geral trata de **verificar se a informação do Valor Justo de Ativos Biológicos é desejada por analistas de crédito.**

Como os credores estão entre os usuários principais constantes na estrutura conceitual, essa expectativa geral terá que ser perseguida mais especificamente a partir dos interesses abaixo:

- a. Verificar se há associação negativa entre a variação desproporcional da relação entre a receita de valor justo e a receita total sobre o custo da dívida bancária.

- b. Verificar se há associação negativa entre a variação desproporcional da relação entre o Ativo Biológico ao valor justo e o ativo total sobre o custo da dívida bancária.
- c. Verificar se há preferência pela mensuração ao Valor Justo ou ao Custo.
- d. Confirmar se o tamanho das companhias de agronegócio afeta o custo da dívida bancária.
- e. Conhecer a forma como os analistas realizam o tratamento da informação relacionada ao valor justo menos as despesas de venda dos Ativos Biológicos.

1.3 Justificativa

Como a base econômica nacional, bem como a de muitos outros países, é calcada por grande contribuição do agronegócio e para esse setor o crédito é elemento básico de fomento, este trabalho ganha relevância ao discutir se a mensuração ao valor justo de Ativos Biológicos é, de fato, desejada pelos emprestadores de dinheiro.

A dúvida sobre a evolução da informação contábil é a maior justificativa para esta pesquisa. A tendência para o *mark to market* desses componentes confrontada com a necessidade de se gerar informação para aqueles que fomentam o mercado com recursos financeiros sem poder para alterar a contabilidade ou para requerer dela registros é o grande impasse para esta discussão.

Por outro lado, a relevância para a técnica de produção da informação contábil é também presente ao se discutir se os modelos de mensuração estão, de fato, como pretendido pelos normatizadores, produzindo redução nos custos de transação.

Se de um lado a prática contábil, marcada pela necessidade de segurança, conduz os profissionais a rejeitarem na relevância a característica do valor preditivo em detrimento do valor confirmatório, de outro os teóricos buscarem, muitas vezes, o contrário, este trabalho assume importância por discutir algo presente nas inquietações de preparadores e de usuários: o equilíbrio normativo necessário para viabilizar os contratos em suas diversas formas.

Em outra direção, mas ainda com relação ao equilíbrio, este trabalho ganha importância por gerar conhecimento em uma região limítrofe entre áreas muito pouco estudadas, que são a de crédito e a de contabilidade para o agronegócio. Muito se produz sobre *value relevance* voltada para investimento, o que não é, particularmente, fonte de recurso dominante no Brasil, principalmente no mundo agro.

Outro ponto, ainda, que indica a importância e justifica a construção desta pesquisa é o de que ela proporcionou a escuta daqueles que analisam a informação contábil, as entrevistas e as análises das demonstrações das companhias componentes da amostra perscrutaram dificuldades dos analistas de crédito e trouxeram diversas indicações sobre imperfeições tanto sobre a apresentação quanto a divulgação da informação contábil.

Ignorar as demandas ou rejeições dos usuários, ditos principais, parece não ser uma atitude salutar para a academia, produzir cada vez mais profundos pesados e robustos estudos econométricos, mas privados do caráter, na essência da palavra, empírico, conduz ao isolamento e retorna à irrelevância. Assim, este estudo busca atender a demandas de mercado sem desprezar o rigor acadêmico; escutar os usuários e pretensamente, aumentar a possibilidade de conciliar, não só informação, mas demanda com suprimento, aumentando, quiçá, as possibilidades de acesso ao crédito e discutindo condições para economia dos custos de transação.

1.4 Limitação e delimitação do estudo

A primeira grande limitação não é, na verdade, uma limitação, mas uma consequência natural que decorre da razoável novidade do assunto, como nem preparadores, nem auditores e nem analistas possuem largo conhecimento experiencial com o tratamento de estimativas sobre o Valor Justo, é natural que a qualidade dessas medidas e das formas de divulgação ainda estejam distantes do princípio norteador da relevância da informação contábil, assim, os poucos (2011, 2012, 2013 e 2014) anos de publicações, além de não permitirem ainda muita aprendizagem por estes profissionais, representa ainda uma pequena série de tempo para que se possa assegurar uma tendência e comportamentos.

Outra limitação bastante importante é que a teoria relacionada à relevância da informação contábil, decorrente do *mainstream* da Nova Economia Institucional havia sido desenvolvida em mercados mobiliários desenvolvidos, havendo, portanto, algumas diferenças de aplicação para um mercado pouco desenvolvido e predominantemente voltado para o crédito.

É necessário ainda atentar que o crédito rural via instituições financeiras, que é o modelo estudado nesta pesquisa não é o único no Brasil, restando diversas outras operações com títulos e outros tipos de estrutura, principalmente em corporações agrícolas, todavia, apesar de utilizar instrumentos diferentes, a essência da análise é a mesma: a redução de risco.

O escopo desta pesquisa não envolve a análise de crédito como um todo, exclui de seu ponto a verificação de quais variáveis influenciam esse processo, porque essa investigação não está no centro do problema proposto. Em outras palavras, não há, neste trabalho, testes a respeito das variáveis que impactam a análise de crédito e o custo da dívida bancária, mas sim o quanto os componentes patrimoniais e de resultado da mensuração ao Valor Justo de Ativos Biológicos contribuem para a opinião daqueles que verificam a possibilidade e as condições para a liberação do crédito para o agronegócio. A pequena parcela de explicação do modelo elaborado resulta dessa escolha metodológica e não deve ser considerada por sua representatividade, mas pelo seu significado e pela provocação à crítica dos atuais modelos praticados para a apresentação e para a divulgação dos efeitos dessa marcação nos relatórios contábeis.

2. PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Nova economia institucional e os custos de transação

Uma das mais premiadas e produtivas linhas de pesquisa em economia, os estudos de North, Williamson, Coase e Demsetz foram tão substantivos que renderam três prêmios de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel concedidos pelo Banco da Suécia: Coase em 1991, North em 1993 e Williamson em 2009, juntamente com Ostrom.

Na Economia, a ênfase no papel das instituições representa uma revisão importante (mesmo que sem ruptura) do paradigma neoclássico dominante na disciplina. Nessa visão, o indivíduo é concebido como um ser racional e que pauta sua conduta pela maximização de seu interesse ou utilidade. Questionando a ideia de que o *homo economicus* seja dotado de informação completa e de racionalidade perfeita, e mais ainda, que se possa definir a ação dos agentes econômicos apenas de deduções lógicas derivadas de modelos abstrato-formais, vários economistas, na esteira de críticas provenientes de outras disciplinas como a Sociologia Econômica e a História, começam a considerar o papel do contexto institucional. Assim, Douglass North, o principal teórico do neoinstitucionalismo na Economia, buscando entender o desempenho econômico de diferentes países através da história, afirma que o comportamento humano é mais complexo do que imagina a visão neoclássica, e enfatiza o peso das instituições, ou seja, das regras formais e informais que, mesmo não sendo eficientes economicamente, reduzem a incerteza e os custos de transação (Abrucio & Loureiro, 2004, p. 5).

Expoente autor da Nova Economia Institucional, aluno de Coase, Williamson afirma que “firmas, mercados e relações contratuais são importantes instituições econômicas” (Williamson, 2012, p. 13) elementos sobre os quais o capitalismo é construído. Para North, “instituições são as regras do jogo em uma sociedade ou, mais formalmente, as restrições criadas que moldam a interação humana¹” (North, 1990, p. 3). As instituições são a base para que haja condição de uso da contabilidade por usuários não conhecedores de sua preparação.

A teoria contábil tem suas raízes sobre a teoria econômica, seguindo o seu desenvolvimento e o das organizações. Assim, quanto mais as transações se diversificam, mais as instituições têm que ser reformadas, fortalecidas ou construídas, assim, se mudam as transações, aperfeiçoam-se os conceitos econômicos e são alterados, também, os enfoques contábeis: “os contadores têm procurado há muito tempo, interpretar conceitos contábeis em termos de conceitos econômicos. Nos últimos anos, tem havido verdadeira explosão de pesquisa

¹ *Institutions are the rules of the game in a society or, more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction.*

analisando a correspondência entre interpretações econômicas e dados contábeis” (Hendriksen & Breda, 2007, pp. 25-6).

Não há como negar o papel da teoria no desenvolvimento econômico e vice-versa; a teoria é relevante para tornar as palavras comumente inteligíveis, à medida em que enunciados são estabelecidos, torna-se possível dizer o que se pretende, de fato, dessa maneira, não há como distinguir ou atribuir maior relevância a pesquisas normativas ou positivistas, cada uma possui sua capacidade de contribuição e atende a finalidades específicas necessárias à síntese científica. Dessa maneira, os estudos desses notáveis permitiram que muito fosse aprofundado a respeito do mercado financeiro, dado que “as características estruturais salientes das formas de mercado, hierárquicas e de quase-mercado precisam ser identificadas e relacionadas às consequências econômicas de um modo sistemático” (Williamson, 2012, p. 13).

A nova economia institucional deu espaço para o desenvolvimento da teoria dos contratos, inicialmente voltada ao entendimento do ser contratual, de como os participantes da firma poderiam ter as suas recompensas asseguradas.

A Teoria Contratual da Firma buscou superar algumas limitações da teoria tradicional da firma, que ignorava, segundo Lopes (2008) dois problemas presentes na realidade: os conflitos de agência e a assimetria informacional; o primeiro era um importante aperfeiçoamento ao considerar a presença de interesses divergentes entre os contratantes, dado que o gestor não era mais o proprietário, por exemplo, e estímulos eram estabelecidos mediante o cumprimento de alguns requisitos, enquanto o segundo refletia a distância presente entre o que se precisava saber sobre o desempenho realizado e aquele que se desejava que os outros conhecessem.

Essa teoria encontrou contribuição semelhante nas transações extra-firma, de acordo com Zylberstajn “A firma do mundo real não se assemelhava em nada à firma da teoria neoclássica. Se quiséssemos discutir estratégias, estruturas internas das organizações ou mesmo relações inter-organizacionais as ferramentas da teoria da firma mostravam-se impróprias” (Zylberstajn, 2005, p. 387).

Dessa maneira a teoria contratual foi exposta a servir de instrumento para a discussão de conflitos, ao contrário de não considerar elementos básicos do mundo real, passou a considerar questões humanas que são naturalmente existentes nas relações de troca.

Para Williamson (2012) a limitação de compreensão pode ser classificada em três níveis, a forma forte (maximização), a semiforte (racionalidade limitada) e a fraca (racionalidade orgânica) e foca a Economia dos Custos de Transação como relacionada à modalidade semiforte, aquela em que os atores são intencionalmente racionais, mas não possuem capacidade de conhecer todos os custos relevantes (maximização) e nem são totalmente incapazes de realizar qualquer planejamento.

Para tratar essa limitação de racionalidade é necessário se investir em custos para obter melhores informações, daí, fica evidente que na admissão da racionalidade limitada é dispendioso se produzir informação, aspecto salientado pelo *framework* do IASB, como aspecto limitante para a obtenção das características qualitativas da informação contábil.

A racionalidade limitada é inerente ao ser humano, por mais que existam sistemas complexos de análise, há sempre elementos inesperados e comportamentos atípicos que podem desestimular os avessos ao risco. Além disso, há sempre o risco de que indivíduos, em determinado momento mais favorável, possam vir a buscar o auto interesse rejeitando o cumprimento de alguma obrigação.

Pode ser demonstrado que um administrador cujo objetivo seja maximizar utilidade, particularmente se possuir ações da empresa, nem sempre tomará decisões que atendam aos interesses dos credores. Os credores, portanto, pedem ao administrador que assine um contrato protegendo os interesses dos credores (Hendriksen & Breda, 2007, p. 143).

Diante desse cenário, Williamson (2012) prevê que os contratos se tornem difíceis de serem celebrados quanto houver presença de racionalidade limitada e ainda admitida a condição de oportunismo.

		Condição de racionalidade limitada	
		Ausente	Admitida
Condição de Oportunismo	Ausente	Felicidade	Contratação “cláusula geral”
	Admitida	Contratação Abrangente	Dificuldades Contratuais Sérias

Quadro 1. Relação entre a admissibilidade de condições e a complexidade contratual

Fonte: Williamson, (2012, p. 70).

Dessa forma, se aproxima do mundo real das negociações de crédito a admissibilidade de oportunismo, dado que, as intempéries climáticas, a possibilidade de pragas e ainda as condições financeiras dos tomadores de recursos podem conduzi-los a não desejarem pagar suas dívidas ou ainda vir a obter mais recursos do que seus demonstrativos originais permitissem tomar.

Também se admite a racionalidade limitada, dado que nem todas as variáveis são passíveis de conhecer e tratar *ex ante* em cláusulas contratuais bem estabelecidas e claras, o que torna os mecanismos contratuais ainda mais complexos, demandando outros mecanismos de gestão, arbitragem e execução dos contratos para tratar dos problemas *ex post*, que não serão objeto desta discussão, dado o enfoque sobre o contrato de crédito utilizando as informações contábeis para a sua análise, produzir informação *ex ante* para o planejamento e colhê-las durante ou após a execução dos contratos traz à luz o tema dos custos de transação, cuja economização tem sido uma das tônicas para a convergência dos padrões contábeis internacionais.

Aliás, custos de transação é um conceito-chave na teoria institucionalista. Diferentemente dos economistas clássicos e neoclássicos que consideram apenas os custos de produção, os institucionalistas apontam a existência de custos para se obter informações, para medir os atributos ou qualidades das mercadorias ou então para proteger direitos e garantir o cumprimento dos contratos. Portanto, a grande contribuição destes teóricos é lançar o olhar para as dimensões não econômicas (tais como o aparato legal, o sistema de informações etc.), examinando seus impactos sobre o desempenho econômico (North, 1990, p. 63).

Arrow, citado por Williamson (2012, p. 16) define os custos de transação como “custos de funcionamento do sistema econômico” enquanto o próprio Williamson (2012) os associa aos “atritos dos sistemas físicos”, logo, assim como em sistemas físicos reais o atrito não é desprezível, em sistemas econômicos os custos de transação também não o são e no contexto ora em questão, a transação de tomada de recursos creditícios, revelam-se nos custos de preparação (adaptação, treinamento, produção, bancos de dados, auditoria etc.), nos de interpretação (ajustes, conciliação etc.) das Demonstrações Contábeis e, finalmente, nos de captação (*spread*, garantias e limitações de volume etc.).

2.2 A contabilidade e o enfoque NeoInstitucional

A informação contábil nasceu para que fosse possível quantificar e conhecer o patrimônio próprio, eminentemente para produção de uma informação destinada aos proprietários, os negócios eram simples, assim como a sua gestão, com conflitos basicamente com os concorrentes.

Conhecer os realizáveis, as obrigações e quanto a riqueza líquida aumentava era o suficiente para se atender à necessidade da tomada de decisão e a contabilidade, por essência se ligou, à gestão dos negócios.

Suas raízes históricas são, por evidências, ligadas ao princípio da escrita, diversos são os registros de escritas rupestres indicando inventários e, posteriormente, em argila e papiro (Hendriksen & Breda, 2007); (Iudícibus S. d., 2010).

Como atender às necessidades dos usuários sempre foi a inclinação da contabilidade, seguiu sendo aperfeiçoada à medida que os desafios gerenciais cresciam, as organizações se tornavam mais estruturadas e as operações comerciais mais diversificadas (Martins, Diniz, & Miranda, 2012); (Iudícibus, Martins, & Carvalho, 2005).

Com as grandes navegações realizadas por aqueles que se arriscavam fisicamente e possuíam capacidades que lhes permitiam enfrentar os desafios das expedições, poder de se ausentar de suas localidades, surgiram demandas para que ocorresse o financiamento desses empreendimentos por aqueles que possuíam capital, mas não podiam se arriscar nas expedições.

Naturalmente, se tornaram mais frequentes os conflitos entre aqueles que possuíam o capital e os que o tomavam para explorar continentes e buscar novas riquezas. Os interesses passaram a se confrontar, pois aqueles que tomavam muitas vezes não tencionavam dividir na totalidade os seus despojos com aqueles que haviam lhes financiado.

O controle patrimonial passou, então, a assumir figura importante para que houvesse os empreendimentos, de tal maneira, que os concedentes de capital passaram a enviar seus representantes para garantir que os recursos fossem bem aplicados e não desviados, de tal modo, que a auditoria encontrou junto aos esforços de contabilização e de conferência, o seu nascimento.

“Não era normatizada. Mas com o tempo ela passou a ser dominada pelos credores em países onde os bancos eram os donos dos sistemas de transferência dos recursos entre quem poupa e quem usa, e isso levou à normatização” (Martins, Diniz, & Miranda, 2012, p. 41).

A contabilidade, instrumento presente e utilizado no processo de circulação de recursos, foi pressionada a se adaptar aos fluxos de capitais globalizados e a sua internacionalização relacionada um contexto político e econômico.

Influenciado por tais ideias, o Banco Mundial em um de seus [...] relatórios, intitulado *Institutions Matter*, enfatiza o papel das regras legais que garantem o cumprimento e a credibilidade dos contratos, a predicabilidade do processo legal, a transparência das decisões governamentais. Tais elementos não só melhoram a qualidade dos governos, mas são igualmente fundamentais para se alcançar a estabilidade macroeconômica e o crescimento (Abrucio & Loureiro, 2004, p. 6).

Dessa forma, tanto os modelos contábeis governamentais, instituídos pelo IPSASB – *International Public Accounting Standards Board*, quanto privados, instituídos pelo IASB – *International Accounting Standards Board*, receberam carga de atenção dos reguladores, dado os interesses deles próprios e os de outros usuários sobre os números contábeis reportados e sobre os mecanismos de governança que os resultaram.

O Brasil foi um dos primeiros países a adotar, com pouquíssimas adaptações o modelo do IASB, com a conjugação de diversos esforços reuniu suas instituições relacionadas à contabilidade em diversas áreas e com a combinação de vários dispositivos legais, normatizadores e institucionais obteve considerável sucesso em um processo juridicamente iniciado em 2008 (Martins, Diniz, & Miranda, 2012).

Dessa adoção surgiram diversos posicionamentos pela recepção do modelo CPC, convergido ao IFRS, diversos reguladores já se posicionaram pela adoção completa ou parcial do modelo contábil internacional para as demonstrações contábeis de seus regulados: Comissão de Valores Mobiliários, Conselho Federal de Contabilidade, Conselho Monetário Nacional, Agência Nacional de Energia Elétrica, Agência Nacional de Transportes Terrestres, Agência Nacional de Telecomunicações, Superintendência de Seguros Privados, entre outros.

Já o *Financial Accounting Standards Board* – FASB, órgão de políticas contábeis dos Estados Unidos da América, tem discutido desde 2003 a convergência às normas internacionais do IASB (Padoveze, Benedicto, & Leite, 2012), apesar de o processo de convergência ter sido ratificado tanto pelo FASB quanto pelo IASB através do memorando de entendimento assinado conjuntamente pelos dois comitês e de estarem já ocorrendo publicações conjuntas sobre novos temas ou de revisões de temas antigos (International Financial Reporting Standards, 2009), há indicações claras de que o processo não será tão rápido quanto no Brasil.

Apesar disso, a aproximação dos dois maiores modelos contábeis mundiais muitas normas têm sido revizadas e até editadas em conjunto, como é o caso da recente IFRS 15, sobre receitas advindas de contratos com clientes. Diante desse cenário de esforço conjunto de diversos reguladores e normatizadores, que inclui grande soma de recursos gastos para

aperfeiçoar ou adaptar mecanismos de governança, entre eles a contabilidade, pode-se concluir que a busca pela transparência e por condições que fortaleçam a confiança do mercado financeiro é premente. Fortalecer as instituições parece ser o interesse desses agentes. Assim, a contabilidade é, então, uma instituição utilizada para atribuir condições para o cumprimento e para a credibilidade dos contratos. Representa, portanto, papel fundamental no fluxo de recursos entre os entes detentores e os tomadores de capital.

2.3 Aplicação para transações

O aumento no volume e na complexidade das transações abriu demanda para que os mecanismos de verificação e análise de desempenho se tornassem mais relevantes, entre eles, a contabilidade conquistou o posto de instrumento reconhecido publicamente, como capaz de validar esse status.

Ao invés de servir apenas para o conhecimento e para a análise interna de desempenho passou a ser destinada também a aqueles que precisavam saber do quanto a outra parte estava endividada, por exemplo, o quanto possuía de liquidez ou sobre o quanto havia conseguido agregar econômica ou financeiramente para que com esta pudesse vir a celebrar contratos.

O governo foi uma dessas partes que mais influenciou o desenvolvimento contábil, principalmente no meio latino, em que o Fisco passou a utilizar a contabilidade para aferir renda e a partir dela efetuar seus cálculos de tributos e dela se valer para exercer a sua capacidade fiscalizatória (Martins, Diniz, & Miranda, 2012).

A contabilidade passou, portanto, a assumir o papel de legitimadora das transações, ou seja, uma informação capaz de ser verificada por alguém que precisasse conhecer a situação de outrem com quem transacionava. A contabilidade societária deixou de ser destinada a produzir “aquilo que eu preciso saber” (gerencial) para “aquilo que eu quero que os outros saibam”, afetada pelos interesses conflitantes geradores da assimetria informacional.

As transações entre partes eventualmente oportunistas, para que fossem possíveis e perante custos razoáveis de transação, demandaram, como já exposto anteriormente, forte empenho regulatório e de governança.

O estudo das instituições econômicas do capitalismo, tal como proposto, mantém a transação como unidade básica de análise e insiste que a forma de organização importa. O ponto de vista subjacente que instrui o estudo comparativo das questões relativas às organizações econômicas é este: custos de transação são economizados em se alocando transações (que diferem em seus atributos) a estruturas de governança (as capacidades adaptativas e os custos associados a elas diferem) de uma forma discriminatória (Williamson, 2012, p. 15).

Nesse contexto, a transação de proposta, análise e concessão de crédito é o foco deste estudo e é objeto de enorme demanda por redução de assimetria da parte dos credores e busca de algum grau de sua manutenção, por parte dos preparadores das demonstrações, ora proponentes do crédito.

A transação objeto desta investigação é a de proposta, análise e concessão de crédito. Nesse tipo de transação está presente a incerteza, devido a sazonalidade climática, possibilidade de ocorrência de pragas, oscilações de preço de venda, oscilações nos preços de compra, problemas de liquidez, endividamento, rentabilidade, descontrole gerencial das entidades tomadoras, entre diversas outras.

Nesse tipo de transação a instituição financeira precisa se equilibrar para não ser totalmente avessa ao risco a ponto de não perpetuar sua atividade e nem se expor totalmente a tomadores excessivamente inseguros, bem como estabelecer um limite de equilíbrio em sua carteira para se expor com certa segurança ao risco, vindo a constituir ativos de melhor rentabilidade e de lucratividade, nesse contexto precisa se empenhar ainda tanto a conseguir receber os seus juros quanto o principal sem sacrificar a renovação do crédito, deixando o tomador em condições de se manter saudável.

O proponente, por sua vez, precisa do recurso financeiro para fomentar suas operações e corre os riscos do negócio e está exposto a uma série de pressões internas e externas sobre suas operações, seus financiamentos e seus investimentos. Precisa ainda, estar ocupado com a manutenção de alguma governança organizacional que lhe permita manter seu cadastro ativo e atraente às instituições, principalmente em regiões interioranas em que a logística estimula a formação de grandes propriedades que buscam no ganho de escala a capacidade para se apropriar de maiores ganhos, o que contribui para que a gestão do negócio fique ainda mais

complexa, formando o que se chegou a chamar de corporação agrícola (Allen & Lueck, 1998); (Zylberstajn & Caleman, 2013).

Os órgãos normatizadores, em nível internacional o IASB e, em nível local, o CPC, representam a burocracia técnica encarregada de receber as demandas dos mais diversos setores e equacioná-las em normas e interpretações contábeis, enquanto a CVM é encarregada de regular o mercado de títulos públicos, o CFC de regular o exercício da profissão contábil, bem como estabelecer normas contábeis a serem seguidas pelas demais organizações não listadas na CVM e, finalmente, o Banco Central se propõe a regular o mercado financeiro brasileiro.

Esses atores formam o ambiente institucional que permeia a transação acima mencionada, cujo modelo gráfico pode ser percebido abaixo.

Figura 1. Representação da transação de proposta-análise de crédito
Fonte: o autor.

Essas demandas pela busca dos interesses específicos precisam ser equacionadas e compõem um complexo e emaranhado sistema financeiro de crédito rural, com participantes de diversos portes e níveis de organização e governança, cujo funcionamento sustenta a vitalidade da economia nacional, tendo, portanto, enorme relevância qualquer cuidado para estimular o seu funcionamento.

2.4 Necessidade de regulação

Dado que a contabilidade tenha se tornado uma linguagem de negócios, seus termos, expressões, concepções e interpretações precisam ser harmonizados para que seja possível a comunicação, todavia, pelo exposto no tópico anterior, pode não ser suficiente se criar uma taxonomia comum para atingir esse objetivo, é preciso que se busquem também mecanismos para tratar a racionalidade limitada, a assimetria informacional e o oportunismo.

Dado ainda que a atividade agrícola não demande o uso de ativos específicos, a terra, a produção, as instalações e o próprio numerário, senão gravados, podem ser facilmente comercializáveis, dando espaço para a competição.

Dessa forma, a gestão da informação a ser entregue pode ser entendida como necessária para aqueles que demandam, no caso específico deste trabalho, melhores condições de crédito, ou seja, capaz de fomentar as transações.

“As instituições desenvolvem-se em um meio ambiente conflituoso e visam normalizar, rotinizar ou estabelecer parâmetros de convenção entre agentes diferentes e separados socialmente, de forma a permitir a regulação mais ou menos estável e duradoura do capitalismo” (Conceição, 2002, p. 93).

Os normatizadores contábeis do IASB, em sua estrutura conceitual (*framework*), com quem os do CPC convergiram integralmente, mencionaram na QC 25: “Muito embora um fenômeno econômico singular possa ser representado com fidedignidade de múltiplas formas, a discricionariedade na escolha de métodos contábeis alternativos para o mesmo fenômeno econômico diminui a comparabilidade” (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2010, p. 20).

Grande preocupação existe, portanto, no ambiente contábil por parte das organizações para que seja possível tratar o monopólio de quem detém a informação, especialmente quando há essa diversidade de procedimentos ou ainda falta de objetividade (Pohlmann & Alves, 2008), caso presente na mensuração de Ativos Biológicos, cujos detalhes serão apresentados mais adiante.

Entre as modalidades de regulação, encontra-se aquela estimulada por órgãos governamentais:

Baseia-se em normas promulgadas pelo governo fiscalizadas por inspetores. Essas normas são tradicionalmente implementadas para prescrever determinada tecnologia - ou solução para os problemas de

concepção das políticas públicas, mas elas também podem ser baseadas em metas de desempenho mais amplas que as partes regulamentadas devem alcançar² (Fung, Graham, & Weil, 2007, p. 46).

As normas contábeis internacionais, neste contexto, possuem a intenção de combater a discricionariedade de tratamentos; em seu “*preface*”, declara: “o IASB reconsiderou, e continuará a reconsiderar, essas transações e eventos para os quais as IFRSs permitem uma escolha de tratamento contábil, com o objetivo de reduzir o número dessas escolhas³” (International Accounting Standards Board, 2013), reduzindo a diversidade de procedimentos em que diferentes contadores oferecem diferentes números para um mesmo “conjunto de fatos” (Pohlmann & Alves, 2008, p. 243).

Dado que as Demonstrações Contábeis compõem o pacote geralmente enviado às instituições financeiras em suas manutenções de relacionamentos e nas propostas de tomada de crédito, servem como instrumento de análise e comporão as interpretações e as projeções dos analistas dessas instituições para suprir os tomadores de decisão quanto à liberação ou não, com eventuais restrições de montante e/ou de *spread*.

Nessa direção, a constituição de uma base firme de definições, critérios de reconhecimento, mensuração inicial subsequente, apresentação e divulgação é elemento indispensável para aquele que, não estando presente e nem com acesso às decisões e movimentações ocorridas, terá que interpretar e tomar decisões sobre o que está sendo apresentado.

2.5 A Relevância da informação contábil

A informação contábil custa. Não por acaso, desde a antiga Resolução CFC 750/93 (Conselho Federal de Contabilidade, 1993) e a Deliberação CVM 29/86 (Comissão de Valores Mobiliários, 1986), a restrição do custo era definitiva para o estabelecimento racional de controles, determinava que um procedimento somente fosse aplicado caso o benefício

2relies on government-promulgated standards enforced by inspectors. Those standards are traditionally thought of as prescribing particular technology - or design-based solutions to public policy problems, but they may also be based on broader performance goals that regulated parties must attain.

3the IASB has reconsidered, and will continue to reconsider, those transactions and events for which IFRSs permit a choice of accounting treatment, with the objective of reducing the number of those choices.

informacional por ele gerado fosse superior aos custos para produzi-lo. Tanto importa que mesmo após a migração para o padrão IFRS o custo continuou sendo uma premissa restritiva na estrutura conceitual (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2010), atualmente vigente no Brasil em sua versão R1.

Quando se aborda custo e benefício, tem-se em mente que a informação deve gerar alguma vantagem, possuir mais utilidade do que ser cara, nessa direção a Teoria dos Custos de Transação, já mencionada em tópico anterior, encontrou grande espectro de aplicação e terminou por resultar em requisitos de governança para as entidades.

Como a contabilidade normatizada não é gerada para usuários internos, mas direcionada principalmente para credores e investidores (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2010). A entidade assume custos de controle com vistas a satisfazer necessidades daqueles que lhe proporcionarão algum benefício, no caso, os recursos financeiros necessários para seu custeio e investimentos.

Em alinhamento com essa visão, mas com um conjunto próprio de premissas, outro grupo de investigadores começou a verificar a capacidade de atendimento a esses usuários. Nessa outra compreensão, o suprimento às necessidades é o que garante a informação útil, marca a relevância e, de modo mais específico, aponta que a informação será relevante se houver valor preditivo, for capaz de proporcionar informações sobre o fluxo futuro de recursos ou se apresentar poder confirmatório (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2010), proporcionando a capacidade para o usuário verificar, de alguma forma, as premissas utilizadas para a obtenção dos números apresentados. Mais relevante ainda será se a informação contábil puder ser suprida pelas duas marcas.

Esses investigadores partem da premissa que um potencial investidor definiria suas posições racionalmente de maneira que lhe proporcionassem um melhor retorno sobre as suas aplicações. As suas pesquisas passaram a verificar o impacto que a informação contábil produziria sobre a valorização dos títulos patrimoniais das entidades atuantes no mercado de capitais. Tal linha de pensamento ficou conhecida como *Value Relevance*. É a mesma lógica assumida pelos normatizadores contábeis ao definirem a relevância como elemento necessário à informação contábil. Por ela os preparadores da informação contábil adicionarão interesse

aos números reportados se eles puderem suportar projeções ou ainda serem conferidos direta ou indiretamente.

As pesquisas de *Value Relevance* buscaram utilizar métodos estatísticos para perceber o reflexo de determinadas variáveis apresentadas nas Demonstrações Contábeis sobre algum comportamento de mercado, como a valorização de ações.

Algumas premissas estão embutidas nos julgamentos resultantes das observações realizadas pelos estudiosos de *Value Relevance*: a de que o mercado é eficiente, ou seja, o investidor é capaz de tomar decisões que maximizem o seu retorno, resultante de uma escolha racional, supostamente em condições de identificar todas as variáveis capazes de influenciar o comportamento do sistema; além disso, não haveria oportunismo, os agentes de mercado agiriam de modo limpo, sem intencionalmente distorcer os sinais em suas mensurações.

Essa corrente teórica, *Value Relevance*, possui uma infinidade de produções acadêmicas que apontam sempre a associação com a valorização dos títulos patrimoniais em mercado (Beaver, 1998); (Ohlson, 1999); (Barth M. E., 2000). Por estes trabalhos, a presença de um determinado elemento, a informação contábil – *accounting amount* – (variável independente) estaria associada a melhorias ou pioras no comportamento de algum sinal de mercado, referenciado como o valor das ações ou o valor dos títulos patrimoniais – *shareprices* e *equitymarketvalues* – (variável dependente) tratados os dois termos como equivalentes.

Figura 2. Lógica de relevância da informação contábil

Fonte: o autor

Para Barth, Beaver e Landsman (2001) já se faziam associações a reflexos sobre o preço de ações desde 1966, por trabalhos como o de Miller e Modigliani (1966), embora o termo *Value Relevance* tenha sido apresentado por Amir, Harris e Venuti (1993).

Os estudos dessa linha são de natureza predominantemente empírica e, pelo seu pioneirismo haver ocorrido nos Estados Unidos da América, buscam testar os conceitos de relevância e de confiabilidade preconizados pelo FASB – Financial Accounting Standards Board, em seu *Conceptual Framework* (Financial Accounting Standards Board, 2010), que não estabelece um contexto específico, bem como em seu significado não permite a identificação de termos dicotômicos de ser relevante ou não, ou ainda de ser confiável ou não. Isso implica em que a grande maioria dos estudos realizados revelam o atendimento em graus de intensidade variada, mas não de forma binária.

Várias pesquisas foram realizadas com base nessa lógica, principalmente em mercados mais organizados e amadurecidos em que volume de transações, de opções são bem maiores, bem como a característica de captação dos empreendedores se dá na direção da busca por investidores.

Pesquisador/ano	Objeto	Conclusão
<ul style="list-style-type: none"> • Barth, 1994; • Barth, Beaver, Landsman, 1996; • Eccher, Ramesh, Thiagarajan, 1996; • Nelson, 1996 	Teste de significância quanto à predição do sinal	A informação é relevante, mas não totalmente confiável.
<ul style="list-style-type: none"> • Barth, Clement, Foster, Kasznik, 1998; • Aboody, Barth, Kasznik, 1999, 	Teste se os coeficientes de predição da informação contábil estudada diferem das demais informações das Demonstrações Contábeis	As informações contábeis pesquisadas são relevantes e diferem em confiabilidade das demais
<ul style="list-style-type: none"> • Landsman, 1986; • Barth, Beaver, Landsman, 1992. 	Teste se o coeficiente de uma informação contábil difere do seu coeficiente teórico com	A informação contábil em estudo não reflete com precisão as características

	base em um modelo de avaliação	econômicas do construto subjacente deveria representar
<ul style="list-style-type: none"> Nouri, Abaoub, 2014 	Teste se a adoção do IFRS esteve associada com a redução do gerenciamento de resultados quando em comparação com o padrão contábil local	A adoção do padrão internacional está associada à redução do gerenciamento de resultados em empresas francesas

Quadro 2. Resumo da literatura relacionada.

Fonte: O autor.

Na busca por encontrar relevância na informação contábil, muitos pesquisadores dessa linha têm optado por buscar verificar empiricamente algumas *proxys* que revelem capacidade de atrair interesse para a sua utilização pelos usuários. Consoante a essa expectativa a contabilidade é tomada como uma espécie de termômetro da condição econômica da entidade.

Um termômetro opaco não atinge sua função, assim, se a contabilidade puder deixar transparecer a evolução econômica da entidade, mais próxima estará de atingir o seu fim e, dessa forma, ser usada para a tomada de decisão pelos investidores. Quanto mais interessado o investidor pelo título patrimonial, maior a sua valorização, dada a sensibilidade do usuário e a sua resposta a esses estímulos. Uma dessas buscas pode ser observada abaixo.

Baseamos a nossa medida de transparência do resultado no poder explicativo da relação resultado-valor porque mede a extensão em que os resultados refletem as mudanças no valor da empresa. A ideia é que quanto maior é o poder explicativo, mais os lucros captam mudanças no valor da empresa. Embora os investidores possam obter informações sobre as alterações no valor da empresa a partir dos lucros ou de outras fontes, a nossa medida reflete apenas a medida que os rendimentos e variação das remunerações e informações correlacionadas com rendimentos e variação das remunerações, explicar retornos (Barth, Konchitchki, & Landsman, 2013, p. 207)⁴.

Os autores buscam exatamente a capacidade de o mercado responder aos estímulos da divulgação contábil. Em direção oposta, há exemplo atual da maior empresa brasileira, a Petrobras, em 28 de janeiro de 2015, divulgou seus demonstrativos do terceiro trimestre de 2014, com lucro ligeiramente inferior ao do segundo trimestre, porém, viu suas ações

4We base our measure of earnings transparency on the explanatory power of the returns-earnings relation because the relation measures the extent to which earnings captures changes in firm value. The intuition is that the higher is the explanatory power, the more earnings captures changes in firm value. Although investors can obtain information about changes in firm value from earnings or from other sources, our measure reflects only the extent to which earnings and change in earnings, and information correlated with earnings and change in earnings, explain returns.

derreterem devido aos questionamentos sobre a opacidade de seus demonstrativos, que não reconheceram perdas significativas (Valor Econômico, 2015).

Se o usuário não conseguir, portanto, obter segurança sobre os números divulgados e, de fato, pretender realizar alguma operação com o título no mercado, buscará alguma informação adicional não reportada para lhe respaldar a decisão. A resposta do mercado à ausência de transparência da Petrobras é evidência de que as informações extra - contábeis são utilizadas e refletem nas variações de valor desses títulos. A premissa é que se variações positivas de retorno apontadas nos relatórios não forem percebidas com valorizações pelo mercado, é porque o usuário usou fontes adicionais de informação, desconsiderando a contabilidade, então opaca ou não transparente, relegando-a, portanto, à irrelevância.

Dessa maneira, Barth, Konchitchki e Landsman (2013) testaram o reflexo da transparência contábil no custo de capital, considerando que estes possuam relação inversa: quanto maior a transparência da informação contábil, menor o custo de capital. Por transparência, entendem que a resposta do mercado em variação do valor se dê pela variação proporcional da modificação econômica da entidade reportada no resultado, ou seja, na contabilidade transparente o lucro deve explicar a variação econômica.

2.6 Valor justo

Valorar é inerente a contabilizar, dado que para se reconhecer é preciso que se tenha confiabilidade na mensuração. Logo, obter confiabilidade na mensuração pressupõe que haja um método para valoração e que alguma premissa seja estabelecida, já que o valor dependerá de alguma perspectiva para ser estabelecido.

As primeiras reflexões sobre o reflexo das alterações de valor sobre os números contábeis se deram em 1922, pela pesquisa de Paton (Paton, 1922); em 1929, Canning traçou discussões sobre a relação o pensamento contábil a teoria econômica, incluindo pontos sobre avaliação

de ativos e mensuração do lucro, confrontando o pensamento contábil e a teoria econômica em função da avaliação de ativos e da mensuração do lucro (Canning, 1929).

Em 1939, MacNeal foi pioneiro na conceituação de valor justo que, na época, tratou como “fair and true” (Iudícibus & Martins, 2007) e que atribuía à função de valorar os elementos um significado econômico; outros pesquisadores emblemáticos e que auxiliaram, dialeticamente, no cunho do que hoje se conhece como Valor Justo foram, em 1961, Edwards e Bells, que defendiam que o melhor sentido para o valor contábil fosse o de valores de entrada, custo histórico ou o de reposição, em contraposição ao de saída. Esse mesmo objetivo foi ainda buscado por outro pesquisador clássico Chambers (1966), citado por Ball e Brown, em 1968, que defendeu, o valor líquido de venda como parâmetro para o valor contábil (Ball & Brown, 1968).

Esse desafio já era discutido no Brasil, pelo menos, desde 1972, quando o então doutorando Eliseu Martins apresentou as diferentes bases de mensuração para o ativo, trazendo entre elas o que chamou de “Valor Líquido de Venda” ou o “Valor Atual dos Recebimentos Futuros”. Além disso, ao se referir aos ativos intangíveis, fez questão de pontuar para a falha já detectada naquela época de que “O potencial de resultado econômico a verdadeira caracterização de um elemento como ativo, e não só isso, considerámo-lo como sendo ele próprio o real ativo de uma entidade” (Martins, 1972, p. 30).

A reflexão sobre o valor econômico do ativo remete diretamente à figura do valor justo, que é um afastamento da objetividade do custo histórico, representando, portanto uma avaliação subjetiva que passou a ser objeto de inúmeras críticas tanto da parte de profissionais quanto de teóricos da contabilidade, dado que a opção por um ou outro representaria um maior poder de representação do ativo (sua capacidade de geração de benefícios econômicos futuros), mas com um menor poder de conciliação e verificação; o que é mais interessante: um valor mais relevante e menos objetivo ou um mais objetivo e menos relevante? Doutor Eliseu Martins em suas aulas de análise de demonstrações na Pós-Graduação da FEA-USP costumava mencionar que “preferia estar aproximadamente correto que absolutamente errado” (Martins, 2012).

A própria definição de ativo encontrada na estrutura conceitual do IASB remete à sensação de valores de realização (saída) e não de entrada: “ativo é um recurso controlado pela entidade

como resultado de eventos passados e do qual se espera que fluam futuros benefícios econômicos para a entidade⁵” (International Accounting Standards Board, 2010).

Dessa forma, o valor justo, como valor de saída, é trazido no mesmo modelo normativo como “o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração”⁶ (International Accounting Standards Board, 2011).

Todavia, como o mercado percebe essa “perda” de objetividade? Qual o desejo do usuário? Na suspeita de que o valor justo poderia induzir a erros de avaliação, foi realizada pesquisa com expoentes brasileiros de Banco Central, Ministério da Fazenda e Comissão de Valores Mobiliários quanto a uma eventual causalidade da mensuração contábil ao valor justo sobre a crise financeira de 2008, e estes especialistas demonstraram-se contrários à ideia de que o valor justo estivesse relacionado como causa para a crise, assim como, segundo os autores, outra pesquisa da SEC (EUA) (United States Securities and Exchange Commission, 2008), que também assim o teria indicado (Oliveira & Murcia, 2010).

A ideia básica da mensuração ao valor justo reside na mensuração inicial ou subsequente pelo potencial de entrada ou de saída de benefício econômico futuro que aquele ativo ou passivo representaria para a entidade.

Essa variação de valor (do custo original ao valor de realização) pode produzir, nas normas internacionais (escopo desta pesquisa) tanto reflexos na Demonstração do Resultado do Período (Lucros e Perdas) quanto na Demonstração do Resultado Abrangente (Outros Resultados Abrangentes – no Patrimônio Líquido).

A primeira indicação de que marcações a mercado poderiam representar alguma insegurança para os usuários principais (credores e investidores) das Demonstrações Contábeis é realizada na Estrutura Conceitual quando se define os ajustes para manutenção de capital, em que o procedimento da Reavaliação de Ativos deve, em consonância com a IAS – 16 (Ativo Imobilizado), ser realizado contra Outros Resultados Abrangentes e, à medida que for

5An asset is a resource controlled by the entity as a result of past events and from which future economic benefits are expected to flow to the entity.

6the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.

realizado”, diretamente contra Lucros Acumulados (sem reflexo no resultado do período (International Accounting Standards Board, 2010).

Em contraposição, quando o ativo é desvalorizado pelo seu valor recuperável ser, em determinado momento, inferior ao valor contábil, o reconhecimento da perda é realizado diretamente no resultado do período (salvo situações em que houver reavaliação anterior, em que se consome primeiro o Ajuste de Avaliação Patrimonial). Tal diferença de tratamento se destina a exatamente o mesmo objetivo apresentado na estrutura conceitual, o da proteção ao capital financeiro.

Já sobre a avaliação de instrumentos financeiros, por exemplo, há aqueles em que não há significado para apresentação dos valores de entrada, mas apenas pelos seus valores justos (Lopes, Galdi, & Lima, 2009). Dessa forma, além de ser bastante discutível a mensuração ou não pelo valor justo, outra crítica é direcionada quanto à não totalidade de aplicação dessa forma de mensuração.

Além de não haver cobertura de todos os elementos patrimoniais há ainda a diversidade de tratamento das variações, quer seja no reconhecimento inicial, quer no subsequente, aspectos estes refletidos no quadro a seguir.

Tema	Norma	Reflexo da Avaliação
Ativos e Passivos Financeiros	IAS 32, 39; IFRS 7, 9	DRE e DRA
Reavaliação de Imobilizado e Intangível	IAS 16, 38 - <i>Framework</i>	DRA
Redução ao Valor Recuperável de Ativos	IAS 16, 36, 38	DRE
Redução ao Valor Realizável Líquido de Estoques	IAS 2	DRE
Ativos Biológicos	IAS 41	DRE
Receitas	IAS 18	DRE – diferidamente
Arrendamento Financeiro	IAS 17	DRE – diferidamente
Propriedades para Investimento	IAS 40	DRE – com exceção para mudanças de finalidade

Quadro 3. Sinopse dos itens em que o valor justo afeta o valor contábil como componente.

Fonte: O autor.

Como se pode observar há diferentes usos do valor justo para a posição financeira, bem como diferentes reflexos sobre o desempenho econômico, porém a lógica de manutenção do capital físico ou financeiro, interesse dos acionistas e credores, é mantida.

Uma das maiores críticas ao uso do Valor Justo, talvez a mais severa, está em sua obtenção. Por essência, o valor justo é uma medida de mercado (*mark to market*), mas essa concepção

esbarra na possibilidade de existência de um mercado ativo em que possa ser buscada a referência externa para a marcação a mercado. A norma IFRS 13 apresenta, para essa limitação, algumas saídas, desde que se revelem confiáveis.

Figura 3. Hierarquia para o reconhecimento do valor justo.

Fonte: O autor.

A existência desses níveis permite que se produza informação mais relevante que o custo histórico incorrido, mas a priorização pelo Nível 1 revela a preocupação com a hierarquia de preferência por valores não sujeitos à avaliação interna pela entidade. Em suas *exposure drafts* que envolveram a definição da norma IFRS 13, tamanhas foram as discussões que o IASB chegou a manifestar-se ingênuo em suas recomendações, como no caso das propriedades para investimento mantidas para locação, em que o valor em uso (valor presente líquido dos caixas futuros) é preterido pelo valor de realização (preço de venda na data do balanço) e para esta preferência, recomenda que se a avaliação seja tão “*arm’s length*”⁷, que deve ser aquela obtida em resposta a anúncios publicados (Mackenzie, et al., 2013), ou seja, a entidade deveria ofertar suas propriedades de aluguel para venda, a fim de obter mensurações válidas, algo bastante impraticável.

2.7 Mensuração de Ativos Biológicos e produtos agrícolas

⁷Livre de interesse por proximidade ou relacionamento.

Os Ativos Biológicos são um grupo especial, sofrem transformação biológica tanto quantitativa quanto qualitativamente de tal modo que os valores neles aplicados não obedecem a uma ordem física direta de valorização, estão sujeitos à engorda, ao emagrecimento, às doenças, à reprodução, à morte etc.

Essas sujeições impedem com que os custos representem, na maioria das vezes, sequer uma aproximação dos seus valores de realização, vindo a proporcionar demonstrações completamente distorcidas, se não atualizadas de alguma forma.

A mensuração ao valor justo é uma saída, não completamente nova, para esses ativos. No Brasil os estoques agrícolas como as *commodities* soja grão, algodão, milho, entre outros, já colhidos e armazenados, tinham suas avaliações reconhecidas a mercado tal qual numerários em moeda estrangeira sujeita à variação cambial.

Em um passado não muito distante, até 31-12-2007, no Brasil era válido o que preconizava a NBC T-10.14, Atividades Agropecuárias, nela, as culturas deveriam ser divididas entre temporárias e permanentes, bem como pecuária com suas especificações, com tratamentos distintos:

- As culturas temporárias (soja, milho, arroz, feijão, etc.) com ciclo de vida curto entre o plantio e a colheita, os custos pagos ou incorridos, eram acumulados em conta específica de cultura em formação, classificada no Ativo Circulante.
- As culturas permanentes (cafezal, macieiras, mangueiras, laranjais, etc.) não sujeitas ao replantio após a colheita e ciclo de vida, em geral, superiores a um exercício, os gastos incorridos ou pagos eram acumulados em conta de ativo imobilizado em andamento, sendo após a sua entrada em produção econômica, exaurida pela sua vida útil restante. Os custos relacionados ao ciclo de produção dos frutos, resultado da produção das culturas permanentes, eram lançados em conta segregada no Ativo Circulante como produção em andamento, após a colheita os saldos eram transferidos para conta específica de produtos agrícolas.
- Os custos relacionados a itens que gerariam benefícios a mais de um exercício social (desmatamento, correções de solo e outras melhorias) eram contabilizados pelo seu valor original, no antigo Ativo Diferido, líquidos das eventuais receitas das vendas dos resultados dessas atividades, não lançados para as culturas.

- Os animais vivos eram contabilizados em contas segregadas de acordo com as suas respectivas finalidades e os ganhos decorrentes da avaliação desses estoques a valor de mercado eram contabilizados como receita operacional (superveniência ativa), em cada exercício social, enquanto as perdas por morte natural ou emagrecimento contabilizadas como despesa operacional (insubsistência ativa).

A partir da convergência pronunciada pela Lei nº. 11.638/2007 e pela Resolução CFC 1.186/2009, que revogou a NBC TG 10.14 e aprovou a NBC TG 29 – Ativo Biológico⁸ e Produto Agrícola⁹, os ativos sujeitos a transformação biológica passaram a ser regidos pelo CPC 29, de mesma denominação, nessa nova configuração, os ativos passíveis de transformação biológica e objeto de exploração econômica pela entidade passaram a ser obrigatoriamente sujeitos a um só critério de avaliação.

Os gastos relacionados a esses ativos são mantidos ao custo apenas até o momento em que se torne provável a sua capacidade de geração de benefícios econômicos futuros e que o seu valor justo se torne mensurável confiavelmente, quando passará a ser por esse valor mensurado. Vide o parágrafo 12 da norma de Ativos Biológicos. “O Ativo Biológico deve ser mensurado ao valor justo menos a despesa de venda no momento do reconhecimento inicial e no final de cada período de competência, exceto para os casos descritos no item 30, em que o valor justo não pode ser mensurado de forma confiável” (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2009).

Essa reunião em torno de um só critério trouxe uma enorme diversidade de itens peculiares às mais diversas atividades: florestas para celulose, florestas para lenha, florestas para indústria moveleira, produção sucroalcooleira, cafeeira, frutícola, soja, algodão, milho, arroz, pecuária de corte, de reprodução, entre outras.

Grande dificuldade surge ainda quando da aplicação do mecanismo de mensuração ao valor justo menos as despesas de venda a todos os Ativos Biológicos, inclusive para aqueles que, também vivos, não serão eles mesmos os colhidos ou abatidos, chamados “consumíveis” para efeito de geração de benefícios econômicos futuros, mas gerarão outros ativos que o serão,

⁸ Ativo Biológico é um animal e/ou uma planta, vivos.

⁹ Produção agrícola é o produto colhido de Ativo Biológico da entidade.

chamados “para produção”. A IAS 41 e o CPC 29, apresentam essa definição incluindo ambos em seu escopo:

44. Ativos Biológicos consumíveis são aqueles passíveis de serem colhidos como produto agrícola ou vendidos como Ativos Biológicos. Exemplos de Ativos Biológicos consumíveis são os rebanhos de animais mantidos para a produção de carne, rebanhos mantidos para a venda, produção de peixe, plantações de milho, cana-de-açúcar, café, soja, laranja e trigo e árvores para produção de madeira. Ativos Biológicos para produção são os demais tipos como por exemplo: rebanhos de animais para produção de leite, vinhas, árvores frutíferas e árvores das quais se produz lenha por desbaste, mas com manutenção da árvore. Ativos Biológicos de produção não são produtos agrícolas, são, sim, autorrenováveis.

O termo, em inglês, para as plantas que produzirão outros ativos e não serão elas mesmas as geradoras de benefícios é “*bearer plants*”. Esse tema, depois de muitas discussões, passou a fazer parte de emendas tanto da IAS 41 – Agriculture quanto da IAS 16 - Property, Plant and Equipment. As emendas foram realizadas e estarão em vigor a partir de janeiro de 2016. O entendimento do IASB foi de que os ativos para produção (vinícolas, cafezais, etc.) apresentam exposição à transformação biológica durante sua fase de imaturidade, depois de atingir o ponto de produção, sua transformação deixa de ser importante para efeito de mensuração econômica, assim, esses ativos deixarão de fazer parte do escopo da norma de Ativos Biológicos e passarão a ser tratados como imobilizado e, portanto, mensurados pelo custo histórico.

IAS 41 *Agriculture* atualmente exige que todos os Ativos Biológicos relacionados com a atividade agrícola sejam mensurados pelo valor justo menos a despesa de venda. Esta baseia-se no princípio de que a transformação biológica que esses ativos sofrem durante a sua vida útil é melhor refletida pela mensuração do valor justo. No entanto, há um subconjunto de Ativos Biológicos, conhecidos como para produção, que são usados exclusivamente para gerar outros produtos ao longo de vários períodos. No final de sua vida produtiva eles geralmente são descartados. Uma vez que um ativo para produção atinja a maturidade, gerando produtos, a sua transformação biológica não é mais significativa para a geração de benefícios econômicos futuros. Os únicos benefícios econômicos futuros relevantes gerados vêm da produção que ele proporciona.

O IASB decidiu que os ativos para produção devem ser contabilizados da mesma forma como imóveis, instalações e equipamentos no escopo da IAS 16 Property, Plant and Equipment, porque o seu funcionamento é semelhante ao de uma fabricação. Consequentemente, as emendas os incluirão no escopo da IAS 16, em vez da 41. A produção originada desses ativos permanecerá no escopo da IAS 41¹⁰ (Welsh, 2014).

10 IAS 41 *Agriculture* currently requires all biological assets related to agricultural activity to be measured at fair value less costs to sell. This is based on the principle that the biological transformation that these assets undergo during their lifespan is best reflected by fair value measurement. However, there is a subset of biological assets, known as bearer plants, which are used solely to grow produce over several periods. At the end of their productive lives they are usually scrapped. Once a bearer plant is mature, apart from bearing produce, its biological transformation is no longer significant in generating future economic benefits. The only significant future economic benefits it generates come from the agricultural produce that it creates.

Uma infinidade de peculiaridades biológicas trazida para um só arcabouço, na expectativa de que fosse representado o valor do ativo com maior fidedignidade e, portanto, maior utilidade. Essa iniciativa, louvável do ponto de vista de aperfeiçoamento teórico, encontrou sérias dificuldades em sua aplicação prática.

Qual o valor de mercado de um pé de eucalipto com 1 ano, 40 cm de altura e 15 mm de diâmetro? Qual o valor de mercado de um pé de manga, se para ter valor precisa produzir e, para tal, estar plantado, não sendo, portanto, comercializável a não ser juntamente com a propriedade? Essa subjetividade seria, por si só, suficiente para uma avalanche de críticas quanto a abertura para o gerenciamento de resultado.

Dessas e outras complicações surgiram enormes discussões, não só sobre a aplicação do valor justo em si, mas especificamente sobre a sua obtenção nos Ativos Biológicos. Técnicas complexas de modelagem (Mates & Grosu, 2013); (Reed & Clarke, 1990); (Yiannikourisa, Kettunenb, Apajalahtib, & Moranc, 2013); (Rozentāle & Ore, 2013); (Rech & Pereira, 2012) passaram a fazer parte do dia a dia daqueles que se viram obrigados a apresentar valores prováveis de realização para suas produções ainda imaturas.

A obtenção desses valores Nível 1 e Nível 2, muitas vezes impossível, devido à indisponibilidade de mercados ativos, conduz à preparação de estimativas afetadas não apenas por características técnicas como o IMA (Incremento Médio Anual), mas a outros elementos como taxas de desconto, entre outros.

Essas estimativas deveriam ser bastante claras e abertas para que os usuários pudessem perceber o mecanismo e, assim, realizarem os ajustes que considerassem necessários. Todavia, os itens de divulgação têm se mostrado bastante pobres no que tange ao atendimento aos requisitos preconizados nas normas contábeis IAS 41/CPC 29 (Theiss, Utzig, Varela, & Beuren, 2011); (Silva, Figueira, Pereira, & Ribeiro, 2013).

Autor	Variáveis	Foco	Conclusões
Fioravante, Varoni, Martins, &	Requisitos de Divulgação	Verificar atendimento BR x Euro	Valor Presente dos Fluxos de Caixa Futuros é predominante na atividade de celulose. Empresas europeias possuem práticas mais

The IASB decided that bearer plants should be accounted for in the same way as property, plant and equipment in IAS 16 Property, Plant and Equipment, because their operation is similar to that of manufacturing. Consequently, the amendments include them within the scope of IAS 16, instead of IAS 41. The produce growing on bearer plants will remain within the scope of IAS 41.

Ribeiro, 2010			maduras de divulgação. Restrição de abertura de informações. Não apresentação das premissas para o Valor Justo. Poucas utilizam terceiros para avaliar Valor Justo.
Plais, 2010	Dívida Líquida/EBITDA Dívida Líquida/PL EBITDA/RFL DívidaLíqu./AtivoLíqu.	Pesquisa Descritiva sobre Potencial Efeito	Os indicadores são afetados, demandando ajustes nas análises
Brito, 2010	Requisitos para Mensuração	Encontrar restrições para aplicação do Valor Justo pecuária	É possível aplicar, mas não em todas as fases. A aplicação demanda esforço e gera subjetividade
Theiss, Utzig, Varela, & Beuren, 2011	Requisitos de Divulgação	Verificar atendimento	Empresas atenderam apenas quase totalmente as exigências.
Wanderley, Leal, & Silva, 2011	Requisitos de Divulgação	Verificar atendimento	Empresas (3 maiores) atenderam apenas parcialmente as exigências
Rech, 2012	Receitas, Custos de Produção, Taxas de Desconto	Analisar formação de Valor Justo sem mercado ativo usando Ajuste a Valor Presente	Empresas não adotam parâmetros recomendados. Estimativas de produção com indicativos internos Critérios diferentes para obter Preço de Venda e Receita Bruta. Taxas de desconto: WACC ¹¹ ajustado ou arbitrárias.
Scherch, Nogueira, Olak, & Cruz, 2013	Requisitos de Divulgação Proporção Bio sobre o Ativo	Verificar atendimento e correlação com variáveis	Empresas atenderam quase totalmente as exigências. Quanto maior a representatividade dos Ativos Biológicos, maior a conformidade da empresa. Maior conformidade: ganho ou perda do período corrente. Menor conformidade: descrição da quantidade de cada grupo.
Silva, Figueira, Pereira, & Ribeiro, 2013	Requisitos de Divulgação	Verificar atendimento, incluindo taxa de desconto	O método mais utilizado para o Valor Justo foi o Valor Presente dos Fluxos de Caixa Futuros. Maior parte que optou pelo custo, não divulgou adequadamente. Empresas atenderam parcialmente as exigências. Empresas abertas e fechadas possuem o mesmo nível de divulgação. Os usuários terão dificuldade de projetar fluxos de caixa futuros com os níveis de divulgação encontrados.

Quadro 4. Pesquisas brasileiras sobre a aplicação da norma de Ativo Biológico e Produto Agrícola – IAS 41/CPC 29.

Fonte: O autor.

Nas publicações brasileiras, praticamente todas as demandas circulam em torno da aplicabilidade da mensuração ao valor justo. Nada que se estranhe, afinal os contadores,

¹¹Sigla, em inglês, para Custo Médio Ponderado de Capital.

autores das pesquisas apresentadas foram educados em um modelo em que o conservadorismo e a objetividade eram máximas inerentes ao pensamento contábil.

Como a contabilidade recentemente convergida, ou em processo de convergência, tem apresentado uma série de inovações informacionais e que possuem elementos de estimativa e de projeções; a subjetividade, antes limitada às análises internas das instituições, passou a fazer parte dos próprios demonstrativos financeiros, agora de caráter “*common law*”, gerando dificuldade de aceitação e desconfiança pelos seus usuários (Lage, Longo, & Weffort, 2010).

Nesse cenário, a assimetria informacional é crítica, instituições financeiras, agentes de crédito, empresas comerciais, governos e tomadores de recursos possuem diferentes níveis de acesso a essa informação e a percebem sob diferentes óticas. Assim, o resultado da mensuração de Ativos Biológicos avaliados a valor justo, por exemplo, passou a influenciar o Resultado do Exercício antes mesmo de haver a colheita e a comercialização, o Patrimônio Líquido por ela é afetado e os indicadores de desempenho também. Todavia, situações como a da empresa de celulose Klabin, que “viu seu lucro líquido triplicar no primeiro trimestre [...] devido, principalmente, à redução do custo médio ponderado de capital da companhia usado no cálculo” (Valor Econômico, 2012); porém não está clara e nem definida objetivamente uma prática metodologicamente aplicável a diferentes Ativos Biológicos que garanta o “*arm’s length*” na validação a mercado, aspecto que é extremamente afeto ao problema desta pesquisa.

Beaver et al. (1992), notam um paradoxo fundamental na utilização de contabilidade a valor justo em um contexto de valuation: muitas de suas propriedades desejáveis [...] só existem em condições de mercados de capitais perfeitos e completos, condições que não são susceptíveis de ser atendidas para muitos instrumentos financeiros. Assim, enquanto muitos continuam a defender valores de mercado, como a medida mais relevante de valor econômico, as preocupações sobre a confiabilidade dessas estimativas, na prática continuam a ser apresentadas (Nelson, 1996, p. 163)¹².

Assim, uma questão que permeia a informação contábil é a sua relevância, para quem é gerada e em qual contexto (Hendriksen & Breda, 2007); (Iudícibus S. d., 2010).

12 Beaver et al. (1992) note a fundamental paradox in using fair value accounting in a valuation context: many of its desirable properties exist only under conditions of perfect and complete capital markets, conditions that are unlikely to be met for many financial instruments. Thus, while many continue to advocate fair values as the most relevant measure of economic value, concerns regarding the reliability of these estimates in practice remain to be addressed (NELSON, 1996, p. 163).

Já para alguns, a informação sobre o valor justo é relevante e necessária, inclusive normatizadamente, apenas demanda que os analistas entendam as premissas em que foi gerada e adapte conforme as suas necessidades: “O uso deste construto requer apenas que os valores contábeis sejam compreendidos pelos investidores usuários da informação para definir os preços das ações” (Barth, Beaver, & Landsman, 2001).¹³

Apesar desse esforço de interpretação e compreensão, essas peculiaridades expõem severamente à perspectiva de estimativas subjetivas – marcantes das “*soft informations*” (Godbillon-Camus & Godlewski, 2005)– e implicam diretamente sobre as variáveis supostamente consideradas para as projeções de resultado das análises de concessão de crédito, bem como das estimativas das capacidades de pagamento.

Como um dos grandes argumentos para a convergência de modelos contábeis foi o da redução dos custos de transação, era de se esperar que os esforços incorridos no processo de produção da informação fossem recompensados pelo atendimento às necessidades dos usuários prioritários: investidores, credores e mutuantes.

Contudo, a assimetria informacional, marcadamente causadora de custos de transação é ainda presente e o continuará sendo, não pelo tipo de informação, mas pelo fato de ser subjetiva e potencialmente diferenciadora da ótica de por quem é gerada e por quem é usada; estimativas e interpretações subjetivas podem opor-se às necessidades desses usuários prioritários, conduzindo a eventuais expurgos dessas “melhorias” informacionais e, dessa forma, ao invés de reduzir os custos de transação, podem resultar em desperdício de esforços.

2.8 Importância do crédito rural para um país de base agroindustrial

O centro-oeste e o norte brasileiros se desenvolveram às custas do extrativismo mineral, vegetal, pecuária e, mais recentemente, da agricultura e da pecuária em larga escala. Tal desenvolvimento foi possível também pelo fomento estatal por meio de um extraordinário volume de recursos financeiros que proporcionaram a superação de barreiras: logística ruim, distâncias elevadas, má conservação das estradas e ainda a má qualidade do solo do cerrado (vegetação dominante da região).

¹³ Using this construct requires only that accounting amounts summarize information investors use to set share prices (BARTH, BEAVER, LANDSMAN, 2001, p. 98).

Nesse contexto, os elevados custos logísticos, o solo de baixa produtividade, a necessidade de capital e os altos custos da terra forçaram a que os produtores buscassem economia de escala para que, com alta tecnologia fosse possível atingir um volume considerável para suprir as pequenas margens de lucro.

De acordo com o *outlookBrasil2022* elaborado pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo, o Brasil aumentará a sua participação nas exportações mundiais dos principais produtos do agronegócio em 2022, a produção e as exportações brasileiras crescerão a um ritmo inferior ao observado nos últimos 10 anos, com exceção da produção de carne bovina.

Figura 4. Dinamismo da produção - Brasil e Mundo.

Fonte: Federação das Indústrias do Estado de São Paulo - FIESP (2012).

Diante do apelo pela proteção ambiental e redução do desmatamento, a única possibilidade para que sejam aceitas essas marcas é a melhoria na produtividade nacional. Não por acaso, o país é referência em tecnologia agrícola e respeitado em todo o mundo não só pelo seu enorme volume de produção, mas pelo seu potencial de tecnologia produtiva.

Com a redução da ação estatal, movimentos transnacionais tomaram vulto por meio das chamadas redes: conexões de interesses econômicos internacionais que passaram a desenvolver estratégias seletivas de investimento para expandirem e sustentarem as riquezas circulante, financeira e informacional (Becker, 2005).

Assim, uma nova fase da atividade agrícola foi marcada pela redução da influência estatal e fortalecimento de empresas (*tradings*, agroindústrias, indústrias de insumos e maquinário agrícola) e de agentes financeiros no fornecimento do crédito e regulação da política agrícola, conhecida como “transição da política agrícola estatal para a regulação privada” (Coelho, 2001); (Delgado, 1985); (Silva J. G., 1996).

Ao redor dessas redes muitos produtores rurais conseguiram se organizar e desenvolver suas estruturas operacionais e produtivas, o que resultou em uma grande diversidade de estruturas societárias, desde produtores pessoa física até grandes companhias que, apesar de terem raízes no agronegócio se lançaram para atividades diversificadas como Cosan e Grupo Maggi.

Pelo seu potencial de crescimento e necessidade de suprimento financeiro para suas produções em escala os produtores brasileiros ligados à exportação de *commodities* se tornaram atrativos às instituições financeiras que passaram a oferecer opções de crédito mais compensadoras que o mercado financeiro nacional, inclusive porque as linhas de crédito com fomento eram insuficientes para o volume demandado pela produção crescente (Silva J. P., 2006).

O mercado financeiro afeta o crescimento econômico, dado o seu potencial de redução dos custos de transação e informação, além de permitir a reunião de fundos e a distribuição de riscos, identificação de clientes e seleção de projetos mais rentáveis, aumentando assim a eficiência alocativa dos recursos (Levine, 1997).

Dessa maneira, em um país como o Brasil, cheio de diferenças regionais e dos problemas mencionados no início do tópico parece, no mínimo razoável, que sejam desenvolvidos esforços para que o mercado financeiro permita alocar recursos para essa atividade que tanto demanda recursos.

2.9 O Processo de análise de crédito

O crédito é uma das modalidades de movimentação do fluxo de recursos entre os diversos agentes, nos mais variados mercados. Dessa modalidade se valem governos, instituições financeiras, empresas, pessoas físicas, entre outros. Cada agente pode atuar tanto em um polo quanto em outro; empresas, por exemplo, podem recorrer ao crédito como tomadoras, para

obter recursos para financiar as suas operações e também como cedentes, ao vender a prazo seus bens ou serviços.

2.9.1 O crédito

O crédito pode ser de natureza comercial, quando empresas comuns precisam ampliar suas oportunidades de venda e se submetem às operações a prazo. Nessa operação, o vendedor entrega bens ou serviços e recebe apenas uma promessa de pagamento futuro, ou seja, assume uma condição de não recebimento.

As empresas não têm a permissão de discriminar os clientes cobrando preços diferentes. Elas também não podem discriminar oferecendo preços iguais, mas termos de créditos diferentes. Você pode oferecer termos de vendas diferentes para classes diferentes de compradores. Você pode, por exemplo, oferecer descontos por quantidade, ou descontos para os clientes que estejam dispostos a aceitar os contratos de compra de longo prazo. Mas como regra, se você tiver um cliente em uma posição duvidosa, deve manter seus termos regulares de venda e se proteger restringindo a quantidade de produtos que o cliente pode comprar a crédito (Brealey & Myers, 2005, p. 404).

As instituições financeiras, igualmente, podem atuar tanto na parte ativa (quando emprestam) quanto passiva (quando captam), como seu negócio resulta da sua capacidade de gerenciar essa competência, o que para as demais entidades é conhecido como Resultado Financeiro Líquido, geralmente apresentada na parte final da Demonstração do Resultado, para elas é seu negócio principal, o seu resultado bruto conhecido como Resultado da Intermediação Financeira, ou simplesmente *spread*.

Figura 5. Intermediação financeira

Fonte: Assaf Neto, (2012, p. 69)

Da mesma forma, as instituições financeiras precisam estabelecer mecanismos que possam atender não só com produtos para seus clientes, mas compreender e comparar as suas operações, estabelecer diferentes critérios que possam servir de parâmetro para julgamento a qualificação da saúde dos mais diversos proponentes ao seu crédito, sem restringir demais as suas próprias operações e sem exporem-se tanto ao risco.

Produtos de empréstimo	<i>Hot money</i>
	Contas garantidas/cheques especiais
	Crédito rotativo (CACBR)
	Desconto de títulos (NP/ Duplicatas)
	Financiamento de tributos e tarifas públicas
	Empréstimos para capital de giro
	Contratos de mútuo
	<i>Vendor finance</i>
	<i>Compror</i>
	Aluguel de <i>export notes</i>
	Crédito direto ao consumidor - CDC
	CDC com interveniência - CDCI
	Crédito diretíssimo
	Crédito automático por cheque
	Operações de penhor
	Cessão de créditos
	Assunção de dívida
	Garantias de empréstimos

Quadro 4. Produtos tradicionais ligados ao mercado de crédito

Fonte: Fortuna, (2004, pp. 162-172)

Os mercados financeiros se tornaram tanto mais complexos quanto as demandas e a criatividade dos banqueiros e dos empreendedores: novos modelos de operações surgem quase todos os dias e põem as autoridades reguladoras sempre atrás de elementos que as tornem seguras. “Existe uma enorme variedade de produtos disponíveis que se diferenciam em prazos, taxas, formas de pagamento e garantias, com o limite sendo a criatividade do banco diante das limitações impostas pelo BC” (Fortuna, 2004, p. 162).

As operações desse mercado, dentro de uma política de especialização do Sistema Financeiro Nacional, são tipicamente realizadas por instituições financeiras bancárias (bancos comerciais e múltiplos). As atividades dos bancos, que visam principalmente reforçar o volume de captação de recursos, têm evoluído para um processo de diversificação de produtos financeiros e também na área de serviços prestados (Assaf Neto, 2012, p. 69).

Em geral, o proponente ao crédito, parte que precisa do recurso, é obrigado a se submeter às exigências do cedente, uma vez que é este que tem a capacidade financeira e pode negar a operação, resultando na não conclusão do processo de cessão de crédito e obrigando ao proponente procurar outra fonte ou, simplesmente, desistir da ação que pretendia realizar, pela ausência do recurso.

Obviamente, se os cedentes não desejarem correr riscos irão abrir mão de sua atividade, deixando de emprestar, bem como os proponentes terão pouca capacidade operacional devido à falta de capacidade financeira por não haver conseguido o crédito. Esse cenário não é

desejável nem para o cedente, que ganha o seu *spread* na intermediação, nem para o proponente, que precisa de recursos para desenvolver seu empreendimento, nem ainda para os governos e famílias, que precisam do fluxo de recursos para os tributos e para a geração de riqueza. Dessa maneira, o crédito é instrumento de desenvolvimento e, portanto, de total interesse de todas as partes.

2.9.2 A análise

Em qualquer situação, porém, ceder temporariamente parte de seu patrimônio a outrem envolve risco. As organizações que utilizam esse artifício se expõem a diversos fatores que podem conduzir, entre outros efeitos, à falta da devolução ou à inadimplência (*default risk*), de modo que sua expectativa de retorno sobre seu recurso seja corroída.

A análise de crédito é tratamento preventivo no gerenciamento desse risco; questões sobre quanto o tomador pode devolver, quanto se deve conceder e o prazo da concessão são elementos essenciais dessa análise (Securato, 2002); (Schrickel, 1995); (Silva J. P., 2006); (Sicsú, 2010). O próprio Conselho Monetário Nacional - CMN estabeleceu, em sua Resolução nº. 3.721/2009, requisitos para que esse processo fosse implementado nas instituições financeiras, exigindo:

XI - estabelecimento de critérios e procedimentos claramente definidos e documentados, acessíveis aos envolvidos no processo de concessão e gestão de crédito, para:

- a) análise prévia, realização e repactuação de operações sujeitas ao risco de crédito;
- b) coleta e documentação das informações necessárias para a completa compreensão do risco de crédito envolvido nas operações;
- c) avaliação periódica do grau de suficiência das garantias;
- d) detecção de indícios e prevenção da deterioração da qualidade de operações, com base no risco de crédito;
- e) tratamento das exceções aos limites estabelecidos para a realização de operações sujeitas ao risco de crédito (Banco Central do Brasil, 2009).

Ao atuar nesse processo, um dos pontos mais importantes é conseguir reunir as informações necessárias para o suprimento aos modelos quantitativos e qualitativos de avaliação, bem como a respectiva classificação do risco de crédito, que é a mensuração estimada da possibilidade de os proponentes que chegarem a tomar crédito não venham a quitar suas obrigações que contraíram junto à instituição. “Uma importante contribuição do *rating* para as instituições é tornar a análise de risco menos subjetiva, fixando alguns padrões objetivos mínimos” (Assaf Neto, 2012, p. 75).

Ainda a mencionada norma do Conselho Monetário Nacional - CMN, descreve as informações mínimas que devem ser requeridas:

XII-classificação das operações sujeitas ao risco de crédito em categorias, com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, segundo os seguintes aspectos:

- a) situação econômico-financeira, bem como outras informações cadastrais atualizadas do tomador ou contraparte;
- b) utilização de instrumentos que proporcionem efetiva mitigação do risco de crédito associado à operação;
- c) período de atraso no cumprimento das obrigações financeiras nos termos pactuados (Banco Central do Brasil, 2009).

Nessa direção, obrigatoriamente, as instituições financeiras devem formar cadastro dos proponentes de crédito para reunir as informações necessárias, entre as quais as de cunho econômico-financeiro, que envolvem dados oriundos das contabilidades dos proponentes.

Os modelos de avaliação são alimentados por diversas fontes de dados: elementos micro ou macro econômicos e ainda instrumentos cadastrais que suprirão os conjuntos de *scoring* mediante pontuações de indicadores de desempenho econômico e de situação financeira.

[...] alguns cuidados são necessários na utilização desses indicadores. Em primeiro lugar, a forma do cômputo desses indicadores pode variar bastante, dificultando a comparação. Em segundo lugar, fatores não recorrentes que tenham impacto sobre os indicadores devem ser expurgados da análise, de forma a não comprometerem a análise prospectiva (Securato, 2002, p. 191).

Dessa maneira, há que se suspeitar que, com base na menção à expectativa de comparabilidade, prescinde-se de opiniões individuais e revela-se a demanda pela verificabilidade, demonstrando a possibilidade de ajustes, que podem eliminar determinados registros contábeis.

Não há análise de crédito, portanto, sem informação. Na análise de crédito pessoal a informação é tida como além do racional e com fortes traços psicológicos (Vio, 2008); (Rogers, 2011) e; na de crédito empresarial, mais estruturada, embora muitas análises sejam qualitativas e não quantitativas.

A maioria dos sistemas de classificação de risco consideram ambos os elementos quantitativos e qualitativos de um empréstimo. [...] Credores tendem a confiar mais na capacidade de reembolso, solvência e segurança do empréstimo do que na rentabilidade do tomador de empréstimo e eficiência financeira. A fraqueza de muitos sistemas de classificação de risco é que eles são baseados em informação financeira histórica gerada em condições que podem não ser repetidas no futuro (Featherstone, Roessler, & Barry, 2006, p. 5).¹⁴

14 Most risk-rating systems consider both quantitative and qualitative elements of a loan. [...] Lenders tend to rely more heavily on repayment capacity, solvency, and loan security than on the borrower's profitability and financial efficiency. A weakness of many risk-rating systems is that they are based on historical financial information generated under conditions that may not be applicable in the future.

Alguns autores discutem como a informação pode ser retrospectiva, formal, quantitativa e objetiva (*hard information*) ou previsional, mais qualitativa e afeta às projeções pessoais (*soft information*) e como a manipulação dessas informações pode afetar a qualidade da análise de crédito (Godbillon-Camus & Godlewski, 2005).

Esses efeitos sobre o processo de análise impactam na sensibilidade ao risco das operações e ainda podem aumentar o *spread* na expectativa de distribuir as perdas resultantes da dificuldade de conhecer maus pagadores, aspecto que poderia resultar até mesmo uma seleção adversa, uma vez que apenas estes estariam dispostos a pagar pelas taxas mais elevadas (Stiglitz & Weiss, 1981).

A literatura aponta para a busca da melhoria do processo de análise de crédito em que a “*soft information*” derivada do julgamento subjetivo dos analistas de crédito aumenta a qualidade das estimativas contidas nas avaliações internas das instituições financeiras (Lehman, 2003), porém carrega o estigma de ser não verificável e manipulável (Grunert, Norden, & Weber, 2005). Para tanto, muitas instituições financeiras estabelecem vários níveis de aprovação, que contam, inclusive com estruturas de governança interna que dão oportunidade ao proponente de apresentarem recurso contra o parecer do analista que realizou a avaliação e que possa, eventualmente, ter emitido opinião contrária à liberação.

Na outra ponta desse processo, uma das mais conhecidas “*hard informations*”: a contabilidade é preparada pela entidade para oferecer ao possível credor, entre outros usuários, condições para analisar, por exemplo, a segurança da operação; assim, suas características informacionais e o seu uso a enquadram em um contexto rígido e regulado.

Há uma estreita relação entre a contabilidade e o ambiente em que ela se desenvolve e opera, o que justifica a preocupação, [...] com a adoção das IFRS. Sistemas político e econômico, formas de financiamento das empresas, valores culturais e outros fatores podem dificultar a aplicação das normas internacionais localmente [...] (Lage, Longo, & Weffort, 2010, p. 10).

Diante da reunião de informações na formação do cadastro e, eventualmente, com identificação de fatores como a assimetria informacional dos agentes financeiros, em ambientes de escassez de recursos, comumente, os agentes financeiros se tornam mais restritivos quanto ao estabelecimento de margens mais altas e exigência de mais ativos (Brunnermeier & Pedersen, 2009); (Fortuna, 2004, p. 176).

Notícias como o rebaixamento do *rating* da Petrobras, com perspectivas para perda do grau de investimento, (O Estado de São Paulo, 2015) demonstram o quanto problemas de assimetria podem comprometer a capacidade de uma empresa captar recursos, a indicação é de que a divulgação do resultado trimestral sem apontamento de ajustes contábeis contraposta a investigações policiais, terá como implicação não só maior dificuldade de contrair novas dívidas, mas outra ainda mais severa, não mencionada na reportagem, antecipar o vencimento daquelas já contratadas e expostas a cláusulas de restrição e proteção, conhecidas como *covenants*.

Nesse ambiente, o analista precisa estar conectado com o mercado que analisa, conhecendo notícias, comportamentos, comentários informais, estruturas operacionais, financeiras, econômicas e de governança dos atores envolvidos, para que possa formar opinião. O processo pode ser resumido da seguinte forma:

- O proponente solicita o crédito à instituição financeira, que lhe encaminha a lista de quesitos para a apresentação da proposta;
- O proponente reúne os elementos solicitados e encaminha para o analista e
- O analista, no surgimento de dúvidas sobre as informações entregues requer esclarecimentos e complementações ao proponente, alimentando o sistema de análise.

Desse ponto em diante, os procedimentos se diversificam, conforme a estrutura de governança interna de cada instituição financeira que analisa a proposta, conforme será visto na análise e interpretação das entrevistas realizadas.

Com base nas informações colhidas e inseridas nos mecanismos de avaliação, obtém-se o *rating* da proposta, que será base para a definição de prazo, volume de recursos e a taxa, elementos determinantes para o sucesso da negociação e da liberação. Os pontos mais relevantes para a definição da taxa (Fortuna, 2004, pp. 176-177), que tem relação direta com o objeto de estudo desta investigação são:

- O custo médio dos recursos captados pela instituição (independe do proponente);
- Os custos operacionais e administrativos da instituição (independe do proponente);
- A margem de lucro desejada pela instituição (independe do proponente);
- O nível de capitalização e disponibilidade de fundos para empréstimos (independe do proponente);
- O perfil de negócios e a disposição para riscos específicos (independe do proponente);
- Aspectos concorrenciais de market share (independe do proponente);

- O custo de oportunidade entre alternativas (depende parcialmente do proponente);
- Os níveis de inadimplência geral e específico de cada produto (independe do proponente);
- O conjunto das taxas de referência e das taxas de juros de mercado (independe do proponente);
- As características de cada operação específica (depende do proponente);
- A cunha fiscal (independe do proponente) e
- As características do tomador (depende do proponente).

Quanto às características do tomador, de modo mais abrangente, se relacionam à possibilidade de que este não venha a saldar suas obrigações, logo, devem refletir as características do proponente e da proposta. “As obrigações privadas com *rating* mais baixo (especulativas) apresentam prêmio pelo risco muito mais elevado do que as obrigações privadas com *rating* elevado (alta e média qualidades)” (Gitman, 2010, p. 254).

Sobre este último ponto, há diversos elementos qualitativos do proponente que são alimentados nos sistemas de avaliação e classificação de risco das instituições financeiras, sempre na direção de identificar características que garantam maior segurança:

- Qualidade da administração – se feita por profissionais do mercado, executivos experientes ou se a empresa tem administração familiar;
- Qualidade da informação contábil – se as demonstrações são auditadas por empresas de auditoria independente e se possuem ou não ressalvas;
- Desempenho entre concorrentes e participação no mercado consumidor – se em posição de liderança;
- Dependência de fornecedores ou clientes – se depende de um ou poucos fornecedores nas compra de produto ou matéria-prima e se alta concentração do faturamento em um ou poucos clientes, aumentando o risco de não recebimento se essas empresas apresentarem dificuldades financeiras;
- Bancabilidade – facilidade no acesso ao crédito, possuindo limites vigentes em bancos grandes, médios ou pequenos.

Não quanto ao *rating*, mas na propensão ao acesso ao crédito no Brasil, alguns pontos foram identificados como capazes de influenciar a probabilidade de a operação de contratação ocorrer ou não, uma pesquisa indicou que as empresas de maior porte (receitas e ativo) têm maior probabilidade de acessar créditos de longo prazo, nela as causas indicadas foram a disponibilidade de colateral, a transparência ou o maior poder de barganha política e econômica; de modo mais específico, quanto maior o imobilizado, maior a probabilidade de acesso ao crédito; observou ainda que as empresas abertas têm melhores chances de acesso ao crédito, o que não se repetiu nas S/A's fechadas, o que o autor (Barcelos, 2002) interpretou como um interesse das instituições financeiras pela transparência; testou características do Judiciário e concluiu que em jurisdições onde os custos de execução fossem menores, haveria maior propensão ao crédito; além de outras sugestões de impacto que não se relacionam ao

foco desta discussão. O ponto é que sempre onde há espaço para maior confiança e segurança, as chances de obtenção do crédito são maiores.

Além de todos esses aspectos, um adicional e determinante deve ser manifesto, a existência de colateral, que é a capacidade do proponente em oferecer garantias ao cedente, dessa capacidade nasce outra que é a confiança nos contratos e no seu respeito, que é determinada pela facilidade ou dificuldade de execução dessas garantias, assim, surgem duas perspectivas: (a) quanto mais colateral, menor o risco, bem como (b) quanto mais eficiente o ambiente institucional para a execução das garantias, a associação também deve se revelar negativa, com menor risco e menor taxa de concessão.

Como se pode esperar, essas características diferem entre pessoas físicas e pessoas jurídicas, obrigando as instituições financeiras a desenvolver critérios específicos para abrigar essas peculiaridades.

Finalmente, de posse desses elementos, tendo alimentado o sistema, forma-se a opinião do analista, que pode ou não ser definitiva para a liberação da proposta, conforme a estrutura decisória da instituição. Para tanto os analistas de crédito, que por sinal são o foco desta pesquisa, são profissionais bastante treinados e capazes de interpretar todo esse conjunto de sinais, que envolvem, inclusive aspectos contábeis. Tanto que a Resolução nº. 3.721/2009 do Conselho Monetário Nacional - CMN determina: “Art. 5º As instituições mencionadas no art.1º devem manter quantidade suficiente de profissionais tecnicamente qualificados em suas áreas de concessão de crédito e intermediação de títulos, valores mobiliários e derivativos” (Banco Central do Brasil, 2009).

É bastante comum, a depender da relevância de cada carteira, que hajam analistas especializados em indústria sucro-alcooleira, em petróleo, em mineração, em setor elétrico, por exemplo, de modo que sejam capazes de entender os dados reunidos no cadastro e associá-los a uma lógica de interpretação suficiente para que forme sua opinião.

Em qualquer dessas relações há, de certa forma, a análise de crédito, que se diferencia quando destinada a avaliar a possibilidade de empréstimos pessoais ou empresariais; na análise de crédito pessoal utilizam-se técnicas que compreendem *credit scoring*, *behaviour scoring* ou combinações das mesmas. Para elaborar os modelos de *credit scoring* os analistas buscam a

mesma lógica dos C's do crédito: Caráter, Capacidade, Capital, Colateral e Condições; enquanto no *behaviour scoring* importa a análise de hábitos consumo, hábitos de lazer, viagens, tipos de aplicação financeira, compatibilidade com renda e patrimônio, bem como as obrigações assumidas pelo indivíduo (Securato, 2002); (Grunert, Norden, & Weber, 2005); (Rogers, 2011).

No crédito empresarial, a teoria apresenta questões mais elaboradas envolvendo tanto avaliações qualitativas (qualificação, histórico, controle do capital, gerência, capacidade instalada, fornecedores, mercado, relatório de recebíveis e relacionamento bancário) como quantitativas (predominantemente análises a partir de dados contábeis-financeiros: demonstrativos financeiros, análises horizontal-vertical, liquidez, resultados, estrutura de capitais, capital de giro, capital de giro próprio, investimento operacional em giro, saldo de tesouraria, fluxos de caixa) para sobre elas realizar projeções para análise de risco, classificação, mensuração do valor em risco, probabilidade e correlação de default, para precificação de um empréstimo (Securato, 2002).

Assim como a assimetria é aspecto marcante em qualquer mercado (Akerloff, 1970), também parece claro que empresas sólidas e líquidas queiram evidenciar seus resultados e tenham maiores propensões à transparência (Barcelos & Carvalho, 2002), obtendo vantagens de *spread* pela sua menor incerteza de pagamento, podendo-se supor também o contrário, aquelas que estiverem enfrentando problemas tenderão a omiti-los ou a mascará-los. Nesse contexto as instituições financeiras restringem o crédito pela sua dificuldade em identificar bons pagadores (Stiglitz & Weiss, 1981).

As restrições relacionam-se de alguma forma ao porte, por estar associado ao desenvolvimento das empresas; as de menor porte, com menor grau de desenvolvimento, sofrem maiores restrições (Schiffer & Weder, 2001) possivelmente pelo quanto tenham tido de oportunidade para amadurecer o conhecimento produtivo e gerencial; as maiores, por outro lado, com maior diversificação e menor risco de falência, obtêm taxas melhores e por consequência atuam mais alavancadas (Titman & Wessels, 1988); (Silva & Valle, 2005).

Outro aspecto apontado pela literatura é de que a preparação de informações para análise de crédito, que demanda governança para sua verificação, eleva os custos de transação. Mais diluídos em maiores montas, não são tão representativos quanto o seriam nas empresas

menores. Além disso, as empresas maiores são capazes de investir mais recursos na preparação de seus processos de estruturação para a tomada de recursos, conquistando melhores prazos e menores ônus proporcionalmente, pela diversificação de seus títulos, inacessível a pequenos (Titman & Wessels, 1988); (Perobelli & Famá, 2002).

No planejamento da tomada de recursos creditícios há ainda o potencial de ganhos tributários, que não são aproveitados em estruturas mais simplificadas como as formas brasileiras de Lucro Presumido e de Simples Nacional, amplamente preferidas pelas empresas de pequeno porte e ainda pela do produtor rural pessoa física. Soma-se ainda o aspecto de as menores empresas possuírem menos ativos para oferecer como garantias a terceiros.

2.9.3 O crédito para o agronegócio

De modo mais específico, o agronegócio gera desafios diferenciados dos demais setores, está mais sujeito à sazonalidade, às intempéries climáticas, à incidência de pragas, às variações de preço, de câmbio, entre outras; esses aspectos tornam a atividade agropecuária muito mais arriscada que as demais, mas por outro lado, é atividade estratégica para países desenvolvidos e, principalmente, para países em desenvolvimento em que é base e parcela relevante para a formação do PIB, como é no Brasil. No país, “apenas os bancos, comerciais e múltiplos com carteira comercial, compulsoriamente, operam neste segmento através de recursos próprios, oriundos de 25% dos volumes médios dos depósitos à vista e outros recursos de terceiros, conforme a exigibilidade periodicamente apurada (Fortuna, 2004, p. 189)”.

Pelo exposto fica evidente que o regulador deseja que parcela significativa dos recursos sejam destinados ao financiamento rural, bem como é evidente que esse setor pode não ser de interesse de atuação pelos bancos urbanos, que não desejam se envolver com todas as incertezas da atividade nem dos produtores, ou por não lhe serem atraentes ou por desejarem manter o foco em outras atividades. “Os bancos podem optar por terem o recurso da exigibilidade depositado no BC sem remuneração nenhuma. [...] Muitos bancos privados que atuam na área urbana têm preferido cumprir a exigibilidade da aplicação obrigatória, através de repasses de recursos no interbancário para o Banco do Brasil (Fortuna, 2004, p. 189)”.

O Manual de Crédito Rural do Banco Central do Brasil (Banco Central do Brasil, 2015) aponta como objetivos do crédito rural:

- a) estimular os investimentos rurais para produção, extrativismo não predatório, armazenamento, beneficiamento e industrialização dos produtos agropecuários, quando efetuado pelo produtor na sua propriedade rural, por suas cooperativas ou por pessoa física ou jurídica equiparada aos produtores; (Circ 1.268)
- b) favorecer o oportuno e adequado custeio da produção e a comercialização de produtos agropecuários; (Circ 1.268)
- c) fortalecer o setor rural; (Circ 1.268)
- d) incentivar a introdução de métodos racionais no sistema de produção, visando ao aumento da produtividade, à melhoria do padrão de vida das populações rurais e à adequada defesa do solo; (Circ 1.268)
- e) propiciar, através de crédito fundiário, a aquisição e regularização de terras pelos pequenos produtores, posseiros e arrendatários e trabalhadores rurais; (Lei 8.171)
- f) desenvolver atividades florestais e pesqueiras; (Lei 8.171)
- g) quando destinado a agricultor familiar ou empreendedor familiar rural, nos termos da Lei nº 11.326, de 24/7/2006, estimular a geração de renda e o melhor uso da mão-de-obra familiar, por meio do financiamento de atividades e serviços rurais agropecuários e não agropecuários, desde que desenvolvidos em estabelecimento rural ou áreas comunitárias próximas, inclusive o turismo rural, a produção de artesanato e assemelhados. (Lei 8.171 art. 48 § 1º - redação dada pela Lei nº 11.718/2008)

O crédito oficial rural se destina ao financiamento do (a) custeio, elementos que serão consumidos na produção de determinado período, envolvendo a compra de matérias-primas, sementes, preparo da terra, combustíveis, mão de obra, entre outros; do (b) investimento, elementos que beneficiarão mais de um período, como máquinas agrícolas, agroindustriais, entre outros e ainda a (c) comercialização, quando no período pós-colheita, os agentes produtivos tiverem que suportar o prazo de recebimento de suas vendas.

Diversos são os instrumentos envolvidos na liberação do crédito rural, entre eles, os títulos Cédula Rural Pignoratícia – CRP, Cédula Rural Hipotecária – CRH, Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária – CRPH, Nota de Crédito Rural – NCR, Nota Promissória Rural – NPR e Duplicata Rural – DR, cada um com suas particularidades de tipo de garantia, discriminação do objeto da transação ou do produto. Se, porventura, por ocasião da colheita ainda não houver sido realizada a comercialização, havia o recurso do Empréstimo do Governo Federal – EGF, que alongava o prazo de pagamento, via penhor do produto da colheita, mas que por dificuldades posteriores de execução, terminaram por ser pouco disponíveis ou extintas.

Surgiram outras opções de financiamento (Banco Central do Brasil, 2015) como a Cédula de Produto Rural – CPR, muito usual, que pode ser emitida na modalidade Física ou Financeira, na Física o produtor obtém uma antecipação de sua produção e combina o preço, para que venha a quitar a sua obrigação com equivalência ao seu produto na data do vencimento. Tal

operação é utilizada pelo produtor que deseja travar na operação física e entregar produto, mas gera risco para seu emitente, pois diante de uma valorização do produto na data do vencimento, a sua obrigação crescerá em igual proporção, mas se ocorrer o inverso, terá vantagem em quitar por preço inferior. Desse produto muito dependem as produções de soja, algodão, milho, arroz, trigo e boi gordo. A CPR financeira, não prevê a entrega física, são combinadas taxas de comercialização e o produtor quitará sua obrigação, geralmente fora do pico da safra, com base no valor do produto, mas ficará com sua produção livre para comercializá-la conforme preferir.

Há ainda programas específicos como o Proger Rural destinado ao custeio, para pequenos produtores; o Finame Rural para investimentos; o Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar – Pronaf, voltado, como o nome já diz, a pequenas produções familiares; e ainda outros específicos administrados pelo BNDES: Proleite, Prosolo, Provarzeas, produção de tilápias, frutas, vinho, ovelhas, caju, abelhas, recuperação de pastagens, entre outras operações (Fortuna, 2004, p. 202); (Banco Central do Brasil, 2015) .

O contrato de crédito agrícola é responsável pelo equilíbrio de interesses e pela alocação de recursos físicos e financeiros entre agricultores, governo, agentes tradicionais do crédito e empresas privadas, nele se estabelecem formalmente a interdependência entre os agentes, resultado da frequência das transações e das incertezas e especificidades inerentes à atividade agrícola (Almeida & Zylberstajn, 2008).

O interesse estratégico governamental e o forte relacionamento transnacional trouxeram para o crédito rural particularidades que o diferenciam dos demais modelos pela complexidade de instrumentos, pelas operações, pelas ofertas e estruturas de crédito, pela sazonalidade, pela representatividade sobre as balanças comerciais, pela flutuação de preços, pelo domínio de entes transnacionais etc. que inserem o crédito como um dos componentes do que Zylberstajn (1995) chamou de sistema do *agribusiness*– SAG.

Assim, dados os interesses governamentais e a importância estratégica, foram constituídos o *Farm Credit System* – FCS, nos Estados Unidos da América, e o Sistema Nacional de Crédito Rural – SNCR, no Brasil. Compostos por *players* públicos e privados, com diferentes interesses e muito diferentes tomadores de recursos, inserem-se elementos tão diversos que vão desde a agricultura familiar de subsistência, com pequenas extensões de terra e

praticamente nenhuma tecnologia produtiva ou de gestão, até pesadas corporações produtivas, com extensões de mais de 200 mil hectares, totalmente voltadas à exportação e com estruturas formais de governança.

Especificamente sobre crédito rural, um dos estudos brasileiros mais recentes identificou algumas variáveis como determinantes no acesso ao crédito: tamanho da propriedade, associação a cooperativa, associação a entidades de classe, sindicalização, assistência técnica governamental, existência de seguro rural, de escrituração contábil e utilização de recursos computacionais na atividade (Eusébio, 2011); porém, essa pesquisa foi aplicada a Unidades Produtivas Agropecuárias (UPA) do Estado de São Paulo em 2006/2007 e não identificou a escrituração contábil como fator determinante de acesso ao crédito. Como tratava de propriedades de pequeno porte, não era de se esperar que todas possuíssem esse tipo de controle, ou ainda, que delas fosse requerido a ponto de servir de elemento de análise.

Apesar de que para os pequenos a informação seja menos estruturada, os grandes muitas vezes, como pessoa física, também assim, se apresentam. Já as corporações agrícolas têm buscado se aperfeiçoar em governança para reduzir seu custo de capital e tornado suas informações contábeis mais elaboradas e estruturadas. Neste último cenário, o crédito é obtido de modos diferenciados e complexos, sendo a lógica, porém, a mesma: os emprestadores necessitam ter de volta seus recursos que lhes foram tomados; nessa direção, parece claro que a essência é a segurança, e para tal, o recurso básico é a informação.

A formação das corporações agrícolas, resultantes do sucesso do agronegócio, com diferentes estruturas (Pope & Prescott, 1980) e necessidades de financiamento (Turvey & Brown, 1990), e que, em última instância, puderam buscar outras fontes de financiamento, que não apenas as de crédito tradicionais do meio rural. Dessa forma, as empresas objeto desta pesquisa são todas de capital aberto e possuem várias outras formas de financiamento, entre elas as debêntures.

Considera-se ainda que as empresas que possuem maiores investimentos em controles e interesse em um nível maior de governança, conquistam acesso a melhores condições de crédito (Almeida & Zylberstajn, 2008); (Zylberstajn D. , 1995); (Barcelos, 2002).

Assim, no próximo tópico serão apresentados temas que poderão servir como referência para a determinação de variáveis que podem contribuir para a conquista de crédito por produtores rurais de grande porte utilizando uma mescla dos elementos apontados pela literatura sobre créditos a empresas (pessoas jurídicas no Brasil), pessoas físicas (configuração aceita pela legislação tributária mesmo para empreendimentos de grande porte) e ainda alguns dos elementos pertinentes ao agronegócio.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Apesar de que, como será apresentado no capítulo 4 a proporção de pequenos e médios produtores demandar o maior número de propostas de operações de crédito, a pesquisa se deu com Demonstrações Contábeis de companhias listadas na BM&FBovespa e que apresentaram como objeto de negócio a manutenção de Ativos Biológicos para exploração em sua atividade principal, assim, estão corporações ligadas ao agronegócio e, mais especificamente, as sucroalcooleiras, as de cultivo de soja, milho, algodão, as mantenedoras de florestas para celulose ou carvão vegetal, as de animais para reprodução ou abate, como bovinos, suínos e aves.

Dessa maneira, as demonstrações avaliadas não foram de propriedades rurais de pequeno porte, mas de companhias listadas em Bolsa de Valores cuja base de operação depende do uso de Ativos Biológicos, atuam como qualquer indústria urbana de grande porte também inscrita na Comissão de Valores Mobiliários, inclusive quanto a requisitos de governança.

Da relação de instituições financeiras com quem as companhias declararam relação de tomada de crédito iniciou-se as tentativas de entrevistas. Essas instituições tiveram seus analistas procurados diretamente para que participassem do rol de entrevistados sob a condição de sigilo. O compromisso do pesquisador foi o de não divulgar o nome do entrevistado, nem o da instituição a que ele estivesse ligado naquele momento, nem ainda o de alguma anterior, se a menção fosse negativa. Por essa razão, no capítulo 4 esses nomes serão omitidos e indicados genericamente apenas como Analista número tal.

A investigação ora apresentada está na junção entre algumas correntes teóricas, sua complexidade ligada ao contexto de um mercado ainda pouco estudado, que é o mercado de crédito brasileiro, possui pequena produção científica específica e carece da combinação de pelo menos duas dessas correntes para que se possa perceber o estado e a dinâmica do mercado de crédito rural brasileiro, especificamente os usuários principais, os analistas que revisam as Demonstrações Contábeis e que emitem opinião às propostas de empréstimos e financiamentos das empresas que exploram Ativos Biológicos.

O primeiro grande passo se deveu à definição sobre quais as empresas comporiam a análise, já que o ambiente do agronegócio brasileiro é muito diversificado, existindo, como já mencionado no referencial teórico, uma enorme diversidade de estruturas de produção, desde

pequenos produtores, que atuam como Pessoa Física, até grandes corporações que atuam como grupos econômicos familiares ou companhias de capital aberto.

Dessa maneira, seria impossível atingir o objetivo da pesquisa se a base de consulta fosse com esses produtores, que não apresentam essas informações. Outra possibilidade seria coletar as informações a partir dos grupos econômicos familiares que atuam em diversos segmentos e mantêm estruturas profissionais de gestão, com governança, contabilidade estruturada e até mesmo auditoria, como exigido pela Lei nº. 11.638/2007:

Art. 3º Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração e elaboração de Demonstrações Contábeis e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).

A alternativa utilizada foi realizar as avaliações do custo da dívida a partir de dados abertos, que são aqueles constantes da base de dados pública da Comissão de Valores Mobiliários, especificamente as Demonstrações Contábeis Padronizadas – DFP e as Informações Trimestrais – ITR.

Além desse ponto pragmático que guiou parte dos procedimentos da pesquisa, em um outro polo, o do ponto de vista de sustentação à análise e compreensão do problema, a Teoria NeoInstitucional, especificamente, a dos custos de transação, foi fundamental para compreender os reflexos indesejados que o funcionamento dos sistemas econômicos e, mais especificamente, os agroindustriais, produzem sobre aqueles que deles participam, que(a) os custos de transação emergem da percepção dos agentes sobre a ineficiência do Judiciário em garantir esse direito no momento de operacionalização da execução do título e (b) o ambiente institucional desempenha um papel central no delineamento e na sustentabilidade dos arranjos contratuais que emergem das transações (Williamson, 2012), (Zylberstajn D. , 1995), (Almeida L. F., 2008).

Nesse sentido, o objeto do presente estudo encontra foco na compreensão mais abrangente do que se denominam instituições na perspectiva da Teoria NeoInstitucional, a conjugação de esforços que resultam não na governança corporativa, mas na coordenação de sistemas, que não deixa de ser uma espécie de governança institucional.

A contabilidade regulada, tal como já o era no Brasil, e ainda mais agora, quando combinada com os princípios concebidos em “*common law*” do IASB – International Accounting Standards Board, já recepcionados pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, Comissão de Valores Mobiliários, Conselho Federal de Contabilidade, além de acolhidos pela Secretaria da Receita Federal e seu ambiente de Escrituração Contábil Fiscal, parece construir uma realidade conceitual e de entendimento em que os preparadores, os auditores e os usuários percebam os fatos econômicos (analistas) sob uma mesma ótica e assim possam vir a reduzir os custos de transação, tal como preconizado pela sua Teoria.

De outro lado, se encontra amparo na Teoria de *Value Relevance*, tão fortemente defendida por contadores, seu poder explicativo sustentado pela transparência dos números reportados pela contabilidade como capazes de revelar a situação econômica da entidade e dessa forma estar em paralelo com a capacidade de informação e de análise dos investidores, que buscam fontes seguras para a definição de suas posições e que, dessa forma, poderiam, se a contabilidade transparente, fazer uso da informação contábil para mensurar seus riscos e assim, realizar suas tomadas de decisão quanto às seleções dos projetos que lhes parecer mais atrativos.

Da Teoria da Relevância do Valor – *Value Relevance*, construída sobre a perspectiva de que a informação será relevante se puder ser refletida no valor da entidade, encontra paralelo no contexto estudado ao buscar a percepção de que quanto melhor a representatividade da informação econômica de retorno, menor o risco e, por conseguinte, no ambiente creditício, menor seria o custo de capital (Barth, Hodder, & Stubben, 2008); (Lima, 2007), nesse caso, o da dívida, simplesmente.

Assim, tanto a Teoria dos Custos de Transação quanto a de *Value Relevance* encontram e mencionam largamente o limitador da assimetria organizacional, que é, pelo exposto, a maior barreira para a realização dos negócios e exige grandes esforços por parte dos detentores de recursos para a sua redução e, consequente melhoria na percepção do risco e adequada precificação de seus *spreads*.

A mensuração ao Valor Justo menos as Despesas de Venda dos Ativos Biológicos, critério de mensuração para esses componentes, de acordo com o ambiente institucional contábil internacional recepcionado no Brasil e que determina a apresentação dessa variação no

resultado do exercício, gera, a princípio, uma oportunidade por revelar com maior proximidade à competência do exercício o resultado do gerenciamento da transformação biológica, mas por outro lado, a possibilidade de que fatos não físicos ou ambientais venham a produzir resultado.

Diante dos exemplos mencionados neste trabalho, muitas são as atitudes relacionadas ao oportunismo (presente nas duas teorias) e que poderiam aumentar a assimetria, gerando um possível movimento negativo no custo da dívida, ao analista perceber a opacidade da mensuração e buscar neutralizar essa sensação aumentando o *spread*.

Em complemento, a teoria de finanças inclui diversos elementos que podem impactar conjuntamente a determinação do *spread*, sensibilizado no custo da dívida, alguns de origem no cedente e outros no proponente.

Como os agentes financeiros são os mesmos a atender, em geral, a todas as companhias analisadas, bem como consideram aspectos macroeconômicos que comungam, já que está se tratando apenas do mercado brasileiro, esses aspectos devem ter aspectos relativizados entre as diversas empresas estudadas.

Já no que tange às especificidades do proponente, não é interesse desta pesquisa conhecer as sensações, os aspectos psicológicos, a bancabilidade e nem a reputação dos proponentes e, na verdade, embora haja plena consciência de que estes possuem relação com os modelos decisórios sobre crédito. Assim, espera-se que esses componentes, assim como os mercadológicos relacionados à concorrência do mercado, as contingências, as taxas interbancárias entre outros tenham relação com a definição do *spread*.

Como o foco estava apenas em verificar quais os efeitos da informação do valor justo de Ativos Biológicos sobre o custo da dívida bancária e não havia pretensão de modelar todos esses componentes para explicar a taxa de juros no mercado creditício, foi escolhida uma metodologia que pudesse imputar esses elementos ao erro característico do modelo empírico que foi utilizado e será apresentado logo mais à frente.

Dessa maneira, ao combinar as maneiras de explicar o fenômeno, este estudo não encontra amparo para a repetição de seus testes, dado que os ambientes são diferentes, mas a

apropriação dessas lógicas adaptando-as ao contexto de estudo parece bastante salutar e revelador.

Tal como descrito no início deste trabalho, o modelo mental do pesquisador está relacionado aos questionamentos de adventos decorrentes da raiz Nova Economia Institucional, que se ocupa especificamente em medir os “atritos”(Williamson, 2012) ocorridos nas transações, vez que é adequada à descrição e explicação das questões relacionadas ao objeto deste estudo.

“[...] o cientista deve preocupar-se em compreender o mundo e ampliar a precisão e o alcance da ordem que lhe foi imposta. Esse compromisso, por sua vez deve levá-lo a perscrutar com grande minúcia empírica (por si mesmo ou através de colegas) algum aspecto da natureza”(Kuhn, 2011, p. 65).

Entre as características necessárias à investigação de caráter científico está a possibilidade de verificação e de sua replicabilidade, nessa direção este tópico descreve os principais elementos que conduziram o estudo.

3.1 Identificação de variáveis e amostra

A segunda parte da pesquisa se constituiu na análise das Demonstrações Contábeis das 28 companhias listadas na BM&FBovespa que reportaram possuir Ativos Biológicos em suas demonstrações encerradas em 31-12-2012, nelas serão colhidos tanto dados quantitativos quanto quali, compreendendo a análise documental do período compreendido entre janeiro de 2011 (primeiro período completo após a adoção obrigatória do CPC 29) até 30-09-2014, resultando 3 anos completos e $\frac{3}{4}$ de outro, ou 15 períodos.

Durante a execução foi percebido que o exercício de 2010, mencionado no capítulo 3, não poderia ser tomado como base devido ao fato de nem todas as Demonstrações Contábeis intermediárias desse período haviam sido apresentadas com as aberturas que refletissem as políticas contábeis aderentes à adoção do CPC 29 – Ativo Biológico e Produto Agrícola. Algumas reapresentações foram realizadas para comportar os ajustes, mas poucas realizaram as aberturas mínimas, obrigando ao descarte de 2010, para efeito da amostra, e considerados aqueles constituídos a partir do primeiro trimestre de 2011.

Inicialmente, o procedimento foi acessar o Banco de Dados da consultoria Economatica filtrando todas as empresas que apresentaram a abertura de Ativos Biológicos de curto ou de longo prazo, no encerramento de 2013, na BM&FBovespa. Dessa consulta foram relacionadas as seguintes entidades: Battistella, Brasilagro, BRF Foods, Ceee-D, Celulose Irani, Cosan, Duratex, Encorpar, Fab C Renaux, Ferbasa, Fibria, Itausa, JBS, Karsten, Klabin S/A, Marfrig, Minerva, Randon Part, Rasip Agro, São Martinho, SLC Agrícola, Suzano Holding, Tereos, Trevisa, Vanguarda Agro e Wembley.

Essa listagem inicial deflagrou o processo de coleta de dados das suas demonstrações para uma leitura inicial, tarefa esta que proporcionou a percepção de que nem todas as entidades resultariam frutíferas para o objetivo da investigação por diversos motivos, os quais estão apresentados no quadro 5:

Entidade	Destino	Motivo do Descarte
1. Battistella	Descartada	Abandonou a atividade de florestas
2. Brasilagro	Mantida	
3. BRF Foods	Descartada	Mensura os Ativos Biológicos ao custo
4. Ceee-D	Descartada	Ativo Biológico não é a atividade
5. Celulose Irani	Mantida	
6. Cosan	Descartada	Deixou de consolidar a Raizen, que tinha os Ativos Biológicos
7. Duratex	Descartada	Parte de conglomerado financeiro, custo de empréstimos diferenciado
8. Encorpar	Descartada	Parte da consolidação da Wembley, que foi descontinuada
9. Fab C Renaux	Descartada	Em processo de Recuperação Judicial
10. Ferbasa	Mantida	
11. Fibria	Mantida	
12. Itausa	Descartada	Ativo Biológico não é a atividade
13. JBS	Mantida	
14. Karsten	Descartada	Reclassificou para Mantido para Venda
15. Klabin	Mantida	
16. Marfrig	Mantida	
17. Minerva	Mantida	
18. Randon Participações	Descartada	Ativo Biológico não é a atividade
19. Rasip Agro	Descartada	Registro cancelado em 2013
20. São Martinho	Mantida	
21. SLC Agrícola	Mantida	
22. Suzano Holding	Mantida	
23. Tereos	Mantida parcialmente	Mas não representou as variações do valor justo menos as despesas de venda em todos os períodos, mesmo adotando o modelo.

24. Vanguarda-Agro	Mantida	
25. Wembley	Descartada	Desreconheceu os itens

Quadro 5. Descrição das empresas que compuseram os testes.

Fonte: O autor.

Muitos foram os motivos de descarte, a colocação dos ativos à venda altera o critério de mensuração, assim como modifica a expectativa do analista de crédito, que é o objeto deste trabalho. Por motivo similar, a entrada de processo de recuperação judicial, por si só já distorce a amostra, a entidade passa a ser objeto de restrições. A baixa de itens, como na Wembley, igualmente. Já situações excepcionais, como o caso da CEEE, apesar de continuar utilizando normalmente os Ativos Biológicos, além de estes não serem significativos, não são a atividade fim da entidade e, portanto, a análise da entidade independe de sua existência no patrimônio. Já a Duratex, por exemplo, apesar de utilizar largamente a madeira de celulose, é parte do Grupo Itaú e, portanto, muito privilegiada em relação às demais quando o assunto é crédito, o que não ocorre com a JBS, que possui o Banco Original em sua consolidação, mas que não consegue suprir as necessidades de recursos para a sua operação, assim, a JBS foi mantida. Dessa maneira, as entidades remanescentes foram: Brasilagro; Celul Irani; Ferbasa; Fibria; JBS; Klabin S/A; Marfrig; Minerva; São Martinho; SLC Agrícola; Suzano Holding e V-Agro.

Dessa forma, os dados formam uma base correspondente a 12 empresas que compõem as séries transversais (N) observadas em também 15 séries temporais (T) formando dados em painel, reunindo séries temporais e transversais (*cross-sections across time series*).

Como já mencionado, um dos grandes questionamentos a respeito da mensuração dos Ativos Biológicos atualmente reside na sua mensuração obrigatória ao Valor Justo sob diversas formas e premissas (o método do custo é excepcional). A falta de homogeneidade, comparabilidade e verificabilidade têm tornado as críticas tônicas.

Antes mesmo da vigência do CPC 29 no Brasil, já se discutia a validade da aplicação da IAS 41 nos Ativos Biológicos brasileiros. As *Exposure Drafts* (International Accounting Standards Board, 2013) já tinham acenado para uma eventual alteração na norma vigente, excluindo as plantas frutíferas (geradoras de outros Ativos Biológicos) do escopo da IAS 41,

tornando-as mensuráveis pela IAS 16 – Imobilizado, em 2014, isso veio a se consolidar e vigorará a partir de 2016.

Tamanhos questionamentos circundam, desde a dificuldade dos preparadores em atender aos requisitos de mensuração e divulgação dos ativos (o que lhes causa, além de dificuldade, custos não desprezíveis de produção de informação), até a aversão ou desconfiança dos usuários sobre a mensuração desses itens ao Valor Justo.

Dessa maneira, alguns autores têm se empenhado em verificar a aderência das divulgações relacionadas ao cumprimento da IAS 41 e do CPC 29 nas demonstrações de empresas e companhias brasileiras (Rech & Pereira, 2012); (Fioravante, Varoni, Martins, & Ribeiro, 2010); (Sahara, Oliveira, Bezerra, & Scarpin, 2011); (Plais, 2010); (Scherch, Nogueira, Olak, & Cruz, 2013); (Rech, Pereira, & Pereira, 2006); (Silva, Figueira, Pereira, & Ribeiro, 2013); (Theiss, Utzig, Varela, & Beuren, 2011).

A maioria colheu os elementos de divulgação realizando uma espécie de check-list, sendo os trabalhos de Theiss, Utzig, Varela, & Beuren (2011) e Silva, Figueira, Pereira, & Ribeiro (2013) bastante parecidos em seus instrumentos de observação.

Dado que o processo de análise de crédito pode ou não resultar em restrições e há possibilidade de liberar o montante requerido, mediante um custo financeiro mais elevado (pela consideração do risco), não liberar ou ainda liberar um montante inferior ao solicitado (Caouette, Altman, Narayanan, & Nimmo, 2009), (Securato, 2002), todas essas restrições são espécies de custos de transação, acréscimos às operações decorrentes de salvaguardas aos interesses do concedente, imposições para proteger dos eventuais retornos incertos de seus recursos concedidos em empréstimo.

Nessa direção, o custo de transação, ou como será elucidado na análise e discussão dos dados, duas variáveis comporão o que se deseja representar como custo de transação ou a relevância da informação contábil para algum de seus componentes. Na Demonstração do Resultado do Exercício: Despesas com Juros Bancários) e no Balanço Patrimonial: Empréstimos e Financiamentos de Curto e de Longo Prazo.

Assim, a partir dessas teorias, buscou-se o impacto que a mensuração a valor justo dos Ativos Biológicos preconizada pelo IASB produziu sobre a precificação do crédito.

Considerando que as empresas analisadas não são novas e já estão estabelecidas no mercado há algum tempo, não se presume que tenham movimentos significativos em desproporção de sua estrutura e que seus Ativos Biológicos sigam movimentos de rotação para evitar grandes volatilidades de produção. De modo mais claro, espera-se que os Ativos Biológicos em fase de maturidade e consequentemente colhidos estejam em processo de substituição para uma nova colheita no exercício seguinte, de forma que a sazonalidade não seja significativamente observada Inter períodos. A premissa que permeia esse raciocínio é de que a variação significativa, quando diluída em uma série de tempo envolvendo várias empresas seja uma ação oportunista.

Por isso a primeira variável intermediária é a relação:

$$PropAtBio = \frac{Ativo\ Biológico\ de\ Curto\ e\ de\ Longo\ Prazo}{Ativo\ Total}$$

Onde:

PropAtBio: Proporção entre Ativo Biológico de Curto e de Longo Prazo.

Ativo Biológico de Curto e de Longo Prazo: valores reportados destacadamente nos balanços patrimoniais das companhias.

Ativo Total: valor reportado nos balanços patrimoniais das companhias.

Essa relação visa eliminar no modelo o impacto das diferentes dimensões das empresas componentes da amostra.

Por outro lado, se as empresas estão em sua maturidade, sem grandes esforços de crescimento e se a mensuração ao Valor Justo menos as Despesas de Venda é bem realizada economicamente, não se espera grande flutuação nessa relação quando de um período para o outro, assim, o que será alimentado no modelo não será essa relação diretamente, mas a sua variação interperíodos, dado por:

$$VarAtBio = \frac{PropAtBio\ atual}{PropAtBio\ anterior}$$

Onde:

VarAtBio: variação entre períodos consecutivos da proporção entre o ativo biológico e o ativo total.

PropAtBio atual: Proporção entre Ativo Biológico de Curto e de Longo Prazo e o Ativo Total reportado no Balanço Patrimonial do período corrente.

PropAtBio anterior: Proporção entre Ativo Biológico de Curto e de Longo Prazo e o Ativo Total reportado no Balanço Patrimonial do período imediatamente anterior ao período de reporte.

Dessa maneira, espera-se que se houver oportunismo, esse reflexo se dará em supervalorização do Ativo Biológico em detrimento de igual reflexo sobre o Ativo Total, o que, por consequência, deve resultar em uma tentativa de gerenciamento de resultado e oportunismo, o que deve ser refletido no custo da dívida.

Outra tentativa de mensuração desse aspecto se deu não pelo Balanço, mas diretamente sobre o resultado, igualmente a partir de uma relação como a anterior:

$$PropRecVj = \frac{Resultado\ Valor\ Justo\ menos\ Despesas\ de\ Venda - At. Bio}{ReceitaTotal}$$

Onde:

PropRecVj: Proporção entre o resultado da mensuração ao valor justo dos ativos biológicos e a Receita Líquida Total.

Resultado Valor Justo Menos Despesas de Venda: Reflexo no resultado do exercício da mensuração ao Valor Justo menos as Despesas de Venda referente aos Ativos Biológicos. Valores constantes das Demonstrações do Resultado ou das Notas Explicativas de cada período.

ReceitaTotal: receita apresentada na Demonstração do Resultado do Período.

Igualmente, essa relação, pelas mesmas razões alimentará uma métrica de evolução interperíodos da seguinte forma:

$$VarRecVj = \frac{PropRecVj\ atual}{PropRecVj\ anterior}$$

Onde:

VarRecVj: variação da proporção entre o Resultado da mensuração ao valor justo de ativos biológicos e a Receita Líquida Total.

PropRecVj atual: Proporção entre o resultado da mensuração ao valor justo dos ativos biológicos e a Receita Líquida Total calculada sobre o período corrente.

PropRecVj anterior: Proporção entre o resultado da mensuração ao valor justo dos ativos biológicos e a Receita Líquida Total calculada sobre o período imediatamente anterior ao de reporte.

Tal como a primeira, não se espera grande variação de um período para outro, devendo as exceções ser refletidas também no custo da dívida, negativamente.

Quanto ao custo da dívida, variável dependente da regressão, será buscada em sua forma mais simples a partir da relação, (Martins, Diniz, & Miranda, 2012, pp. 234-235); (Matarazzo, 1998).

$$cdmed = \frac{\text{Despesa com Juros de Empréstimos e Financiamentos}}{\text{EmpFinanctosPC} + \text{EmpFinanctosPNC médios}}$$

O Custo da Dívida apresentado acima é uma variante do já tradicional indicador (Despesas Financeiras / Passivo Oneroso) específica para o custo da dívida bancária, pretende refletir o quanto os empréstimos e financiamentos tomados oneram o resultado da entidade, desta maneira foi adaptado para esta pesquisa. Há, naturalmente, algumas limitações em seu uso, dado que não há indicadores perfeitos, uma delas é que as despesas financeiras apresentadas na Demonstração do Resultado do Exercício incorporam também elementos não ligados exclusivamente aos empréstimos e financiamentos, podem resultar de atrasos em pagamentos, encargos de parcelamento tributário, além da inovação, desde 2008, dos arrendamentos financeiros, cujo montante no passivo deverá somar-se ao Passivo Oneroso, o que nem sempre é aberto em nota, impossibilitando o ajuste.

Cabe ainda a menção a que não há a intenção de se tratar o custo da dívida como referência para alavancagem ou seleção de fontes de financiamento, caso em que o índice deveria ser ajustado pela economia de Imposto de Renda e de Contribuição Social, por exemplo. A finalidade que se pretende não é o custo em si, mas a evolução no seu comportamento em função das variáveis explicativas ao longo do tempo, que em nada infere a alavancagem, mas sim o reflexo da informação contábil, situação esta em que os comparativos estarão igualmente afetados pela não realização desses ajustes. Pelo mesmo motivo, também não foram excluídos os juros do período, capitalizados sobre os empréstimos e financiamentos.

Além desse tratamento, foram abertas as Notas Explicativas de Resultado Financeiro Líquido, na expectativa de isolar e segregar as despesas decorrentes de Empréstimos e Financiamentos para, dessa forma, produzir um indicador mais especializado para o fim desta pesquisa; além disso, no denominador foram utilizados Empréstimos e Financiamentos Médios e não apenas os das datas do fechamento, pelas mesmas razões que assim o defendem (Martins, Diniz, & Miranda, 2012) aqueles que discutem a melhoria nos indicadores de rentabilidade.

Nesse contexto, através da análise documental, foram coletadas as seguintes variáveis, companhia por companhia, ao longo dos quinze trimestres.

Nome Variável	Forma	Tipo	Unidade	Significado	Efeito sobre Variável Explicada
					<i>cdmed</i> Desp. Financ. / Passivo Oneroso
<i>VarAtBio</i>	Discreta	Explicativa	Decimal	Variação da Proporção entre o Ativo Biológico sobre o Ativo Total entre dois trimestres	(+)
<i>VarRecVj</i>	Discreta	Explicativa	Decimal	Variação da Proporção entre o resultado do Valor Justo sobre a Receita Líquida entre dois trimestres	(+)
<i>lnattot</i>	Discreta	Explicativa	Absoluta	Logaritmo Natural do tamanho do Ativo Total da Empresa	(-)
<i>cdmed</i>	Discreta	Explicada	Decimal	Custo da Dívida Bancária	n/a

Quadro 6. Descrição das variáveis que compuseram o teste estatístico da segunda etapa da pesquisa e suas relações com a variável explicada.

Fonte: O autor.

A proporção de Ativos Biológicos ao valor justo sobre o Ativo Total (*PropAtBio*) permite que se tenha um índice proporcionalizado de itens sujeitos à transformação biológica e valorados ao Valor Justo sobre o qual repousam estimativas de avaliação e costumeiramente ajustadas nas avaliações (International Accounting Standards Board, 2013). Dessa forma, quanto maior a proporção de itens dependentes de estimativa, haveria um maior risco e, portanto, maior Custo da Dívida (*cdmed*). Tal relação também pretende-se poder observar no comportamento da Proporção da Variação do Valor Justo sobre a Receita (*PropRecVj*).

Os dados relativos às variáveis anteriormente mencionadas dessas companhias foram observados nos trimestres de 2011, 2012, 2013 e 2014, este último até o terceiro (quinze *cross-sections*) e alimentados em um banco de dados que serviram de base para a análise de dados em painel.

“Da união da série temporal com as *cross-sections* surge a técnica de dados em painel, que tem por finalidade estudar a influência de variáveis explicativas sobre determinada variável dependente para um conjunto de observações e ao longo do tempo (Fávero, Belfiore, Silva, & Chan, 2008).

Todavia, como as mesmas companhias foram utilizadas nas quinze *cross-sections*, foi obtido um “painel equilibrado” (Wooldridge, 2010, p. 440), dado que para aquelas empresas que mensuraram seus ativos semestralmente, a variação desse período foi dividida pelos seus dois trimestres, obtendo, assim, dados para todas as empresas em todos os trimestres.

Os dados em painel apresentam algumas vantagens (Gujarati & Porter, 2011):

- Tendência de alta heterogeneidade entre variáveis;
- Mais informação e variabilidade e menos colinearidade;
- Adequação à dinâmica do fenômeno;
- Aumenta o número de observações;
- Maior sensibilidade e modelos mais complexos;
- Reduz a necessidade de agregação em grandes conjuntos.

Na determinação sobre qual modelo melhor se adaptaria para a característica do banco de dados elaborado, o da regressão agrupada, o painel de efeito fixo ou o aleatório foi aplicado o teste de Hausman, em que se observou tanto o efeito grupo (diferentes pontos de intercepto) quanto o efeito espaço (diferentes coeficientes angulares), cujos resultados são apresentados no capítulo seguinte, especificamente no item 4.5.

3.2 Sequência dos testes econométricos

Os dados foram coletados parcialmente na base de dados da Economatica e nos arquivos de divulgação externa da Comissão de Valores Mobiliários, formando uma coleção no MS-Excel para calcular os quocientes entre o valor justo do resultado e a receita líquida, bem como do Ativo Biológico e o ativo total, o próprio ativo total, o custo da dívida bancária baseado em empréstimos e financiamentos médios.

A base de dados obtida foi inicialmente submetida à análise da estatística descritiva no programa IBM-SPSS e, em seguida, os testes econométricos de regressão agrupada e de painel de efeitos fixos e de efeitos aleatórios no programa Stata.

Os períodos, representados pelos quinze trimestres entre janeiro de 2011 e setembro de 2014, tiveram seus nomes alterados para numérico e não “*string*” para que a variável tempo fosse capaz de ser considerada como referência de indexação para as séries temporais conjugadas com as *cross sections*. Foi ainda criada uma variável de controle com o tamanho do ativo representado no teste doravante simplesmente como *lnattot*.

O próximo passo foi alimentar os dados coletados no programa Stata, realizando em seguida o teste de correlação das variáveis independentes *VarAtBio*, *VarRecVj* e *lnattot* entre si e com a dependente *cdmed*.

A primeira regressão estimada foi o modelo de regressão agrupada, com as variáveis *VarAtBio*, *VarRecVj* e *lnattot* como independentes e *cdmed* como dependente.

Em seguida foi estimada a regressão do modelo de efeitos fixos, que no Stata executa automaticamente o Teste de Chow, que indicou o modelo de efeitos fixos como mais adequado que a regressão agrupada.

Diante dessa conclusão intermediária e para definir se o mais adequado seria o de efeitos fixos ou o de efeitos aleatórios, foi necessário realizar o teste de Breusch-Pagan, baseado no Multiplicador de Lagrange, para identificar a presença de heterocedasticidade e de aleatoriedade nos coeficientes.

Porém, para que esse teste fosse realizado, preliminarmente, foi necessário armazenar (store) primeiramente os coeficientes gerados pelo painel de efeitos aleatórios e, em seguida, se verificasse a heterocedasticidade. O painel de efeitos aleatórios no Stata utiliza o método MQG e os testes de Wald (Wald chi2 (i)) e “z”, em lugar dos testes “F” e “t”.

Os resultados indicaram que o erro não é homocedástico, é do tipo composto, o que revelou ser o painel de efeitos aleatórios mais adequado do que a regressão agrupada.

Para poder decidir entre o de efeitos aleatórios e o de efeitos fixos foi necessário seguir com o teste de Hausman, que foi baseado no Teste de Wald. Dele resultou que o painel de efeitos aleatórios era o mais adequado para esse conjunto de dados em análise.

3.3 Classificação da pesquisa quanto ao tipo

A pesquisa como um todo envolveu várias etapas, que serão apresentadas no tópico seguinte, porém, predominantemente a característica básica é a descritiva, em pelo menos dois momentos significativos: a observação das demonstrações das empresas com base no agronegócio e o das entrevistas junto aos analistas de crédito, caracterizando fontes secundárias e primárias, respectivamente.

Em ambos os momentos, a finalidade não era alterar procedimentos ou comportamentos, dado que “a pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los” (Kmetek Filho, 2005), mas apenas conhecer a forma de apresentação e divulgação, verificar os mecanismos de apuração do valor justo de acordo com cada tipo de Ativo Biológico e o uso dessas informações pelo usuário analista de crédito.

Por conseguinte, as fontes secundárias foram constituídas do conjunto completo de Demonstrações Contábeis de propósito geral (Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado, Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido e as Notas Explicativas) estabelecidas pela IAS 1 e CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis foi a base para a investigação do modo como os Ativos Biológicos foram apresentados (em que local das demonstrações), divulgados (Notas Explicativas) e mensurados.

Dessa análise descritiva, via fontes secundárias, foram coletados os valores do Ativo Total, do Ativo Biológico, a Receita Líquida Total, a variação do Ativo Biológico no período, as Despesas Financeiras relacionadas a Empréstimos e Financiamentos para alimentar os testes quantitativos, bem como a forma como as apresentações e divulgações foram realizadas para o confronto com, via fontes primárias através das entrevistas, as dificuldades reportadas pelos Analistas de Crédito em seus respectivos processos de avaliação das propostas.

3.4 Procedimentos de pesquisa

Uma vez apresentado o tipo de pesquisa, que está atrelado à concepção do pesquisador quanto a sua forma de compreensão do problema, o outro desafio foi o de como iria realizar a sua investigação.

A pesquisa descritiva não pode ser realizada sem que haja a formação de arcabouço teórico que define a forma como problema será descrito, nesse ponto, a pesquisa bibliográfica precisou anteceder a descrição, por necessidade de formação de um entendimento do problema, foi necessário visitar o conjunto de publicações a respeito da questão de pesquisa.

Nessa direção a dificuldade encontrada foi filtrar o grande volume de publicações que ocorrem simultaneamente no mundo acadêmico, para que fossem identificadas as principais e como poderiam ser agrupadas as correntes de pensamento e daí a descrição pudesse ser realizada buscando um conjunto de similaridades que sustentasse a lógica da observação, da coleta e da análise.

Para esse fim fez-se uso da bibliometria, “técnica quantitativa e estatística de medição dos índices de produção e disseminação do conhecimento científico” (Araújo, 2006, p. 12). A partir dela foi possível conhecer as diversas produções que se fazem ao longo dos anos, com que frequência foram citadas, bem como a identificação de países e círculos de relacionamento entre os pesquisadores, que formam os chamados colégios invisíveis.

Desta feita, foram elaborados relatórios a partir da identificação de palavras-chave¹⁵ na base de dados *Web of Science* - v5.16.1, que forneceu a partir de um endereço eletrônico¹⁶, relatórios que permitiram refinar a pesquisa por ciências sociais, em seguida por economia e negócios e, a partir desse filtro, a escolha daqueles que foram os mais citados, passo este que deflagrou uma seleção inicial que indicou as primeiras leituras para que se formasse uma visão abrangente dos conceitos e definições com que os temas submetidos foram tratados.

¹⁵ As palavras-chave foram: *biological assets; fair value measurement; rural credit; credit analysis; value relevance; rural accounting; fair value accounting.*

¹⁶ <https://sub3.webofknowledge.com/error/Error?PathInfo=%2F&Alias=WOK5&Domain=.webofknowledge.com&TimerValue=30000&Src=SIDCheck&ErrorCode=Server.sessionExpired&RouterURL=https%3A%2F%2Fwww.webofknowledge.com%2F&Error=No+matches+returned+for+SessionID>

Com essa leitura inicial, foi possível identificar uma lacuna na literatura aplicada especificamente ao tema de estudo, o do uso de informações contábeis na análise de crédito de empresas baseadas na agroindústria.

A leitura dos textos selecionados permitiu identificar que, além da lacuna teórica sobre o tema, havia uma união entre duas importantes correntes teóricas, a primeira, aquela relacionada ao desenvolvimento normativo da contabilidade, que é a Nova Economia Institucional, em sua vertente econômica (Hall & Taylor, 2003), amplamente utilizada em ciências sociais.

A partir dessa vertente, muitas teorias foram construídas com temas importantes, inclusive em nível de regulação contábil, fazendo dela (contabilidade), parte da estrutura institucional que dá sustentação ao fluxo de recursos inter e intranções. Temas como conflito de agência, contratos, custos de transação, oportunismo e governança foram construídos ao longo de anos e apresentaram um elo de conexão com outra muito recorrente na literatura contábil estadunidense, conhecida como *Value Relevance*, a assimetria informacional.

A assimetria tem representado o elemento complicador capaz de gerar custos de transação, bem como de reduzir a relevância da informação contábil. A assimetria é ponto central desta pesquisa, que está delimitada à mensuração de Ativos Biológicos ao seu valor justo, em detrimento do uso dessa informação para a análise de crédito agroindustrial.

Realizadas as leituras dessas correntes teóricas, foi iniciado um esforço para entender o processo de análise de crédito e os ajustes operados por aqueles que o realizam.

Diante dessas correntes teóricas, foram estudadas as variáveis que pudessem respaldar o estudo do problema em questão, porém os estudos observados foram, quando se tratava de *Value Relevance*, ligados ao reflexo da informação contábil sobre o valor de mercado, ou quando muito, sobre o custo de capital das empresas.

Por outro lado, os custos de transação, apesar de terem sido aplicados com intensidade no Brasil, com muita contribuição empírica do grupo PENSA-USP, estiveram mais ligados à questão contratual, estrutura institucional judicial, mas não a ponto de refletir nas relações do crédito rural bancário brasileiro.

Dessa maneira, essas teorias reunidas em torno da assimetria informacional, permitiram a compreensão dos construtos de ambas que se “conversavam” na direção de que quanto maior a transparência (contrário à assimetria), melhores as condições de conquista de capital. Essa concepção levou ao teste de algumas variantes contábeis sobre o reflexo do custo da dívida bancária, especificamente, empréstimos e financiamentos, das empresas agroindustriais.

Diante da plataforma, foi iniciada a coleta de dados constantes das Demonstrações Contábeis trimestrais entre o primeiro trimestre de 2010 e o terceiro trimestre de 2014, resultando, nesse momento, em 19 trimestres de observação. Esse período inicial foi escolhido devido a adoção completa do conjunto de normas das IFRS no Brasil, com vigência do CPC 29 – Ativo Biológico e Produto Agrícola. Mais tarde, os trimestres de 2010 vieram a ser descartados, como será explicado mais adiante.

Após, foi elaborado um roteiro que guiasse as entrevistas com os analistas de crédito pertencentes às instituições financeiras apresentadas nas Notas Explicativas descritivas dos empréstimos e financiamentos das companhias que reportaram os Ativos Biológicos no exercício de 2013.

Esse questionário foi, então, apresentado para validação à Professora Rosana Tavares, docente da Universidade de São Paulo, com experiência profissional bancária em análise de crédito e pesquisadora na área. Com o roteiro validado foi iniciado o processo de coleta primária de dados mediante entrevistas, que resultaram em 160 minutos de gravação, que uma vez transcritas, proporcionaram esclarecimentos quanto ao confronto do comportamento das variáveis observado no primeiro procedimento, testes quantitativos sobre as Demonstrações Contábeis e a visão dos analistas de mercado.

Entre as instituições, as que foram apresentadas como instituições que com as empresas objeto da análise mantinham relacionamento foram Banco Itaú BBA S.A., Deutsche Bank S.A., Banco CreditAgricole Brasil S.A., Banco Cargill, Banco Citibank S.A., Bank of America Merrill Lynch, Banco Santander Brasil S.A., Banco Safra S.A., Banco BNP Paribas Brasil S.A., HSBC Bank Brasil S.A., Banco Bradesco S.A., Banco J. P Morgan S.A., Goldman Sachs do Brasil, Banco Votorantim S.A., Banco Mizuho do Brasil S.A., Morgan Stanley & CO., Banco ABC Brasil S.A., Rabobank Brasil S.A., Banco Standard de

Investimentos, Standard Chartered Bank, BES Investimento do Brasil S.A., Banco do Brasil S.A., Banco Cooperativo Sicredi, Banco Sumitomo Mitsui e Banco Original.

A amostra foi intencional, não aleatória e limitada a aqueles profissionais que aceitaram participar das entrevistas, que foram semi estruturadas a partir de um roteiro. A técnica de entrevista foi escolhida devido à sua riqueza de detalhes sobre o modo de análise e da realização dos ajustes da parte dos respondentes. Nesse sentido a técnica de entrevista se mostrou mais proveitosa do que se houvesse sido contruído um questionário estruturado, dado o poder explicativo e descritivo que foi obtido diante do rico conteúdo resultante das manifestações dos profissionais atuantes no mercado nacional e representantes das maiores instituições financeiras responsáveis pelo crédito ao agronegócio.

As instituições financeiras mencionadas foram procuradas individualmente pelo pesquisador que lhes informava o objetivo da pesquisa e o seu compromisso quanto à confidencialidade de nomes, bem como esclarecia que nenhuma menção seria feita a clientes, montantes ou qualquer item que pudesse indicar alguma operação específica. e a autorização e disponibilização de nomes de analistas para as entrevistas. Grande parte não se dispôs ao atendimento, porém dentre aqueles que o fizeram, nem todos autorizaram a gravação dos diálogos. As entrevistas foram gravadas quando autorizadas previamente, mediante compromisso de confidencialidade da parte do pesquisador e entrevistador.

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo encontram-se as contribuições da pesquisa, primeiramente, as respostas dos analistas entrevistados indicaram suas dificuldades em conseguir dados suficientes para seu trabalho, suas manifestações confirmaram que a decisão do pesquisador de utilizar as demonstrações das companhias abertas foi acertada, não só pelo acesso, mas pela disponibilidade de informações que pudessem dar respaldo à análise que se pretendia.

Os analistas que aceitaram participar das entrevistas são experientes e conhecedores dos ajustes ao valor justo, todos já analisaram propostas com demonstrações onde havia apresentação de ativos biológicos com reflexos de mensuração por esse critério. Seu perfil é abaixo relacionado:

Analista	Formação	Tempo de Experiência em Análise de Crédito	Conhecedor de Ativos Biológicos	Ocupa cargo de chefia?
1	Administração e Contabilidade MBA	Mais de 10 anos	Sim	Sim
2	Contabilidade Mestrado	Mais de 10 anos	Sim	Não
3	Matemática Mestrado	Mais de 2 anos	Sim	Não
4	Administração Especialização	Mais de 10 anos	Sim	Sim
5	Contabilidade MBA	Mais de 7 anos	Sim	Não
6.1*	Administração Especialização	Mais de 10 anos	Sim	Sim
6.2*	Administração MBA	Mais de 5 anos	Sim	Não

Quadro 7. Descrição sintética do perfil dos analistas de crédito participantes da pesquisa.

Observação:

* Analistas 6.1 e 6.2 pertencem à mesma instituição financeira, sendo o primeiro atuante na interface com os clientes e o 6.2 na central de análise de crédito.

Fonte: O Autor

Apesar dessa opção, há que se lembrar de que a proporção de número de propostas de empréstimos e financiamentos é muito maior entre aqueles de pequeno e médio porte, que, como revelaram as entrevistas: “*Os pequenos e médios produtores, que geram um grande*

volume de propostas para o Banco e ocupam bastante o dia a dia, muitas vezes nem contabilidade têm, a gente só pode contar com o imposto de renda e quando muito o livro caixa, daí a gente precisa do cadastro”. Já sobre as que tinham contabilidade, o analista 5, se manifestou “as empresas de médio e pequeno porte nem notas explicativas tinham, aí a gente fazia análise, terminava, juntava as dúvidas e aquilo que eu queria ver em notas explicativas ligava para a empresa e pedia para abrir as contas, ou por email”.

Diante das manifestações dos analistas, os produtores rurais que atuam como Pessoa Física nem contabilidade estruturada possuem, quanto menos o refinamento da mensuração de Ativos Biológicos e, ainda mais, o seu valor justo. A esse respeito o analista 6.1, que atua na área comercial de uma instituição financeira ligada a uma trader mencionou: “*eu prefiro pegar de terceiros, empresas especializadas nisso, né? Mais do que isso eu pego o que a trader acha que valem os ativos deles*”. Em outro trecho, a mesmo analista explicou que “*90% de nossa carteira envolve clientes que não tem isso em balanço, então a gente tem que arrumar outra forma para calcular esse risco, ver qual é o endividamento, o fluxo desse cliente a capacidade de pagamento*”.

Nessa direção, há grupos comparáveis a corporações agrícolas que chegam a produzir lavouras utilizando até 400 mil hectares e movimentam recursos em maior volume que muitas companhias abertas, porém mantêm seu capital fechado. A contabilidade dos mesmos, ainda que sem auditoria é, muitas vezes de boa qualidade, como apontado pelo Analista 6.2:

Mas a gente é acostumado também, a trabalhar com balanços de empresas que fazem uma contabilização correta, uma contabilização revisada, e tem balanços que a gente fala, não esses balanços são bons, mesmo não tendo uma auditoria, esses balanços são bons. Eu consigo fazer a conciliação das contas, por exemplo, uma conta de dívida, a conciliação que a gente faz é conciliar contra o Banco Central, ali você vê se a contabilização dessa conta está sendo feita corretamente.

Nessa mesma direção, o analista 4, salientou:

Eu acho que você tem um grau de confiabilidade maior entre as empresas de capital aberto. Mas hoje você as outras grandes empresas, principalmente entre as de açúcar e álcool, mesmo as empresas que não tem capital em bolsa, que são bastante, em que a qualidade de informação é boa, uma grande parte dessas empresas vem dessa forma hoje. A qualidade da informação é boa, os balanços são auditados, mais ou menos no padrão de informação que a gente solicita. Não sei se dá para dizer que tem essa diferença.

Os empresários rurais que conseguiram crescer e desenvolver suas estruturas produtivas para além da porteira começaram a perceber a necessidade de organização e a demanda por estruturarem suas contabilidades também, tanto que ainda para o Analista 4:

A contabilidade é mais relevante, no caso dessas empresas que estão no nível das que a gente está falando, aquelas que tem balanço auditado, que têm um histórico de confiabilidade, então a demonstração contábil é mais relevante. Acho que ela perde um pouco a relevância quando você vai para um varejo, para empresas menores, conforme você avança na qualidade das informações, isso tem a ver com o tamanho da empresa, as Demonstrações Contábeis passam a ser mais relevantes.

O Analista 2, quando perguntado a respeito das diferenças de informação sobre as companhias abertas e as fechadas, respondeu: *“sim, tem grande diferença. [...]No caso, penso que tenha alguma relação com o regulador, primeiro porque obriga a ter notas explicativas. E conteúdos mínimos para DRE, DFC... o que já é meio caminho andado. Depois tem inclusão das notas explicativas, que também acabam suprimindo um pouco mais de informação. Então basicamente melhoram a compreensão do Balanço e da DRE”.*

Dessa maneira, a partir dos dados coletados nas Notas Explicativas das companhias, as informações colhidas nas entrevistas proporcionaram um segundo olhar sobre as expectativas que motivaram a investigação. Este capítulo apresenta os recortes das seis entrevistas realizadas e autorizadas para uso, enquanto outras, apesar de realizadas, não tiveram sua publicidade autorizada pelos respondentes. De igual forma, para que a entrevista fosse livre de restrições, os seis respondentes que concordaram em gravar o diálogo assumiram o pressuposto de que seus nomes e os de suas instituições não seriam divulgados, condições respeitadas pelo pesquisador que alterou os nomes para simplesmente Analista 1, 2, 3 e assim por diante.

A obtenção inicial dos dados das Demonstrações Contábeis se deu a partir da consulta da base da Economatica, entretanto, ao rever os itens exportados alguns componentes necessários à submissão ao teste não haviam sido obtidos, especialmente a variação dos Ativos Biológicos no resultado, a posição de empréstimos e financiamentos de algumas das companhias, o que demandou um outro procedimento com a abertura de cada uma das demonstrações trimestrais diretamente na base de divulgação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, tanto as ITR, quanto as DFP para coletar os dados faltantes.

Os dados referentes às despesas financeiras não puderam ser considerados diretamente da base de dados mencionada, basicamente, porque nela estão incluídos alguns componentes que não se relacionam aos empréstimos bancários. O Resultado Financeiro Líquido incorpora desde descontos financeiros concedidos e obtidos, diferimentos dos ajustes a valor presente, resultados dos derivativos, variações cambiais, entre outros. Assim, igualmente, cada uma das Notas Explicativas apresentadas e constantes da base *online* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM precisou igualmente ser considerada para que se coletasse especificamente os juros sobre empréstimos e financiamentos.

Esses componentes muitas vezes estavam abertos nas notas, todavia, muitas foram também as situações em que não houve abertura apresentando apenas contas genéricas como juros passivos que incorporavam, por exemplo, os juros incorridos ou pagos a debenturistas, nesse caso, todos os esforços foram envidados para a segregação, porém em alguns casos não foi possível, situações em que foram desconsiderados apenas os derivativos e as variações cambiais e receitas quaisquer que fossem.

Além desse aspecto, muito despadronizadas também foram as demonstrações intermediárias, algumas apresentavam os saldos tal como preconizado pela IAS 34 e CPC 21R1, contendo os valores do período e o acumulado, todavia, muitas não o fizeram, situações em que foi necessário que os valores acumulados fossem subtraídos dos trimestres anteriores, para que se isolasse apenas o movimento do período intermediário trimestral.

A Suzano, por exemplo, afirmou em suas demonstrações, que a apresentação da variação do valor justo se dá anualmente e na rubrica de “outras receitas”, porém, como não apresentou esses valores abertos intermediariamente, apenas na anual, foi necessário dividir o reportado entre os períodos intermediários.

Outra falta de padronização que foi observada, esta, não indevida ou indesejável, mas particular às características do tipo de Ativo Biológico gerenciado, foi a forma de mensuração dos ativos. Algumas demonstrações apresentavam seus Ativos Biológicos ao custo, não por erro, a própria IAS 41 e o CPC 29 indicam, em seu item 24:

24. Os custos podem, algumas vezes, se aproximar do valor justo, particularmente, quando:
- (a) uma pequena transformação biológica ocorre desde o momento inicial (por exemplo, as árvores frutíferas brotadas a partir de sementes ou mudas plantadas no período imediatamente anterior ao de encerramento das Demonstrações Contábeis); ou

(b) não se espera que o impacto da transformação do Ativo Biológico sobre o preço seja material (por exemplo, para o crescimento inicial da plantação de pinos cujo ciclo de produção é de 30 anos) (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2009, p. 7).

Dessa forma, a Brasil Foods – BRF, por exemplo, indicou em suas demonstrações a mensuração ao custo como melhor referência para o valor justo:

Na opinião da Administração, o valor justo dos Ativos Biológicos está substancialmente representado pelo seu custo de formação principalmente devido ao curto ciclo de vida dos animais e pelo fato de que parte significativa da rentabilidade dos produtos da Companhia deriva do processo de industrialização e não da obtenção de carne *in natura* (matéria-prima no ponto de abate). Essa opinião está suportada por um laudo de avaliação de valor justo elaborado em 2013, por um especialista independente, onde se apurou uma diferença não significativa entre o valor justo e o custo de formação. Dessa forma, a Administração manteve o registro dos Ativos Biológicos pelo seu custo de formação (BRF BRASIL FOODS S.A., 2011, p. 34).

Essa ausência de informação sobre a variação do valor justo menos as despesas de venda no resultado conduziu à não consideração da BRF em um dos testes, o da comparação da evolução da proporção da receita do valor justo sobre a receita líquida total em relação à evolução do custo da dívida.

Além da BRF, ainda a Tereos foi desconsiderada para o teste do reflexo da evolução da variação do valor justo, porém, ao contrário da BRF, a Tereos explicita a mensuração de seus Ativos Biológicos ao valor justo menos as despesas de venda, todavia, mesmo com a busca diversificada em várias partes das demonstrações e notas explicativas, não foi possível determinar o impacto que essa mensuração provocou sobre o seu resultado ao longo dos trimestres.

Como o foco da pesquisa está no uso dessas informações contábeis pelo analista, é preciso que se compreenda algumas peculiaridades do processo da análise de crédito, especificamente aqueles de empresas de base agroindustrial.

Atuam no Brasil praticamente todas as instituições financeiras de porte mundial, já mencionadas no capítulo 3, essas organizações possuem diferentes níveis de governança e de procedimentos e, ainda mais, diferentes mecanismos de conhecer e determinar os riscos, geralmente relacionados com as características das operações, se de curto ou longo prazo, com oferta de colateral ou não, se o proponente brasileiro é parte de um grupo internacional que já mantém outras relações com o Banco pelo mundo, se é uma operação de aval, entre outros.

Pelo contato mantido com os analistas, as instituições financeiras geralmente possuem equipe ligada à área comercial, que desenham os produtos, limites e taxas que podem tornar o banco mais competitivo com foco em algumas poucas operações, ou mais aberto com um mix diversificado de produtos; uma equipe de contabilidade que examina o reflexo das operações sobre o patrimônio do banco diante de seu regulador Banco Central e as exigências do Acordo de Basileia; uma equipe de atendimento que realiza a prospecção e o relacionamento diretamente com os clientes, formada por agrônomos, veterinários, zootecnistas, entre outros; uma equipe de análise de crédito que examina os elementos cadastrais enviados pelos clientes e, finalmente o comitê de análise, que dá a palavra final para as propostas.

Os analistas fazem uma ponte de exame de risco e capacidade de repagamento dos proponentes, são eles, via de regra, que alimentam os modelos estatísticos que servirão para a base de mensuração que atribuirá a nota do proponente. Mas o parecer do analista é apenas um elo do processo, tal como apontado pelo Analista 4: *“[...] existem várias instâncias. [...] Se um analista der um parecer, primeiro tem que formar consenso com o gerente dele. Acima do gerente tem o diretor. Depois do diretor tem um comitê. Então o parecer do analista é alterado pelo menos umas duas ou três vezes”*.

Outra estrutura de análise que envolve a liberação é a apresentada pelo Analista 3: *“é uma mistura, toda operação que a gente faz, leva para três comitês, então se não é aprovado no primeiro comitê, vai para o segundo, para o terceiro e para o nível de delicadeza, né? Quanto mais delicada a situação, o tipo de estrutura, mais sênior é o comitê que a gente leva”*.

A governança do processo é, portanto variável, mas todas possuem o mesmo objetivo de assegurar ao banco a mitigação do risco, sem todavia depender de uma só visão, tal como declarou o Analista 5: *“na maior parte das vezes os superiores tinham a tendência de me seguir, se favorável tendiam também a ser favoráveis, se era desfavorável, o mesmo, em um ou outro caso que era mais específico, em que eu fui contrário e, mesmo assim, foi liberado”*.

Nem todas as propostas de crédito transitam pelo processo de análise que é objeto desta pesquisa. Sobre isso, o Analista 4 mencionou que *“você traz condições de acordo com a sua necessidade, com a demanda do cliente, depende do que ele está pedindo de crédito. Se é uma*

obrigação de curto prazo você não precisa um fluxo de caixa, mas se se tratar de um projeto, um financiamento, a gente utiliza um fluxo de caixa, porque é uma condição diferente”.

Na mesma direção, o Analista 5 destacou: *“Resultado, balanço, fluxo de caixa, dependendo do valor que era solicitado, se o limite era bom, normalmente a gente só olhava balanço e demonstração de resultado. em relação às empresas de pequeno e médio porte, poucas eram as que já enviavam, em casos bem simples, era um processo mais rápido, com menos alçadas, a gente mesmo decidia. Já o processo podia ser mais demorado dependendo da finalidade”.*

Assim, se depreende que operações de capital de giro em que montantes são menores e os prazos mais curtos não demandam tanta atenção por parte dos analistas, enquanto os de maior porte e de prazos mais dilatados exigem esforços extras dos analistas para realizar seu trabalho, quando, então, deverá ocorrer o questionamento sobre a validade e os ajustes das informações contábeis fornecidas.

Normalmente, então, a equipe comercial libera os limites e os tipos de operações que podem ser oferecidas, bem como as condições *standard* para cada classe de cliente e de produto. Com base nesse portfólio, a equipe de relacionamento busca os clientes ou por eles é buscada, trazendo para a instituição financeira a oportunidade de avaliar se a proposta lhe atrairá; de posse da proposta e parte dos dados já lançados no sistema de análise, os documentos e informações, inclusive a contábil, passam a ser objeto de análise e verificação, que envolve tanto aspectos individuais do cliente, quanto do setor em que está inserido. O Analista 1, mencionou sobre uma das instituições em que já trabalhou:

[...] a gente discutia de uma forma até profunda com os clientes porque nós tínhamos, além dos índices que entram nos contratos, que se chamam covenants, a gente também fazia monitoramento interno de índices específicos de cada indústria, ou seja, que chamavam triggers, a gente chamava de monitoramento de triggers e covenants, covenants eram os índices que estavam, de fato, nos contratos, ou seja, a definição de EBITDA que vinha no contrato para ver se a empresa estava de acordo, se estava dentro do índice, ou se com a nova regra contábil ela tinha que alterar a definição do índice, exatamente por essas novas implicações não caixa que entraram no resultado, então a gente discutia muito, é claro, num nível mais legal, um nível mais comercial com o cliente esses índices, e na parte interna do banco que fazia o monitoramento das empresas, a gente fazia o monitoramento de três em três meses, com os balanços das empresas que eram abertas e em balanços internos das empresas também, com índices que eram próximos aos que eram covenants, mas eram índices feitos pela nossa área, os chamados triggers e a gente usava esses índices exatamente para ter um comparativo entre as empresas, as usinas, então, eram índices que tinham uma série de ajustes pra gente chegar num índice mais realista de geração de caixa, de alavancagem, de margem, capex, que era usado pelas empresas de açúcar e álcool, que é muito

relevante, elas tem muita cana própria, uma série de estudos que a gente fazia pra criar índices mais eficientes para analisar os piers de cada indústria e poder compará-los.

A figura a seguir representa mais sinteticamente a lógica do processo de análise.

Figura 6. Macro-processo utilizado pela maioria dos bancos

Fonte: o autor

De posse de toda essa estrutura ou não, o fato é que os analistas, via de regra, passarão a suprir com novas informações ou a alterar as que já haviam sido alimentadas para que o Banco corra menos riscos. A visão do analista de crédito é, entretanto, diferente do analista de investimento, tal como indicado pelo Analista 4:

O ponto de vista nosso aqui no crédito muitas vezes não é o ponto de vista do investidor, isso é importante se destacar, por que? Do ponto de vista do investidor essa questão do cálculo do valor justo, o valor justo em si, a relevância ou a qualidade da informação é muito mais importante para o investidor porque isso se reflete no tamanho do patrimônio líquido da empresa. Aqui no crédito eu estou muito mais preocupado com o fluxo de caixa do que com o valor da empresa diretamente, entendeu? O fluxo de caixa é muito mais importante para você, para saber se vai liberar ou não. Isso faz com que a questão específica do valor justo, que é uma espécie de avaliação, uma proxy, ela é menos importante, por exemplo, do que a amortização do Ativo Biológico, você saber o que é aquela amortização, você saber qual é a influência daquilo no cálculo do EBITDA, acaba sendo mais importante. Do ponto de vista de fluxo de caixa, o cálculo do valor justo é nulo, ele pode dar cem, pode dar um milhão, o fluxo de caixa é zero, é apenas contábil, né? Se você está olhando para fluxo de caixa, o valor justo sempre é zero, não tem efeito nenhum no caixa da empresa.

A partir dessa concepção se tem uma demanda do analista de crédito manifestada pelos seis entrevistados, eles precisam conhecer a capacidade de geração de caixa, assim, a avaliação econômica é colocada em segundo plano. Questões como os *accruals*, o lucro, os valores realizáveis são, de certa forma, colocados de lado, porque contém o valor de predição

entregue pelo proponente e o analista precisa projetar sua própria estimativa, baseada muito mais na lógica financeira do que na econômica e, passa a demandar muito mais o valor confirmatório do que preditivo.

Não é só o efeito caixa, mas até outros pontos das operações da empresa que a gente precisa analisar para ver se ela tem capacidade, o nosso ponto é muito mais ver se ela tem capacidade de gerar caixa e não só se ela gerou caixa, a gente vai fazer projeções e para fazer projeções você precisa confiar que a operação da empresa vai rodar de forma confiável, então por isso que a gente precisa de outras aberturas além dos efeitos caixa e não caixa, que muitas vezes não estão lá, até mesmo aberturas para projeção, você precisa ter abertura de dívidas de longo prazo ano a ano a amortização de cada tipo de dívida para você conseguir projetar o pagamento da dívida anualmente.

Dessa maneira a qualidade do trabalho do analista reside não só em sua capacidade de conhecer o ambiente econômico em que o cliente opera, identificar condições e tendências setoriais, mas também em entender as informações que lhes são enviadas e identificar os ajustes que precisará realizar para determinar a capacidade de repagamento. Sua matéria prima básica: Demonstrações Contábeis e demais itens cadastrais exigidos quando da coleta da proposta. Para o Analista 2: *“o que a gente precisa saber é exatamente da variação, quanto foi só pelo crescimento da planta e quanto, por exemplo, teria tido alguma coisa que teria efeito caixa no futuro. [...] quando a gente pensa em crédito, pensa em capacidade de repagamento e, normalmente, se constitui em avaliar o caixa”*.

Além da determinação da capacidade de repagamento, outra manifestação do Analista 1 indicou os componentes que definem a avaliação do crédito envolvendo aspectos tanto quantitativos como quali:

Normalmente o banco estipula uma rentabilidade mínima para uma certa conta, um certo cliente. Como que esse índice é calculado? O tipo de produto, ou seja, o quanto do capital do banco você vai alocar para aquela linha de crédito. Existem linhas diferentes, você vai emitir uma garantia, é só um papel, aquilo não é dinheiro que sai do banco. Aquilo é uma linha de crédito. Você vai emitir uma fiança, uma fiança é uma linha de crédito, mas que não sai dinheiro do banco. Então eu tenho menos capital do banco envolvido nesse tipo de linha. Certo? Mesmo que o cara do comercial vai lá, a taxa que ele pode cobrar desse cliente é menor, porque o risco desse produto é menor, porque banco não tira do balanço dele no momento zero. Ele só vai ter problema se a empresa, operacionalmente não desempenhar a função, aí o fornecedor ou o cliente vai chamar essa garantia, essa fiança, aí o banco vai pagá-lo em nome da empresa, que é cliente do banco. Mas é uma operação menos arriscada. Então, o que influencia na taxa de um banco: o tipo de linha, vamos supor, uma linha que é uma garantia, com risco menor, que não sai capital do banco no momento zero, você pode cobrar menos por esse tipo de linha. Outro ponto é que qualquer banco, ele usa uma nota para aquele cliente: essa nota, ela é feita partir de um modelo estatístico que usa informações qualitativas e informações quantitativas do balanço. A informação quantitativa do balanço ela é feita no formato, você coloca as informações do balanço da empresa e eles pegam empresas que já tiveram problemas de pagamento histórico e comparam os números

dessas empresas que já tiveram problema de pagamento com os números da empresa que a se está pedindo uma nota dentro do sistema. Além dessas informações, tem uma série de informações qualitativas, por exemplo, transparência, qualidade da gestão, a indústria que essa empresa está, uma série de outros pontos qualitativos que você tem que incluir para sair uma nota, essa nota ela também ajuda para definir esse índice, sim, porque cada cliente tem um, a partir dessa nota você vai saber se você vai ter que fazer maior ou menor provisão para esse cliente no balanço do banco. Entra naquele A ao H do Banco Central define para os bancos, isso também vai definir se você vai ter que alocar mais capital ou não para essa empresa.

A demanda, então, para dar suprimento a essas demandas de informação, a grande necessidade do usuário externo responsável pela emissão de opinião reside em conseguir entender a operação do cliente e reconhecer dela o efeito sobre os números contábeis, que passarão a ser discutidos a seguir.

4.1 A dissemelhança na contabilização e a exigência da Receita Federal do Brasil

A primeira dificuldade, presente nas Demonstrações Contábeis analisadas, surge ao realizar a marcação dos Ativos Biológicos a valores de saída e não de entrada. A dificuldade consiste em como realizar o lançamento do ajuste. A norma contábil internacional IAS 41 e o seu similar brasileiro Pronunciamento CPC 29 exigem que os efeitos da diferença entre o valor de entrada e o valor de saída, ou seja, a diferença entre o custo e o valor justo menos as despesas de venda, bem como aquelas decorrentes da diferença dos valores justos menos as despesas de venda entre duas datas de mensuração, sejam refletidas no resultado do exercício, mediante a sua competência.

26. O ganho ou a perda proveniente da mudança no valor justo menos a despesa de venda de Ativo Biológico reconhecido no momento inicial até o final de cada período deve ser incluído no resultado do exercício em que tiver origem.

27. A perda pode ocorrer no reconhecimento inicial de Ativo Biológico porque as despesas de venda são deduzidas na determinação do valor justo. O ganho pode originar-se no reconhecimento inicial de Ativo Biológico, como quando ocorre o nascimento de bezerro.

28. O ganho ou a perda proveniente do reconhecimento inicial do produto agrícola ao valor justo, menos a despesa de venda, deve ser incluído no resultado do período em que ocorrer.

29. O ganho ou a perda pode originar-se no reconhecimento inicial do produto agrícola como resultado da colheita.

Desta feita, muitos são os tratamentos da operação do débito e do crédito em cada período, genericamente, ocorrendo o efeito desejado por todos, que é o crescimento do valor de saída, acima do valor de entrada.

Enquanto o valor justo não puder ser obtido com confiabilidade, o Ativo Biológico será mantido ao custo, sem qualquer reflexo no resultado, todavia, se no momento da mensuração o valor justo menos as despesas de venda superarem o custo, a contabilidade refletirá:

D – Ativo Biológico (AC ou ANC)

C – Resultado do Exercício (não é feita menção ao local de apresentação)

Se, todavia, na data da mensuração o valor justo do ativo biológico, menos as suas despesas de venda resultar em valor inferior ao custo, a contrapartida será uma redução no resultado do exercício e do ativo correspondente, tal como apresentado a seguir.

D – Resultado do Exercício (não é feita menção ao local de apresentação)

C – Ativo Biológico (AC ou ANC)

Realizando um desses lançamentos, não há dúvida de que o Ativo terá abandonado o critério do Custo e assumido a marcação ao Valor Justo menos as Despesas de Venda, logo, muitas entidades têm optado por segregar o saldo do ativo em duas contas: uma com o custo e outra para alocar o efeito do valor justo, tal como demonstrado no item 4.1.2.

4.1.1 O Reflexo contábil da confusão de lançamentos de custo e de valor justo

A adoção do critério do custo para Ativos Biológicos, de acordo com a IAS 41 e o CPC 29, em seu item 12, não é uma opção normal para as empresas que os possuem. A regra geral estabelecida por esses normativos é a mensuração ao valor justo menos as despesas de venda. “O Ativo Biológico deve ser mensurado ao valor justo menos a despesa de venda no momento do reconhecimento inicial e no final de cada período de competência, exceto para os casos descritos no item 30, em que o valor justo não pode ser mensurado de forma confiável” (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2009).

Diante dessa imposição, a entidade deve envidar esforços para que o valor justo seja mensurado e o ativo seja apresentado por sua capacidade de geração de benefícios econômicos futuros e não pelos custos incorridos para a sua obtenção e manutenção até aquela data.

Desta feita, de acordo com o item 30, há uma premissa refutável de que o valor justo possa ser mensurado desde o reconhecimento inicial, que se dá quando a entidade houver atingido a definição de ativo, ou seja, controlá-lo, e puder mensurar o custo ou valor justo confiavelmente:

30. Há uma premissa de que o valor justo dos Ativos Biológicos pode ser mensurado de forma confiável. Contudo, tal premissa pode ser rejeitada no caso de Ativo Biológico cujo valor deveria ser determinado pelo mercado, porém, este não o tem disponível e as alternativas para estimá-los não são, claramente, confiáveis. Em tais situações, o Ativo Biológico deve ser mensurado ao custo, menos qualquer depreciação e perda por irrecuperabilidade acumuladas. Quando o valor justo de tal Ativo Biológico se tornar mensurável de forma confiável, a entidade deve mensurá-lo ao seu valor justo menos as despesas de venda. Quando o Ativo Biológico classificado no ativo não circulante satisfizer aos critérios para ser classificado como mantido para venda (ou incluído em grupo de ativo mantido para essa finalidade), de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada, presume-se que o valor justo possa ser mensurado de forma confiável.

No ponto de colheita essa premissa se torna irrefutável, afinal o grau de maturidade do componente é o que lhe garante a condição para a comercialização: “32. Em todos os casos, a entidade deve mensurar o produto agrícola no momento da colheita ao seu valor justo, menos a despesa de venda. Este Pronunciamento assume a premissa de que o valor justo do produto agrícola no momento da colheita pode ser sempre mensurado de forma confiável (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2009)”.

O efeito dessa premissa combinado com a exigência pela mensuração a este consiste em que um componente do ativo, ainda não maduro, continue precisando de tratamento que exige custos, mas que está sendo mensurado não por estes valores, mas por uma proxy de mercado, esse detalhe requer atenção porque os custos são realizados durante todo o exercício, enquanto o valor justo é obtido, em geral, periodicamente nos momentos dos encerramentos intermediários, antes da sua realização definitiva, conforme o item 12 mencionado anteriormente.

Esse é o tratamento preconizado pela norma contábil, mensurações ao valor justo com diferenças entre os períodos refletidas no resultado do exercício. Todavia, como será discutido mais adiante, esse reflexo nem sempre é tão perceptível pelo usuário, dado que as entidades reportam diferentemente no resultado. Essa diversificação é particularmente relevante para os usuários analistas de crédito, já que, como mencionado por eles em todas as entrevistas, precisam dos efeitos caixa e não econômicos, para que possam realizar suas estimativas de fluxo de caixa futuro para a avaliação da capacidade de repagamento do principal, mais os juros.

Todavia, dependendo da escola de formação de cada um, os mecanismos de projeção usam ajustes que partem da Demonstração do Resultado do Exercício, tentando excluir do resultado do exercício esses efeitos, gerando a mensuração do EBITDA ajustado não só pela depreciação, amortização, tributos e resultado financeiro, mas outros que, eventualmente perceberem como não caixa e ainda os gastos de *capex*.

Para essa avaliação, foi construído um exemplo simplificado e ilustrativo, apresentado nos Apêndices C e D, que busca simular os gastos com o plantio e manejo de quatro talhões de uma cultura qualquer com ciclo de maturidade quatro anos, sendo aberto um talhão¹⁷ por ano, de modo que após a primeira colheita sempre haja fluxo anual de colheita e venda. Para que o exemplo ficasse mais simplificado foi assumido que os gastos seriam pagos à vista à razão de um desembolso inicial de \$ 1.000 para o plantio, seguido de outros quatro anuais de \$ 1.000 para a manutenção até a colheita, que é vendida por \$ 10.500 ao final do quarto ano após o plantio. Os valores justos são obtidos pelo método da receita estimada em \$ 10.000, descontado a valor presente por uma taxa de 6% a.a. produzindo variações anuais do componente. Dessa forma é possível perceber em alguns momentos que a cultura, a partir do terceiro ano, tem seu excesso de valor justo revertido para o resultado.

Se o valor justo não pudesse ser obtido com confiabilidade, o custo seria assumido até o ponto de colheita, por essa razão foi elaborado um gráfico ilustrativo que demonstra os efeitos comparativos mediante três proxies: o resultado, obtido sob a mensuração ao valor justo; o resultado, ao custo e o fluxo de caixa realizado:

¹⁷Talhão é uma área de plantio delimitada em função da necessidade de controle gerencial de produtividade e lucratividade.

Gráfico 1. Comparativo da evolução do valor do Ativo Biológico

Fonte: Exemplo ilustrativo do autor

Dessa maneira, se observado o critério adotado pelo Analista de Crédito, em X1 haveria que ser realizado um ajuste eliminando do resultado o efeito estimativo do Valor Justo, no montante de \$ 6.396,19, já no exercício de X2 esse ajuste será uma reversão do Valor Justo do Talhão 1 no valor de \$ 496,23 (a débito no resultado) para eliminar o excesso de estimativa da mensuração anterior (\$ 6.396,19) embutido no ativo, que somado ao custo incorrido até essa data (\$ 3.000,00), ultrapassa o valor justo que marca \$ 8.899,96, conforme pode ser observado a seguir:

Gráfico 2. Evolução da composição do saldo da conta Ativo Biológico talhão 1.

Fonte: Exemplo ilustrativo do autor, Apêndice C.

Isso quando se computa apenas um talhão, se for considerada a estimativa do Valor Justo do talhão 2, que soma \$ 6.396,19, nessa mesma data (31-12-X2), o reflexo líquido sobre o resultado é o demonstrado no penúltimo gráfico: \$ 5.899,96. Essa flutuação ocorre todo período e se avoluma quando outros talhões forem sendo incrementados à produção, aspecto que demandaria que o ajuste do valor justo fosse claramente indicado e, desejavelmente, de uma mesma maneira pelos preparadores da informação, para que pudesse ter maior utilidade, com valor confirmatório e maior comparabilidade.

Obviamente, as afirmações acima foram enunciadas a partir de exemplo hipotético e simplificado em que as variações foram sempre as mesmas e gerando lucro ao final do ciclo, no dia a dia as empresas enfrentarão muito mais fatores, quer aumentando ou reduzindo o resultado de acordo com a flutuação do mercado, o desenvolvimento da cultura e o custo nela aplicado. Em todas elas, porém, do ponto de vista do analista de crédito, a utilização da Demonstração dos Fluxos de Caixa é necessária para permitir que os ajustes não sejam inadequados, tal como discutido no item 4.4.

4.1.2 A visão da Receita Federal sobre ativos mensurados ao valor justo

Sobre esse mesmo ponto, a legislação tributária, após vários anos de vigência do Regime Tributário de Transição, implementado pela Lei nº 11.941/2009, veio a extingui-lo através da Lei nº. 12.973/2014, e, sobre o tema de itens mensurados ao valor justo na contabilidade das empresas, se manifestou:

Art. 13. O ganho decorrente de avaliação de ativo ou passivo com base no valor justo não será computado na determinação do lucro real desde que o respectivo aumento no valor do ativo ou a redução no valor do passivo seja evidenciado contabilmente em subconta vinculada ao ativo ou passivo.

§ 1º O ganho evidenciado por meio da subconta de que trata o caput será computado na determinação do lucro real à medida que o ativo for realizado, inclusive mediante depreciação, amortização, exaustão, alienação ou baixa, ou quando o passivo for liquidado ou baixado.

§ 2º O ganho a que se refere o § 1º não será computado na determinação do lucro real caso o valor realizado, inclusive mediante depreciação, amortização, exaustão, alienação ou baixa, seja indedutível.

§ 3º Na hipótese de não ser evidenciado por meio de subconta na forma prevista no caput, o ganho será tributado (Brasil, 2014).

Mediante essa exigência, a autoridade tributária requereu elementos que não alteraram o mecanismo contábil de reconhecimento ou de mensuração, mas estabeleceu requisitos de controle que exigirão, para efeitos de neutralidade tributária, abertura de contas adicionais para os ativos mensurados ao valor justo. Nesse contexto, entende-se que a conta de Ativos Biológicos deverá ser aberta em duas sub-contas, uma para receber os elementos do custo e outra para os efeitos de sua diferença para o valor justo menos as despesas de venda, caso não se pretenda que haja reflexo tributário sobre as flutuações do Valor Justo sobre o Custo.

Desta feita, a conta de Ativos Biológicos, deve ser apresentada de forma segregada entre componentes relacionados ao custo (histórico) e ao valor justo (diferença entre o custo e o valor justo menos as despesas de venda e o custo histórico):

Composição quando Custo inferior ao Valor Justo menos as Despesas de Venda	Composição quando Custo superior ao Valor Justo menos as Despesas de Venda
(=) Ativo Biológico Conta Sintética – Saldo Devedor	(=) Ativo Biológico Conta Sintética – Saldo Devedor
(+) Ativo Biológico – custo Conta Analítica – Saldo Devedor	(+) Ativo Biológico – custo Conta Analítica – Saldo Devedor
(+) Ativo Biológico – ajuste ao VJ Conta Analítica – Saldo Devedor	(-) Ativo Biológico – Ajuste ao VJ Conta Analítica – Saldo Credor

Quadro 8. Modelo de composição de saldo de acordo com requisitos fiscais.

Fonte: O autor.

Se o ativo puder ser apresentado em contas segregadas, também o poderão os elementos baixados contra resultado e daí será possível evidenciar o efeito sobre o custo de exercícios anteriores, de maneira a não produzir a supressão de estimativas de caixa futuro mencionada anteriormente.

4.2 A dissemelhança na divulgação

A divulgação é um dos mecanismos que permite que a informação contábil seja considerada, de fato, relevante. Por meio das Notas Explicativas é possível obter o valor confirmatório dos métodos de apuração do valor justo e o seu respectivo efeito sobre os ativos e o resultado do exercício, ou seja, através das explicações dos montantes, das técnicas e das premissas utilizadas o analista poderá verificar a maneira como o valor justo foi obtido e assim confirmar ou contestar a estimativa que impactou os elementos contábeis.

A dificuldade imediata, porém é que a norma não estabelece em que local do Resultado do Exercício o crédito ou, eventualmente, o débito (se perda de valor), deve ser apresentado, desta feita, as companhias analisadas realizam seus ajustes da seguinte maneira:

Empresa	Tipo de Ativo	Apresentação	Crítério de Determinação
Brasilagro - Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas	culturas de soja, milho, sorgo, algodão e cana-de-açúcar	Variação do Resultado refletido no custo (perda soma, ganho retifica)	Cana: fluxo de caixa descontado pela vida útil. Outros: preços cotados em bolsa alimentam fluxos de caixa descontados
BRF S.A.	aves, suínos e bovinos para reprodução e abate	Não apresenta	Não consegue confiabilidade
Cia de Ferro Ligas da Bahia - FERBASA	florestas de eucalipto para produção de carvão vegetal	Variação do Resultado refletido no custo (perda soma, ganho retifica)	Fluxo de caixa descontado com preços da região
Fibria Celulose S.A.	florestas de eucalipto para celulose	Variação do Resultado refletido no custo (perda soma, ganho retifica)	Fluxo de caixa descontado com preços da região
Celulose Irani S.A.	florestas de pinus para papelão	Variação do Resultado refletido no custo (perda soma, ganho retifica)	Fluxo de caixa descontado com preços da região
JBS S.A.	frango, gado, porco e cordeiro e culturas temporárias em formação	Receita Bruta	No Brasil: valor justo com fluxo de caixa descontado. Nos EUA: custo.
Klabin S.A.	florestas de eucalipto e pinus para embalagem	Entre a receita líquida e o custo	Fluxo de caixa descontado com preços da região
Marfrig Global Foods S.A.	bovinos e aves, reprodução e abate	Não determinado, evidenciado apenas no ativo	Bovinos: fluxo de caixa descontado Aves: custo

Minerva S.A.	Bovinos	Não determinado, evidenciado apenas no ativo	Observação em mercado de acordo com a maturidade
SLC Agrícola S.A.	soja, milho, algodão, trigo cana de açúcar e café	Variação do Resultado refletido no custo (perda soma, ganho retifica)	soja, milho, algodão e trigo - são mantidas ao custo histórico até a data da pré-colheita, quando são valorizadas por seu valor justo mediante bolsa. Café: fluxo de caixa descontado
São Martinho S.A.	lavouras de cana de açúcar	Variação do Resultado refletido no custo (perda soma, ganho retifica)	fluxo de caixa descontado
Suzano Holding S.A.	florestas de eucalipto	Outras Receitas	fluxo de caixa descontado. Método da receita (“ <i>Income Approach</i> ”)
Tereos Internacional S.A.	Lavouras de cana de açúcar	Não determinado, bem como a evidenciação aconteceu em poucos períodos	Soqueira ¹⁸ : método de custo de reposição Cana em pé: método da receita.
Vanguarda Agro S.A.	culturas de algodão, soja e milho	Variação do Resultado refletido no custo (perda soma, ganho retifica)	fluxo de caixa descontado. Método da receita (“ <i>Income Approach</i> ”)

Quadro 9. Descrição dos ativos, apresentação e mensuração das empresas pesquisadas.

Fonte: O autor.

Essa grande variação foi facilmente percebida pelos analistas quando da alteração da norma que passou a vigorar em 2010, mas que já tinha sido adotada antecipadamente por algumas companhias, de certa forma gerou maior complicação para os analistas, tal como citado pelo Analista 1: “*Então para nós, de crédito, não foi uma mudança fácil, acho que hoje já está disseminada essa cultura, já tem um conhecimento maior, tanto das empresas na divulgação quanto dos analistas. Na época não tinha essa transparência; acho que hoje ainda falta transparência, mas era um problema muito maior do que é hoje, eu acho*”.

Já para o Analista 4 a transição de normas ampliou a capacidade informativa da contabilidade:

Sim, com certeza melhorou muito, em IFRS você ampliou a abertura de contas, e as próprias auditorias, se você pegar as de cinco anos atrás, não temos a qualidade da informação que nós temos hoje. Então melhorou, sim, não tem dúvida, ainda falta, falta uma padronização, até acontece de uma mesma auditoria uma empresa ter uma informação e um nível de detalhamento que não tem em outra, e ambas são auditadas, mas já melhorou bastante.

Em linha com esse pensamento, o Analista 1, tem em mente algumas das informações que recebeu e analisou e que lhe ampliaram a sua capacidade de análise, mas esbarraram na falta de padronização.

¹⁸Soqueira é a raiz da cana de açúcar, plantada ao solo e capaz de gerar vários cortes.

[...] as empresas abertas foram as pioneiras e as que realmente conseguiam dar transparência mínima para os analistas de crédito, mas não que todas conseguiam, isso não é verdade, sempre as grandes e as líderes, que tinham as melhores equipes conseguiam fazer isso de forma rápida, a SLC fez isso de forma bem rápida, a São Martinho fez isso de forma bem rápida, essa divulgação na época; mas várias que até eram auditadas pelas grandes, mas não eram abertas, você via que faltava uma série de aberturas para que nós conseguíssemos fazer os ajustes [...]

Segue ainda o Analista 1:

[...] tem empresas que eles abrem a informação de variação do Ativo Biológico da DFC e tem empresas que não abrem, tem empresas que colocam como parte dentro do custo e parte na receita, então isso é super confuso, porque não tem um padrão, então, a gente usa normalmente a informação da DFC porque na realidade eles abrem, na DFC indireta, eles abrem nos ajustes do lucro, né? [...] Muitas empresas não abrem, não fazem essa distinção: olha, a variação do Ativo Biológico que eu usei foi essa, a variação do Ativo Biológico que eu não usei, mas eu aumentei porque a estimativa minha mudou, o valor de mercado mudou daquela cana de açúcar, ou o que for, eles não distinguem isso, então por isso que a gente tem que pedir abertura adicional para a empresa, não é o bastante.

Pelo Analista 2, enorme é a sua dificuldade em localizar as informações da mensuração ao valor justo dentro do resultado das empresas que contém Ativos Biológicos, para que possam realizar os ajustes não caixa:

A gente fica sem saber, do Ativo Biológico o quanto daquilo é variação de tempo, a cana cresceu 20 cm e já vale mais, isso não tem efeito caixa imediato, ou se tem, se teve alguma coisa, que quando a variação é positiva, eles jogam como receita na DRE, né? E ainda, tipo, quanto daquela receita teve efeito caixa naquele período ou não. Então essa é a dificuldade, eles não deixam isso claro.

Pela observação das Demonstrações Contábeis dos 15 trimestres analisados foi possível confirmar esses pontos indicados pelos analistas. A Suzano (Suzano Holding S.A., 2013), por exemplo, divulga o efeito de sua mensuração ao Valor Justo como Outras Receitas, conforme a nota 26, a seguir:

26. Outras receitas operacionais, líquidas – Consolidado

	31.12.2013	31.12.2012
Resultado na venda de outros produtos	9.150	7.863
Reversão de provisão	524	4.800
Ganho com a redução de passivo atuarial	-	2.475
Resultado na venda de ativo imobilizado e biológico	(999)	32.138
Resultado na venda de investimentos	124.938 (b)	-
Custo do imobilizado baixado	(21)	-
Resultado na atualização do valor justo dos ativos biológicos	95.179	(9.423)
Baixa de gastos com projetos suspensos	(60.877) (c)	-
Bônus adicional de performance	(25.729)	-
Gastos com reorganização	(8.456)	-
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	(12.699)	12.866
Amortização do ativo intangível	(14.426)	(13.488)
Total de outras despesas operacionais	(124.413)	(22.911)
Total de outras receitas operacionais	230.997	60.142
Outras receitas operacionais, líquidas	106.584	37.231

Quadro 10. Fragmento de nota explicativa sobre outras receitas.

Fonte: Suzano S.A, 2013.

Enquanto outras empresas, que inserem a variação do valor justo como ajuste ao custo, abrem o valor na Nota das Despesas por Natureza, como o fez a Brasilagro (Brasilagro - Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas S.A., 2014):

26. Despesas por natureza

	Controladora				Consolidado			
	Custo dos produtos vendidos	Despesas com vendas	Despesas gerais e administrativas	Total	Custo dos produtos vendidos	Despesas com vendas (a)	Despesas gerais e administrativas	Total
Depreciação e amortização	23.284	-	1.295	24.559	26.702	-	1.295	27.997
Despesa com pessoal	8.639	-	17.808	24.445	7.652	-	17.971	25.623
Despesa com prestação de serviços	43.901	-	5.044	48.945	50.442	-	5.438	55.878
Arrendamento e alugueis em geral	12.510	-	648	13.158	1.070	-	648	1.718
Valor justo do custo dos produtos agrícolas	63.305	-	-	63.305	81.157	-	-	81.157
Frete e armazenagem	-	7.448	-	7.448	-	8.888	-	8.888
Provisão Devedores Duvidosos	-	490	-	490	-	846	-	846
Venda de fazenda - comissão	-	-	-	-	-	4.294	-	4.294
Manutenção, despesas com viagem e outras	3.201	-	3.204	6.405	3.620	-	3.883	7.503
Em 30 de junho de 2013	152.820	7.938	27.997	188.755	170.643	14.028	29.233	213.904
Depreciação e amortização	15.586	-	1.118	16.704	20.313	-	1.118	21.431
Despesa com pessoal	5.270	-	19.512	24.782	6.377	-	19.589	25.966
Despesa com prestação de serviços	30.731	-	4.589	35.320	37.150	-	4.841	41.991
Arrendamento e alugueis em geral (a) e (b)	10.918	-	698	11.616	4.363	982	698	6.043
Valor justo do custo dos produtos agrícolas	49.772	-	-	49.772	66.721	-	-	66.721
Frete e armazenagem	-	5.477	-	5.477	-	7.793	-	7.793
Provisão Devedores Duvidosos	-	(527)	-	(527)	-	(525)	-	(525)
Contratos onerosos	-	579	-	579	-	579	-	579
Venda de fazenda - comissão	-	-	-	-	-	1.410	-	1.410
Manutenção, despesas com viagem e outras	3.117	-	3.369	6.486	3.611	-	4.132	7.743
Em 30 de junho de 2014	115.394	5.529	29.286	150.209	138.535	10.239	30.378	179.152

Quadro 11. Nota explicativa de despesas por natureza.

Fonte: Brasilagro - Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas S.A., 2014.

A Klabin (Klabin S.A., 2014) foi a única a explicitar claramente a variação do valor justo na Demonstração do Resultado do Exercício, ao contrário de embuti-la em algum componente:

**DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM
31 DE DEZEMBRO DE 2014 E DE 2013**
(Em milhares de reais, exceto o lucro básico/diluído por ação)

	Nota Explicativa	Controladora		Consolidado	
		31/12/2014	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2013
Receita líquida de vendas	19	4.837.835	4.489.717	4.893.882	4.599.337
Varição do valor justo dos ativos biológicos	13	788.317	309.474	924.104	336.289
Custo dos produtos vendidos	20	(3.577.543)	(3.174.847)	(3.573.609)	(3.206.917)
Lucro bruto		2.048.609	1.624.344	2.244.377	1.728.709
Despesas/ receitas operacionais					
Vendas	20	(356.795)	(331.518)	(379.726)	(362.638)
Gerais e administrativas	20	(289.858)	(273.267)	(298.350)	(280.526)
Outras, líquidas	20	80.440	10.289	84.785	11.472
		(566.213)	(594.496)	(593.291)	(631.692)

Quadro 12. Fragmento da Demonstração do Resultado do Exercício.

Fonte: Klabin S.A., 2014.

Há ainda aquelas que evidenciam a variação ocorrida a partir da Nota de Conciliação do saldo dos Ativos Biológicos, como fez a Marfrig (Marfrig Global Foods S.A., 2013):

Ativo biológico corrente:		
	Controladora	Consolidado
Saldo em 31 de dezembro de 2012	18.414	943.832
Aumento devido a aquisições	-	1.723.815
(-) Baixa para abate	-	(5.328.995)
Gastos com insumos para engorda	-	3.923.821
(-) Diminuição devido a vendas	-	(931.516)
Aumento líquido (redução) devido aos nascimentos (mortes)	-	(7.062)
Mudança no valor justo menos despesas estimadas de venda (*)	1.602	39.766
Transferência para estoque	(20.016)	(31.262)
Conversão de balanço	-	30.106
Reversão pela alienação de investimentos	-	(12.399)
Saldo em 31 de dezembro de 2013	-	350.106

Quadro 13. Fragmento de nota explicativa de conciliação de saldo da conta Ativo Biológico.

Fonte: Marfrig Global Foods S.A., 2013

Da maneira como foi apresentado, o Analista 4 conclui que “o ideal seria o que algumas auditorias já começaram a fazer, ou seja, deixar em uma linha separada na Demonstração do Resultado. Mas a gente ainda tem vários balanços que não procedem dessa forma”.

Além da falta de padronização de apresentação no resultado, outro aspecto que chama a atenção é um que tem produzido muitos problemas até mesmo de ordem legal, quando da execução dos contratos. A classificação de componentes das culturas permanentes que atinge cláusulas de proteção constantes dos contratos de crédito (*covenants*), conforme mencionado

pelo Analista 1 (apêndice), que se pronunciou sobre a alteração da apresentação do balanço pela convergência ao padrão IFRS, transferindo a cana em pé juntamente com a soqueira para o longo prazo:

Dependia muito do momento em que elas estavam na introdução das regras do IFRS, dos novos CPCs, tinham empresas que atrasaram um pouco e outras empresas que já tentavam fazer o cálculo de valor presente, o valor justo de algum canavial, que traziam um ajuste maior do que outra usina, as usinas que já passaram o canavial para longo prazo e outras que mantinham aquela porção no curto prazo ainda, então índices de liquidez corrente entre essas usinas ficaram bem diferentes; foi até uma discussão na época, que uma série de contratos de usinas que tinham esse índice de covenant de liquidez, de ativo corrente sobre passivo corrente ficou abaixo de um, por causa dessa mudança contábil do canavial, e a gente teve que renegociar contrato, porque daí, no momento que fica abaixo de um, abaixo do nível que foi negociado, é quebra de contrato, tem que negociar waivers, daí bancos queriam cobrar, cobrar waivers fees da quebra desse índice, mas daí o que levou o índice a ser quebrado não foi a empresa ter piorado a sua liquidez, mas sim uma mudança contábil.

Sobre isso, a análise das justificativas desse tipo de apresentação, a Tereos (Tereos Internacional S.A., 2014) apresenta seu entendimento da classificação da soqueira da cana e da cana em pé conjuntamente no Longo Prazo e, por conseguinte, afetando sua liquidez, conforme alertado pelo Analista 1 citado há pouco:

- As soqueiras, que geram várias colheitas, são mensuradas a valor justo de acordo com o método de custo de reposição e reconhecidas em ativo não circulante.
 - A cana-de-açúcar em pé durante o período de crescimento é mensurada a valor justo de acordo com o método de fluxo de caixa futuro e reconhecida em ativo não circulante.
- Esses dois componentes são apresentados como um único ativo no balanço patrimonial, uma vez que a produção agrícola não pode ser reconhecida separadamente do Ativo Biológico a que se refere até a colheita. Como as soqueiras não se enquadram na definição de ativo circulante de acordo com o pronunciamento IAS 1.66, os Ativos Biológicos são classificados como não circulantes.

A crítica dos analistas, então, reside no reflexo dessa interpretação das normas IAS 41 e IAS 1 que termina por representar um problema para os contratos de crédito celebrados. O argumento básico é que há, sim, no caso da cana um caixa que irá se realizar no curto prazo e, portanto, haverá liquidez, mas que não é percebido devido à limitação de a cana em pé não poder ficar classificada segregadamente de sua soqueira. Essa classificação contábil, segundo a sua análise não representa fidedignamente a sua liquidez.

De fato, a soqueira irá proporcionar até seis cortes e sua realização será completa a longo prazo, mas tal fato não elide que parte de seu valor será realizado também no curto prazo mediante a colheita do produto agrícola. A indicação normativa é de que uma vez realizado o corte da cana, ela cessa sua transformação biológica, que assim é definida no parágrafo 5 (International Accounting Standards Board, 2011): “Transformação biológica compreende o

processo de crescimento, degeneração, produção e procriação que causam mudanças qualitativa e quantitativa no Ativo Biológico”.

Quando ocorrer o corte e a cana em pé for tombada, restará no longo prazo apenas o valor justo da soqueira sozinha e o produto agrícola será reclassificado pelo seu valor justo para o estoque, no circulante. O problema era que se o corte acontecesse em seguida ao encerramento do exercício haverá um salto de liquidez devido a apenas um condicionante normativo contábil, não ao seu significado econômico.

Esse aspecto deverá ser eliminado pelo entendimento de que a soqueira da cana é uma *“bearer plant”*, logo, terá seu custo de implantação, mas seu tratamento, quando atingir o ponto de produção será no imobilizado, dissociadamente de sua produção, a cana em pé, que persistirá como Ativo Biológico e, daí, como seu corte se dará a curto prazo, estará classificada no circulante. Essa alteração já foi anunciada publicamente pelo IASB, tal como apresentado no capítulo 2. Por ora, os analistas dos concedentes, prevendo esse condicionante devem assessorar seus departamentos jurídicos na execução das cláusulas de *covenants* para que os *triggers* não sejam afetados.

Essa já é uma prática dos analistas, tal como indicado pelo 6.2: *“Aí, tem um outro ajuste, também, que a gente discutiu no workshop, que eu acho mais básico, você pode ir lá no teu Ativo Biológico de longo prazo e verificar que tem uma parcela, que é curto, que deveria estar dentro de estoque, aí você joga para o curto, então esse ajuste é mais de balanço, né? É um ajuste que a gente costuma fazer”*.

O inconveniente é que esses ajustes são realizados na análise da proposta do crédito, mas no acompanhamento dos *triggers* que irá deflagrar algum tipo de ação de recuperação prevista em contrato, essa análise não é tão flexível a ponto de permitir esses ajustes, situações em que vale o que está contratado e, nem sempre, é possível aplicar o bom senso para a aceitação do ajuste. Esse impasse, portanto, próximo de ser superado pelo mundo contábil, demanda bom senso para a preservação do relacionamento comercial entre a instituição financeira e seus clientes que a ele estejam temporariamente expostos.

4.3 A auditoria e a presunção de qualidade das informações

Um ponto que chamou a atenção durante algumas entrevistas que não tiveram autorização para gravação estava o entendimento pacífico da parte desses analistas, de que se havia um auditor validando aquela informação, não haveria ajuste a ser feito, os números eram confiáveis. Tal entendimento era fortalecido se o auditor estivesse ligado a uma das chamadas “*big four*” empresas de auditoria.

Esse entendimento foi documentado explicitamente pelo Analista 3 que declarou que para que determinadas operações mais estruturadas acontecessem, a recomendação era de que “*mesmo fechada a gente exige que tenha auditoria e tem que ser big four*”. A razão apontada pelo mesmo analista foi que “*a maioria das coisas que a gente percebe quando entra uma auditoria big four, o pagamento de impostos, [...] e trabalhista. [...] abrem muitas provisões trabalhistas que apareceriam e comeriam fluxo de caixa*”. Outro analista, o 4, quando indagado a respeito do questionamento do valor justo a ele apresentado, declarou explicitamente:

Eu acredito esteja sendo visto pela auditoria, passou pela auditoria, a auditoria checkou. O próprio balanço, pelo que a gente tem visto, as informações são muito sucintas, não há referência de preço, ou outro critério. O analista de crédito não chega a olhar tanto isso para dizer que isso, essa informação alterou a decisão. Então a gente acredita mais no parecer de auditoria. Que olhou e gostou do que está sendo feito. Para efeito de valor justo.

Independente da questão do julgamento pessoal dos analistas que indicaram a predileção pela contratação de uma “*Big Four*”, parece consenso que a transparência das demonstrações ampliam as chances de se obter crédito, corroborando o apontado pela teoria no capítulo 2.

Além de obrigatória para sociedades de capital aberto ou emissoras de títulos públicos e para as sociedades de grande porte, que também englobam um grupo de sociedades que no conjunto atingem o limite de faturamento, a auditoria parece estar proporcionando, pelo exposto pelos analistas, orientações a respeito de suas Demonstrações Contábeis com vistas a atender às necessidades dos usuários.

Desta feita, aparentemente a somatória de fé pública do auditor às suas orientações sobre as publicações é algo muito bem visto pelas instituições financeiras, o que demonstra que maiores cuidados com controles e governança esteja relacionado com maiores chances de obtenção de capital de terceiros.

4.4 A dissemelhança nos ajustes da informação do valor justo dos ativos

A primeira dificuldade resultante da divulgação sobre Ativos Biológicos é a sua enorme variabilidade quanto à espécie: vegetal e animal. A exploração de ativos vivos é exposta a uma infinidade de desafios que podem fazer o sucesso, aumentando a chance de o credor obter o seu repagamento, ou o contrário, levando-o ao prejuízo. Além das características inerentes aos indivíduos do plantel, pomar ou cultura, as condicionantes de fora da porteira podem igualmente construir ou destruir valor.

Como já apresentado na discussão sobre os Ativos Biológicos, existem indivíduos com longo e de curtíssimo prazo de maturação, eucaplitos demoram, em algumas regiões, 6,4 anos para atingir o ponto de corte, enquanto frangos são abatidos em torno de 42 dias.

Há indivíduos que serão abatidos ou colhidos para gerar receita, geralmente chamados como “de corte” ou de culturas temporárias, enquanto há outros que existem para gerar outros indivíduos, persistem vivos gerando receitas em vários exercícios, chamados de culturas permanentes ou para reprodução.

Para efeito de ilustração do impacto da diversidade na apresentação, neste tópico são apresentadas as próprias imagens publicadas pelas companhias em suas Notas Explicativas, se fossem reescritas, o impacto da leitura não seria idêntico.

Essa diversidade faz com que as divulgações devam realizar essa segregação, a JBS, por exemplo, apresenta em suas Notas Explicativas:

8 Ativos biológicos

Os ativos biológicos da Companhia são compostos por animais vivos segregados entre as categorias de frango, gado, porco e cordeiro e por culturas temporárias em formação, cujo detalhamento segue abaixo:

	Consolidado	
	31.12.13	31.12.12
Ativos biológicos circulantes:		
Frango	923.778	668.314
Gado	61.371	125.818
Porco e Cordeiro	430.645	52.203
Culturas temporárias em formação	3.549	3.289
	1.419.343	849.624
	Consolidado	
	31.12.13	31.12.12
Ativos biológicos não circulantes:		
Frango	442.966	304.309
Porco	53.937	-
	496.903	304.309

Quadro 14. Imagem extraída das Notas Explicativas da JBS, com detalhe à segregação de prazos.

Fonte: JBS S.A. (2013)

Pelo que se pode perceber, diferentes ativos com diferentes finalidades de exploração, bem como diferentes mercados de venda produzirão diferentes valores, obtidos a diferentes métodos de cálculo.

A norma internacional de valor justo IFRS 13, bem como seu similar brasileiro, o CPC 46, estabelecem, em seu apêndice A:

Abordagem de custo: Técnica de avaliação que reflete o valor que seria exigido atualmente para substituir a capacidade de serviço de um ativo (normalmente referido como o custo de substituição ou reposição).

Abordagem de receita: Técnicas de avaliação que convertem valores futuros (por exemplo, fluxos de caixa ou receitas e despesas) em um valor único atual (ou seja, descontado). A mensuração do valor justo é determinada com base no valor indicado pelas expectativas de mercado atuais em relação a esses valores futuros.

Abordagem de mercado: Técnica de avaliação que utiliza preços e outras informações relevantes geradas por transações de mercado envolvendo ativos, passivos ou grupo de ativos e passivos idênticos ou comparáveis (ou seja, similares), como, por exemplo, um negócio (International Accounting Standards Board, 2011).

Essa variação de técnicas prevista indica o caminho para as estimativas dos diferentes Ativos Biológicos, gerando técnicas diferentes que nem sempre podem ser compreendidas com facilidade pelos usuários.

Quadro 15. Principais técnicas de apuração do Valor Justo aplicadas pelas empresas pesquisadas.

Fonte: o autor.

Muitas empresas apresentam algumas premissas, mas não os métodos empregados, ou dizem o método, mas não as premissas. Desta feita, os analistas unanimemente disseram que a análise de crédito se baseia na projeção de fluxo de caixa para se estimar a capacidade de

repagamento, assim o grande empenho é o de realizar ajustes ao lucro dos elementos que o constituíram, mas que não produziram efeito caixa. Vide o trecho extraído da entrevista do analista 1, bastante experiente e que já trabalhou no Departamento de Crédito de diversas instituições financeiras:

No âmbito do crédito, a mudança que teve na norma, ela complicou um pouco a vida do analista, porque o número de ajustes de efeitos não caixa que surgiu com a adoção dos novos CPCs foi muito grande. Para crédito, o que vale para crédito, é o fluxo de caixa real, não é o que a empresa estima que vale o canavial, e daí ela usa especialistas internos para estimar aquele valor de mercado do canavial dela, o valor de mercado do gado, e daí as notas explicativas não tinham o nível de detalhe, o detalhamento que a gente precisava para confiar naquela informação, além de não ter abertura, se não tinha abertura a gente não conseguia fazer os ajustes corretamente.

O cálculo do valor justo, ao que indica, pouco interessa ao analista de crédito, dado que ele irá eliminar os efeitos que perceber, para tentar isolar apenas os eventos caixa, tal como apontado pelo Analista 4:

Não é o critério de cálculo do valor justo, mas a forma como utilizou, o que isso provocou na demonstração contábil, do ponto de vista de fluxo de caixa. Um exemplo, foi feito um cálculo de valor justo, afetou o patrimônio da empresa através de uma receita e que não é receita com reavaliação de Ativo Biológico. Aquela conta pode ter ido embaixo e estar afetando o resultado da companhia. E a gente tem observado muitas vezes que essa receita entra muitas vezes, a própria auditoria e a empresa também, coloca isso como redutora de receita, como um complemento. Já vi vários casos aqui. Então o analista que não foi orientado, pode não ter visto aquilo e acaba avaliando a empresa de forma errada, não percebeu aquilo dentro e não reverteu uma receita que não tem efeito caixa. Mas, então, assim, o valor justo pode não ser tão significativo para efeito de fluxo de caixa, mas ele pode distorcer o fluxo de caixa se o analista não souber de onde vem aquele valor, tanto para mais quanto para menos.

Dessa forma, quando é possível conhecer o impacto que a mensuração produziu sobre o resultado, o ajuste alegado pela maioria dos analistas entrevistados foi o da exclusão dessa receita ou despesa do resultado. Vide o trecho extraído da entrevista com o Analista 3:

Analista 3: é que a gente pede a DRE aberta antes de zerar e tudo que é linha que a gente não considera a gente joga como outras receitas, outros custos, para fora do EBITDA.

Pesquisador: e como você faz para ajustar o custo do produto vendido que está com o valor justo embutido?

Analista 3: não sei dizer.

O detalhe que resta desse procedimento é que nem sempre o impacto da mensuração se dá no mesmo exercício, em melhores palavras, se tiver ocorrido aumento do valor justo durante o exercício, o crédito estará no resultado do exercício em que ocorreu a venda, enquanto o débito estará compondo o valor do Ativo Biológico, de lá será transferido como custo do produto agrícola no estoque e somente irá a resultado incrementando o custo quando o

componente for vendido, que não necessariamente ocorrerá dentro do exercício do reconhecimento do ganho. Em suma, nesse exemplo, se o analista excluir a receita de mensuração do valor justo, mas não excluir também a parcela do custo, estará subestimando a capacidade de geração de caixa futuro em suas estimativas de repagamento.

Esse detalhe é uma fragilidade dos ajustes realizados pelos analistas mais experientes e conhecedores da norma, porém há aqueles que, como um outro analista, funcionário de um grande banco bastante atuante no mercado do agronegócio brasileiro que não aceitou gravar entrevista, mas mencionou na conversa que não realizava qualquer ajuste, dado que o valor constante do resultado, com exceção da depreciação, produziria efeito caixa, mesmo porque as demonstrações eram de empresa “CVM” (listada na CVM) e, como tal, públicas e validadas por auditoria, não havendo sequer percebido que havia valor justo a ser ajustado, o Ativo Biológico era estoque.

4.5 Os efeitos da mensuração do valor justo dos Ativos Biológicos e o custo da dívida bancária

A base de dados obtida foi inicialmente submetida à análise descritiva no programa IBM-SPSS e, em seguida, aos testes econométricos de regressão agrupada e de painel de efeitos fixos e de efeitos aleatórios no programa Stata. Este tópico apresenta os resultados dos testes e suas implicações quanto ao entendimento do problema de pesquisa.

Os períodos, representados pelos quinze trimestres entre janeiro de 2011 e setembro de 2014, tiveram seus nomes alterados para numérico e não “string” para que a variável tempo fosse capaz de ser considerada como referência de indexação para as séries temporais. Foi ainda criada, como já mencionado, uma variável de controle com o tamanho do ativo representado no teste doravante simplesmente como *lnattot*.

4.5.1 Estatísticas descritivas e matriz de correlação das variáveis

A partir das observações realizadas 178 observações foi possível perceber que há custos de dívida bancária (*cdmed*) muito baixos, desde 0,1% (ao trimestre) até 10,6%, bem como a média estatística esteve em 2,876 no mesmo período.

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis relacionadas

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<i>cdmed</i>	178	0,001	0,106	0,02876	0,020191
<i>VarAtBio</i>	180	0,13	8,56	1,1166	0,83650
<i>VarRecVj</i>	180	-277,00	229,60	2,0785	29,62138
<i>lnattot</i>	180	13,50	18,17	15,6259	1,36332
N válidos	178				

Onde:

cdmed: custo da dívida bancária.

VarAtBio: variação entre períodos consecutivos da proporção entre o Ativo Biológico e o Ativo Total.

VarRecVj: variação entre períodos consecutivos da proporção entre o Resultado da Mensuração ao Valor Justo e a Receita Total.

lnattot: logaritmo natural do valor do ativo total de cada companhia.

Já a proporção entre o Ativo Biológico e o ativo total variou (*varatbio*) no mínimo 0,13 vezes de um trimestre para o seu consecutivo, enquanto o crescimento médio foi de 1,1166 vezes essa relação de um período para com o seu anterior.

A variação do resultado *VarRecVj*, porém, apresentou enorme desvio padrão, de 29,62, pois foram encontradas desde reduções de 277 vezes até crescimentos de 229,6 vezes, o que indica a grande volatilidade do valor justo presente no resultado quando comparado à receita total.

O próximo passo foi alimentar os dados coletados no programa Stata, realizando em seguida o cálculo da correlação entre as variáveis independentes *VarAtBio*, *VarRecVj* e *lnattot*, entre si, e em relação à dependente *cdmed*.

Tabela2 - Matriz de correlação

	<i>cdmed</i>	<i>VarAtBio</i>	<i>VarRecVj</i>	<i>lnattot</i>
<i>cdmed</i>	1,0000			
<i>VarAtBio</i>	0,2024 [0,0067]	1,0000		
<i>VarRecVj</i>	0,0603 [0,4237]	-0,0376 [0,6163]	1,0000	
<i>lnattot</i>	-0,4618 [0,0000]	-0,0419 [0,5767]	0,0009 [0,9907]	1,0000

Onde:

cdmed: custo da dívida bancária.

VarAtBio: variação entre períodos consecutivos da proporção entre o Ativo Biológico e o Ativo Total.

VarRecVj: variação entre períodos consecutivos da proporção entre o Resultado da Mensuração ao Valor Justo e a Receita Total.

lnattot: logaritmo natural do valor do ativo total de cada companhia.

Diante dos elementos obtidos não foram encontrados indícios de multicolineariedade, assim como indicam que *VarRecVj* não apresenta correlação significativa com a variável *cdmed*, enquanto a variável logaritmo natural do tamanho do ativo (*lnattot*) reportou uma correlação negativa e significativa ao nível de 1% e a *varatbio*, uma correlação positiva e significativa ao nível de 10%. Seguiram-se, então os procedimentos relacionados à compreensão do comportamento dos dados agrupados como em painel através da estimação das regressões.

4.5.2 Resultados das estimações do modelo regressivo

O comparativo resultante da aplicação dos três modelos de estimadores (regressão agrupada, painel de efeitos fixos e painel de efeitos aleatórios) resultou:

Tabela 3 - Resumo comparativo dos procedimentos para seleção do modelo regressivo

Modelo:	$cdmed = \alpha + \beta_1 varatbio + \beta_2 varrecvj + lnattot + \varepsilon_{i,t}$		
Variáveis Explicativas	Regressão Agrupada	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
<i>VarAtBio</i>	0,0044406 ***	0,0020622 *	0,00226100 *
<i>VarRecVj</i>	0,0000459	0,000016	0,00001790
<i>lnattot</i>	-0,0067371 ***	-0,0031654	-0,00601100 **
Constante	0,1291015 ***	0,0759461	0,11991850 ***
Estatísticas/Testes			
R ²	0,2511	0,3630	0,3386
F/Qui-quadrado (a)	19,45 / [0,0000]	1,11 / [0,3462]	8,62 / [0,0347]
Diagnóstico do model regressive			
F de Chow	Breusch-Pagan	Hausman	Modelo mais ajustado
17,14 / [0,0000]	260,43 / [0,0000]	3,61 / [0,3072]	Efeitos Aleatórios

Legenda: (a) O teste qui-quadrado é aplicável apenas ao modelo de efeitos aleatórios, sendo o teste F aplicado aos demais modelos; (*) Significativa ao nível de 10%; (**) Significativa ao nível de 5%; (***) Significativa ao nível de 1%.

Onde:

cdmed: custo da dívida bancária.

VarAtBio: variação entre períodos consecutivos da proporção entre o Ativo Biológico e o Ativo Total.

VarRecVj: variação entre períodos consecutivos da proporção entre o Resultado da Mensuração ao Valor Justo e a Receita Total.

lnattot: logaritmo natural do valor do ativo total de cada companhia.

De acordo com o resultado do teste F de Chow, que implicou em uma probabilidade inferior a 0,0001, foi rejeita a hipótese nula de que os interceptos são iguais, logo o modelo de efeitos fixos parece ser mais ajustado do que o modelo de regressão agrupada. No teste de Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan, que resultou em uma probabilidade inferior a

0,0001, foi rejeita a hipótese nula de que o erro é homocedástico, isto é, o modelo de efeitos aleatórios é mais ajustado do que o de regressão agrupada.

Tendo sido considerado o modelo de regressão agrupada como o menos ajustado nos dois testes anteriormente apresentados, a escolha entre os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios foi realizada por intermédio do teste de Hausman. Segundo o referido teste, com uma probabilidade superior a 0,3, não foi rejeitada a hipótese nula de que o estimador de efeitos aleatórios é consistente, o que implica que o referido modelo foi considerado mais ajustado do que o modelo de efeitos fixos, sendo, portanto, o escolhido para a análise.

Após definido que o modelo de efeitos aleatórios era a melhor escolha para verificar se existia relação entre as variáveis, verificou-se por intermédio do teste qui-quadrado, que apresentou uma probabilidade menor que 0,05 (exatamente 0,0347), que os coeficientes estimados se mostraram significativos em conjunto, sendo portanto válidas as estimações realizadas.

Em relação às variáveis, a *VarRecVj* não se mostrou significativa, logo, não foi possível determinar relação entre o quanto a proporção da variação do valor justo sobre a receita total de um período para o outro tenha afetado o custo da dívida (*cdmed*).

Pela observação entre os números reportados foi possível verificar diversas ocasiões em que o resultado do valor justo era negativo de um período para o outro, tal como apontado no exemplo ilustrativo apresentado no item 4.2 em que o excesso de custo em relação ao valor justo mensurado foi transferido para o resultado (devedor).

Além desse aspecto, muitas foram as empresas que divulgaram que sua mensuração de valor justo ocorre apenas semestralmente, sendo que nesses casos, para estimar o resultado trimestral foi utilizado o valor do semestre dividido por dois; nesse mesmo âmbito, algumas empresas mantiveram seus ativos ao custo, por não reconhecerem confiabilidade nas estimativas do valor justo, ou ainda deixaram para realizar essa mensuração apenas no ponto de colheita. Tais fatores, tal como apontado pelo teste, não resultaram como capazes de correlacionar a volatilidade do valor justo com o *spread* bancário; uma possibilidade é que os expurgos do valor justo para obtenção das estimativas de geração de caixa pelos analistas e, sua avaliação encaminhada aos responsáveis pelo comercial das instituições financeiras emparentarem um desprezo, ao nível de precificação, das variações intermediárias.

Outro ponto, que qualitativamente, parece explicar essa ausência de relação é de que as culturas geralmente ultrapassam 180 dias, ou ainda, nos bovinos, seu ponto de abate ultrapassa a um ano e as florestas a cinco, para o corte. Esses ciclos elevados não permitem marcações intermediárias para as taxas de juros, que são contratadas e realizadas em períodos superiores ao trimestre.

Já a *VarAtBio*, que representa a variação ocorrida na relação entre o valor do Ativo Biológico tanto de curto quanto de longo prazos e o Ativo Total, de um trimestre para o outro, se mostrou significativa ao nível de 10%.

Diferentemente da variação do valor justo refletida no resultado, que é totalmente volátil, a relação entre o Ativo Biológico e o Ativo Total não. O Ativo Biológico não fica negativo em nenhum exercício, enquanto o resultado pode, muitas vezes, assim o ser. Além disso, parte do valor de marcação do Ativo Biológico é custo, que é, segundo respondido por alguns analistas, buscado encontrar quando da tentativa de isolar o efeito das estimativas do preparador.

O detalhe que, de fato, permite uma conclusão que era esperada, pela hipótese de pesquisa, que a variação da proporção de *VarAtBio* impacta em um aumento de *cdmed*. Em outras palavras, o possível oportunismo, vulgarmente conhecido como “pedalada” do preparador é, de alguma forma, relacionado com o aumento do custo da dívida bancária.

Aqui cabe uma retomada sobre a formação dessa variável, o ponto inicial foi a elaboração da relação entre o Ativo Biológico e o ativo total, produzindo a *PropAtBio*:

$$PropAtBio = \frac{Ativo\ Biológico\ de\ Curto\ e\ de\ Longo\ Prazo}{Ativo\ Total}$$

Onde:

PropAtBio: Proporção entre Ativo Biológico de Curto e de Longo Prazo.

Ativo Biológico de Curto e de Longo Prazo: valores reportados destacadamente nos balanços patrimoniais das companhias.

Ativo Total: valor reportado nos balanços patrimoniais das companhias.

Como Ativo Biológico foram considerados todos os apresentados de modo segregado no balanço, sem distinção de prazo de realização, uma espécie de análise vertical desse componente.

Essa relação alimentou a preparação de uma segunda variável, a que, se não houver variações significativas de área e volume, deveria se manter não significativa, afinal o crescimento de um determinado talhão seria compensado pelo corte de outro, tal como evidenciado no exemplo ilustrativo constante do Apêndice D.

$$VarAtBio = \frac{PropAtBio \text{ atual}}{PropAtBio \text{ anterior}}$$

Onde:

VarAtBio: variação entre períodos consecutivos da proporção entre o ativo biológico e o ativo total.

PropAtBio atual: Proporção entre Ativo Biológico de Curto e de Longo Prazo e o Ativo Total reportado no Balanço Patrimonial do período corrente.

PropAtBio anterior: Proporção entre Ativo Biológico de Curto e de Longo Prazo e o Ativo Total reportado no Balanço Patrimonial do período imediatamente anterior ao período de reporte.

Dessa maneira, se as empresas estão maduras produtivamente, uma variação significativa nesse crescimento poderia indicar a tal “pedalada”. Essa era a premissa, todas empresas estabelecidas e estabilizadas. Como tal, o teste retornou uma relação positiva e significativa a 10%, representando que, se houver um aumento da proporção do Ativo Biológico sobre o ativo total, o custo da dívida sofrerá aumento, e vice versa.

O constructo que inspirou essa análise foi baseado na teoria de *Value Relevance*, tal como esperado e testado nessa direção, porém com busca da mensuração de seu reflexo sobre o valor de mercado (Barth, Beaver, & Landsman, 2001). Dessa maneira, como nada havia sido construído quanto ao reflexo da mensuração de Ativos Biológicos ao valor justo sobre o custo da dívida bancária em um ambiente, como o brasileiro, que é fortemente baseado em crédito, parece ser uma importante contribuição desta pesquisa, dado que o mercado de crédito, pelo apresentado, percebe e reflete negativamente essa alteração de relação. Possivelmente, em uma adaptação do constructo, a leitura desta conclusão pode indicar que a falta de transparência da valoração dos Ativos Biológicos possa impactar negativamente, não o valor de mercado das empresas, mas o custo das suas dívidas.

Talvez esse reflexo não seja exatamente intencional, ou incluído em algum modelo, tal como argumentado pelo Analista 6.a que mencionou a não total estruturação do montante da taxa relacionada às operações: *“não existe um cálculo específico, não é assim, dentro do prazo de cliente, em cima de garantia ou em cima de relacionamento, não existe um cálculo muito detalhado em cima disso. Tudo foi levado em conta, mas não é muito preciso”*.

Nesse contexto, aparentemente, os grupos de acompanhamento dos diversos setores de atuação e seus respectivos *triggers*, tal como mencionado pelo Analista 1 possa estar atrelado com a percepção, de alguma forma, dessa relação.

Já a terceira variável independente testada, a de controle criada pelo logaritmo natural do Ativo Total - *lnattot* se mostrou significativa a 5%, especificamente 2,6%. Tal resultado indica que as empresas maiores, possuem menor custo de endividamento bancário. Esse comportamento era esperado, logo, o constructo foi confirmado tanto pela leitura das entrevistas quanto pela literatura que se empenhou em testar determinantes do crédito (Schiffer & Weder, 2001); (Titman & Wessels, 1988); (Silva & Valle, 2005); (Barcelos, 2002).

Finalmente, para a respectiva validação dos achados e para eliminar o risco de que os dados estivessem contaminados com multicolineariedade, foi realizado o cálculo da estatística VIF (*variance inflator* – inflação da variância, em português), retornando os resultados apresentados a seguir.

Tabela 4 - Cálculo da estatística VIF para verificar multicolineariedade

Variável	VIF	SQRT VIF	Tolerância	R-Squared
<i>VarAtBio</i>	1,00	1,00	0,9968	0,0032
<i>VarRecVj</i>	1,00	1,00	0,9986	0,0014
<i>lnattot</i>	1,00	1,00	0,9982	0,0018

Nessa direção, todos os VIF foram inferiores aos critérios estabelecidos tanto na literatura nacional (Fávero, Belfiore, Silva, & Chan, 2008): menores que cinco, quanto na internacional (Gujarati & Porter, 2011): menores que dez.

4.6 A limitação da aplicação das conclusões dos testes do custo da dívida

A teoria de *Value Relevance* indica que quanto maior a transparência menor será o custo de capital, por outro lado, a Teoria dos Custos de Transação aponta que os custos de transação resultam da percepção dos agentes sobre o risco de eventuais perdas de seus direitos contratuais.

Dessa forma, era possível esperar que os custos da dívida bancária fossem inversos à transparência. A transparência utilizada neste trabalho assumiu que, sendo as empresas avaliadas já maduras, a proporção de Ativos Biológicos marcados ao valor justo não deveria variar significativamente com grandes distorções ao longo dos períodos.

Nesse sentido a *varatibio* (variação da proporção do Ativo Biológico e o ativo total em dois exercícios subsequentes) manifestou relação positiva ao custo da dívida, aumento do custo da dívida quando ocorre o aumento em *varatbio*, o que faz todo o sentido, dentro do contexto em que a variável foi construída.

Todavia, ao avaliar os 15 trimestres de reporte integral dos Ativos Biológicos das empresas, não foi possível determinar relação entre a variação da proporção do resultado da mensuração ao valor entre períodos e o custo da dívida. Ou seja, variação do valor justo no resultado, de efeito não caixa, pura estimativa não reflete no custo da dívida no mercado de crédito corporativo brasileiro.

Tal conclusão encontra respaldo na manifestação dos analistas. Primeiro, há indicação de que os analistas percebem o crédito como mais acessível às empresas que apresentarem maior segurança mediante divulgações mais transparentes e também mais confiáveis ao longo do tempo de relacionamento. Vide manifestações do Analista 1:

Com certeza, isso é uma ligação direta, transparência, confiabilidade no negócio, transparência em divulgação de informações e pareceres através de grandes auditorias e relatórios de administração completos, feitos pelas empresas, ou seja que ela vai além do que o CPC manda, ela é mais transparente ainda do que o CPC, ela entende o mercado, entende a informação que o mercado precisa e, de primeira, já divulga aquilo como padrão, ela tem uma competitividade de bancos que querem emprestar crédito para elas, e faz com que esse crédito fique muito barato.

Quando indagado a respeito da influência da dúvida sobre o cálculo obscuro do valor justo e, sobre a taxa de juros, o analista respondeu:

Então, depende, porque se você tem uma empresa que... [falha de áudio] tem, se não tem, mas vem se mostrando confiável na operação dela no tempo, o mercado acaba confiando na empresa nesse

aspecto, e às vezes um tipo de abertura como esse, se ele não é aberto, não implica que vá ou não ter uma mudança, uma relação direta com a taxa, até porque o mercado brasileiro é muito competitivo e se a empresa for boa, porque quando você roda uma nota interna no banco, um rating interno, o que as agências de rating rodam, elas consideram uma série de fatores, se, por exemplo, a liquidez da empresa ou a alavancagem da empresa compensa, tipo, se for um índice super bom, a nota dela já vai ser boa por esse aspecto, ou seja, que ela tem um colchão de caixa, que ela nunca vai ter um problema de crédito no curto prazo, então mesmo se ela não divulgar com transparência o Ativo Biológico dela, mas ela se mostra uma empresa confiável e tem outros índices que compensam esse risco, o risco da falta da informação, o crédito vai estar disponível mesmo assim, de forma barata.

Há, até mesmo, nas conversas não gravadas, menções a empresas de grande porte que atuam no mercado de capitais e que possuem tanta facilidade para obter recursos que, mediante as diversas opções que lhe estão disponíveis, quando o analista solicita informações adicionais, aos responsáveis por essas empresas, sobre aberturas não encontradas nas Demonstrações, a resposta muitas vezes costuma ser a de que as informações disponíveis são aquelas disponibilizadas ao público na base de dados do regulador.

Esse mesmo analista, indagado se a falta de qualidade da informação contábil refletiria na opinião dele, respondeu: *“Então também tem isso, então daí passa a ter uma certa desconfiança de que aquele contador ou aquele gerente financeiro é capaz de entender o que ele tá fazendo, de forma correta, entendeu? O de avaliar a sensibilidade daquela informação, às vezes eles não entendem por que a gente pede uma informação, isso já é um sinal para o analista de crédito de que aquela pessoa já não é tão preparada quanto ela deveria ser”*. Daí, se essa impressão refletiria na taxa de juros:

Não a taxa, mas é definitivo para se dizer sim ou não para uma linha de crédito. Tem muito banco, é porque assim, a taxa, eu olho muito do ponto de vista de risco, de risco de crédito. Eu não estou pensando na taxa que eu vou cobrar do cliente, quem pensa nisso é o comercial, o cara que está lá na frente do cliente, eu que estou no backoffice, eu vou pensar, peraí, independente da taxa, independente dos juros, eu quero emprestar dinheiro meu para essa empresa? Você acha que ela vai pagar? Eu nem estou pensando tanto em juros, eu penso em principal, o risco do meu principal está com aquele cara. É claro que tem um balanço entre risco e retorno, mas a gente pensa muito no principal, do banco não perder dinheiro no principal.

Os analistas 6.1. e 6.2 vinculados à instituição financeira de uma *Trader*, se manifestaram na mesma direção, Analista 6.2: *“eu acho que não tem tanto a ver, ou vamos dizer assim, tem um pouco a ver com o crédito”*. E o Analista 6.1: *“é que tem a ver, mas por questão da bancabilidade, se a gente ver que o cliente tem crédito muito bom, existe muitos bancos dentro dele, existe uma bancabilidade, óbvio que o spread diminui”*.

Além disso, existe todo um relacionamento do consolidado, o vínculo que o proponente possui com sua controladora e esta com a instituição financeira até mesmo em outros países, conforme indicado pelo Analista 6.2:

A gente, por ser cliente que tem um relacionamento com a Trader, a gente fala de decisões institucionais, mas não é questão do risco não ser bom, não é nada disso, é que as vezes existe um apelo comercial a mais na operação. E isso é normal. É normal até em outros bancos. Tem clientes do Santander, que são clientes globais, por exemplo, que às vezes uma perícia aqui no Brasil, não te levaria aprovar tanto. Porém tem um interesse global no cliente que o lado comercial fala mais alto. Isso é levado em consideração no comitê de crédito, levado em consideração pelos diretores, né?

Além disso, o Analista 1 destacou que a área comercial é capaz de perceber as oportunidades e, dessa forma ampliar as condições de resultado da Instituição:

A partir daí o cara da ponta, o cara que faz o comercial vai usar todas essas informações que o banco fornece, essas notas, então vai sair lá: no mínimo você vai ter que pedir um spread de 2% em cima do custo da sua linha. O que o gerente faz? Então, a partir do relacionamento que ele tem com aquela empresa e do desespero, também tem o desespero da empresa, se a empresa não é tão boa e você é o único banco que quer emprestar para ela então você pode cobrar muito mais. Mas se você tem uma empresa que é média, que não é uma empresa super boa, que tem uma nota boa no sistema do banco, mas tem cinco bancos querendo emprestar aquela linha, você tem que diminuir de qualquer jeito, senão você não vai nem tirar, não consegue nem ganhar aquela parceria com aquela empresa. Então, depende de uma série de fatores, não só do..., é uma série de fatores, mas é claro que a nota do balanço também impacta isso.

Em respaldo a uma das conclusões desta investigação, o Analista 2 indicou o efeito de o porte da empresa impactar nas suas condições de tomada de crédito, acredita-se basicamente pelo seu potencial de negociação:

Ah, na prática, influencia. Na verdade eu acho que o processo é um pouco o inverso. Quando as empresas disponibilizam mais informação e de forma estruturada, normalmente é porque são empresas melhores e, logo, não só em termos de serem empresas melhores, mas de serem melhores em seu setor. Então elas terão maior poder de barganha, naturalmente, o mercado acaba oferecendo melhores condições para elas. [...] então, no caso, já são empresas que estão na bolsa, ou se não estão na bolsa, normalmente já têm título público de dívida, debêntures e tal. Então são empresas com muitas opções de captação. Então essas empresas acabam recebendo condições melhores para poder concorrer com o mercado de capitais.

Logo, a conclusão encontrada sobre a variável de controle, de o porte maior proporcionar um custo da dívida menor, encontra respaldo na opinião dos analistas que percebem o elevado poder de negociação dos grandes clientes, ou seja, mediante o seu volume o efeito escala parece ser determinante também para a venda do crédito.

4.7 A preferência por algum modelo

Nos períodos precedentes à pesquisa havia a expectativa de que a mensuração mandatória pelo valor justo menos as despesas de vendas, cuja intenção manifestada pelo IASB se sustentava em garantir maior relevância à informação contábil, não era, na verdade, desejada pelos usuários chamados principais, com destaque aos analistas mantidos pelos credores.

Nesse sentido, parte das entrevistas circundou a opinião dos analistas a respeito de sua predileção pelo método do custo, em detrimento do valor justo. Essa expectativa, todavia, precisou ser revista à medida em que os contatos foram sendo feitos.

O Analista 1, em sua manifestação imediata, respondeu *“Ao custo. Porque ao custo a gente sabe qual foi o efeito caixa no momento zero daquela aquisição e na hora de você calcular o EBITDA é um pouco mais fácil de você entender o efeito caixa na hora de você calcular os índices. Mesmo que seja uma coisa desvalorizada, né?”*

Em direção um pouco diferente, o Analista 2 respondeu: *“eu prefiro, eu não tenho problema com o valor justo, eu não tenho problema com isso, desde que ficasse claro o que teve efeito caixa ou não. [...] se ficar como está hoje, na receita, fica a dívida tem efeito caixa ou não.[...] se a gente conseguisse aberto no que tem efeito caixa ou não, eu não teria nenhum problema com o valor justo”*.

Aparentemente, a mensuração ao valor justo sempre expurgada para efeito de se poder projetar fluxo de caixa e a estimativa, puramente econômica, tende a sempre ser desfeita. Todavia, para surpresa, o valor justo é desejado, somente tem recebido críticas pela forma como tem sido apresentado e divulgado. O Analista 3, sobre sua preferência, se manifestou: *“Acho que ao valor justo. [...] é que no fundo eu sempre vou refazer. O banco sempre refaz”*. Perguntado sobre como isolaria esse efeito, respondeu: *“Não vai ter a linha contábil falando disso”*?

Já o analista 5 mencionou: *“em termos de informação não sei se seria uma boa ideia, acho que seria melhor se fosse pelo seu potencial de geração de benefício para a empresa. Não é nem aí, o problema é ver essa receita transitando pelo resultado, o certo seria direto no*

patrimônio líquido”. Mais uma vez, o problema apresentado como limitador é a apresentação, ou seja, não a mensuração, que é, sim, desejada.

Finalmente, em complemento ao início de sua resposta, o Analista 1 seguiu: *“O ponto é que não vai influenciar tanto, eu acho, na parte de rentabilidade, porque o custo, de fato, o custo daquele canavial vai estar impactado na receita, o ponto, o nosso principal problema é confiar no cara que está fazendo o valuation daquele canavial, a gente não sabe se a informação que está lá é a informação correta”*.

Dessa maneira, os analistas se disseram desejosos por conhecer o valor justo, embora tendam a isolar esse ajuste para finalidade de conhecer a capacidade de repagamento do proponente, assim, caíram por terra as críticas de que essa informação não fosse desejada, é, sim, interessante para os analistas, mesmo porque há, pelo apresentado anteriormente, grande segurança nas demonstrações, quando auditada por uma grande empresa de auditoria independente, bem como for pertencente a uma companhia que apresente uma boa bancabilidade e o seu tamanho seja tal que ela possua maior poder de negociação.

5. CONCLUSÕES

Após realizadas as leituras dos textos indicados, as revisões das demonstrações, os testes quantitativos e ouvidos os analistas foi possível quebrar alguns modelos mentais que permeavam a mente do pesquisador, bem como contradizer muitas afirmações que são feitas contrárias à utilidade da informação sobre o valor justo de ativos.

Inicialmente, a informação sobre essa medida, ainda que gerada pelo preparador da informação é, sim, desejada pelo analista, logo, útil. Essa conclusão, todavia, não aponta para o fato de que ela seja considerada em sua totalidade, muitas considerações sobre a sua obtenção e a forma como é explicada interferem diretamente na opinião dos usuários que reclamam da maneira despadronizada e até encapsulada com que a informação é apresentada e divulgada. Esse ponto é particularmente relevante, pois a falta da capacidade de verificação prejudica a leitura e amplia as exigências dos analistas, que por sua vez, possivelmente terão impacto sobre os custos de transação, em direção oposta ao que era pretendido pelos normatizadores.

Nesse sentido, este trabalho entrega uma de suas contribuições, os usuários analistas de crédito não estão satisfeitos com a falta de padronização para a apresentação dos efeitos dos ajustes ao valor justo de ativos biológicos. Tal como se encontra existe uma enorme dificuldade em, primeiro, localizar onde os ajustes são apresentados e, segundo, uma outra enorme dificuldade em isolar o seu desdobramento quando da baixa do estoque já valorizado a mercado na colheita ou abate.

Tal dificuldade reduz a relevância da informação contábil e, como tal, demanda uma revisão da parte dos normatizadores para que a informação contábil assuma marcas fundamentais de qualidade. A relevância é prejudicada, pois o poder confirmatório, tal como constante das divulgações analisadas, é bastante reduzido, muitas vezes nem mesmo é apresentado e quando o é, cada preparador demonstrando em um local diferente. Ora como segregação da receita, ora parte do custo, ora ajuste ao lucro líquido, ora em nenhum local aparente, a localização do efeito da marcação dos ativos biológicos é bastante complexa quando se trata de um usuário externo. Na mesma linha o poder confirmatório é ainda mais prejudicado, dado que quando é possível localizar o ajuste do período corrente, dificilmente a baixa do custo, cujo montante é formado parcialmente pela marcação ao valor justo, não é, igualmente detectável.

Tais imperfeições no normativo atual representa um risco para o uso indevido da informação contábil para finalidades preditivas, o que muito interessa aos analistas de crédito, a projeção de fluxo de caixa. O ajuste apenas de parte da receita corrente (efeito mais comum) torna a análise deveras conservadora ao não realizar a redução do montante do valor justo incluído no custo que foi baixado. Entende-se facilmente que essa fragilidade no processo de análise não é resultado apenas de falta de treinamento dos analistas, mas possui substancial parcela decorrente da discricionariedade dos preparadores em apontar os efeitos de seus ajustes. Em suma, muitas vezes, por essa fragilidade, parece ser a informação ao custo histórico mais desejada pelos analistas, tamanha a sua dissemelhança de divulgação, apesar de que todos hajam se manifestado interessados na informação ao valor justo.

Esse desejo pela informação da abertura encerra outra dificuldade, que não havia sido detectada pelos profissionais entrevistados, mas que foi apontada pelas discussões: a do ajuste apenas da parcela do valor justo reconhecida naquele exercício, sem ajustar a outra incorporada no custo, decorrenteem outras avaliações, que está sendo baixado do estoque naquele período. Dessa maneira, o ajuste é realizado em apenas uma parte, com distorção na projeção.

O clamor levantado pelos analistas quanto à melhor estruturação das apresentações e das divulgações aponta para uma necessidade, senão dos normatizadores, pelo menos dos reguladores em exigirem procedimentos específicos que venham a atender a verificabilidade. O reflexo das exigências tributárias brasileiras sobre a abertura de contas pode ser um requisito que, ao invés de representar uma interferência indesejada sobre a contabilidade, venha a suprir essa carência do usuário externo.

Confirmando a literatura, porém em um recorte mais específico, o custo da dívida bancária é reduzido quando o porte das companhias de agronegócio é maior; para tal, as causas apontadas pelos analistas foram de que as maiores possuem mais cuidados com suas estruturas e relatórios, bem como possuem maior poder de negociação pela abundante oferta de recursos, inclusive em concorrência com o mercado de capitais.

As manifestações unânimes de que uma auditoria de renome contribui para uma melhor abertura dos relatórios indica a direção da necessidade de transparência. Possuir uma auditoria com esse requisito implica em certa tranquilidade por parte dos analistas que chegam a nem

questionar os números apresentados, ainda que importantes, se houver um relatório de auditoria que proporcione conforto para o analista.

Apesar de que não era objetivo deste trabalho verificar quais eram as variáveis que impactavam o custo da dívida, a utilização do método de dados em painel com efeitos aleatórios permitiu algumas conclusões relevantes. Uma delas é o que não é explicado pelo modelo desenvolvido. O tamanho do resíduo encontrado na regressão indica que muitas foram as variáveis omitidas no modelo. Nessa direção, o custo da dívida bancária é, pelo apresentado, resultante de outras variáveis de mercado, tal como apontado em outros estudos que possuíam essa finalidade.

Mesmo não tendo sido objetivo, foi possível verificar na análise qualitativa das entrevistas que as características da operação e a concorrência entre as instituições financeiras impactam os *spreads* das operações.

Pelo apresentado, as taxas das operações são discutidas em outra esfera administrativa das instituições, que não análise e opinião dos analistas, que manipulam as informações contábeis diretamente. O custo da dívida é derivado e definido por aqueles que atuam nos setores comerciais, que por sua vez não acessam tão profundamente os elementos cadastrais quanto os analistas. Aparentemente, a interface da análise de crédito nos modelos de governança das instituições financeiras está muito mais para recomendar ou não a proposta ou simplesmente servir de uma posição de conforto para o comitê decidir sobre a liberação, do que para a definição do *spread*.

Apesar de isso ser uma grande limitação dos testes: os analistas pesquisados não opinarem sobre o custo da dívida, talvez suas análises setoriais, a depender da estrutura de governança de cada instituição, alimentem os modelos de avaliação e de monitoramento do mercado (*triggers*) e possam vir a suprir os modelos decisórios a esse respeito. Apesar de algumas falas indicarem que a definição de taxa não é tão estruturada, essa possibilidade é aberta em função da descoberta da correlação positiva entre o aumento da variação da proporção do Ativo Biológico sobre o ativo total e o custo da dívida bancária.

O achado aponta que esse indicador pode ser um indício de transparência contábil específico para o mercado creditício brasileiro e possa representar uma associação tal como a apontada

pela literatura de *Value Relevance*, que estuda os reflexos de informações contábeis sobre proxies do valor da empresa. Em mercados voltados para o crédito, tal como o brasileiro ou os de outras jurisdições que com ele se assemelhem, a investigação sobre os custos da dívida bancária parece ser um bom caminho para futuras pesquisas, gerando conhecimento mais “tropicalizado” e adequado às nossas condições.

Finalmente, este trabalho é particularmente relevante porque se distanciou do normativo, apesar da utilização de métodos econométricos, a combinação com elementos qualitativos enriqueceu substancialmente as análises, principalmente por haver se transformado em um fórum em que os usuários da informação contábil foram ouvidos quanto a aspectos específicos de suas necessidades, que implicam, por fim em maior utilidade da informação. Apesar de ser também essa a finalidade do *advisory council* e dos *outreaches*, este estudo apresentou com clareza o quanto os modelos de informação ligados ao valor justo de ativos biológicos precisam ser adaptados.

REFERÊNCIAS

- Abrucio, F. L., & Loureiro, M. R. (2004). Finanças públicas, democracia e accountability. In: P. R. Arvate, & C. Biderman, *Economia do Setor Público no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier Campus.
- Akerloff, G. A. (Ago. de 1970). The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488-500.
- Allen, D. W., & Lueck, D. (october de 1998). The Nature of the Farm. *The Journal of Law and Economics*.
- Almeida, L. F. (2008). Ambiente institucional e contratos de crédito agrícola: três estudos críticos. *Tese de Doutorado*. São Paulo, SP, Brasil: Universidade de São Paulo.
- Almeida, L. F., & Zylberstajn, D. (ago. / dez. de 2008). Crédito agrícola no Brasil: uma perspectiva institucional sobre a evolução dos contratos. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 3, pp. 267-287.
- Amir, E., Harris, T. S., & Venuti, E. K. (1993). A comparison of the value-relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, pp. 230-264.
- Araújo, C. A. (jan/jun. de 2006). Bibliometria: evolução histórica e questões conceituais. *Em Questão*, 12, 11-32.
- Assaf Neto, A. (2012). *Mercado financeiro* (11 ed.). São Paulo: Atlas.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Banco Central do Brasil. (30 de Abr. de 2009). Resolução nº. 003721. Rio de Janeiro.
- Banco Central do Brasil. (2015). *Manual de Crédito Rural*. Fonte: Banco Central: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/c_circ/1985/pdf/c_circ_1268_v2_L.pdf
- Barcelos, L. C. (2002). Determinantes do acesso ao crédito empresarial no Brasil: teoria e evidências empíricas. *Dissertação de Mestrado*. São Paulo, SP: Universidade de São Paulo.
- Barcelos, L. C., & Carvalho, A. (2002). Determinantes do acesso ao crédito empresarial no Brasil. *Texto para Discussão nº 815*. Rio de Janeiro: IPEA.
- Barth, M. E. (2000). Valuation-based research implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting and Finance*, pp. 7-31.

- Barth, M. E., Hodder, L. D., & Stubben, S. R. (May de 2008). Fair value accounting for liabilities and own credit risk. *Accounting Review*, 83(3), 629-664.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, pp. 206-224.
- Barth, M., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting & Economics*, 77-104. Fonte: http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MiamiImageURL&_cid=271661&_user=5674931&_pii=S0165410101000192&_check=y&_origin=article&_zone=toolbar&_coverDate=30-Sep-2001&view=c&originContentFamily=serial&wchp=dGLzVlk-zSkzk&md5=88b25a9f46f3868f1002b1f053aac
- Beaver, W. H. (1998). *Financial reporting: an accounting revolution* (3ª ed.). Engelwood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.
- Becker, B. K. (2005). Geopolítica da Amazônia. *Revista de Estudos Avançados*, 19. Fonte: <http://www.scielo.br/pdf/ea/v19n53/24081.pdf>
- Brasil. (13 de maio de 2014). Lei 12.973. Brasília, Distrito Federal, Brasil.
- Brasilagro - Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas S.A. (30 de jun. de 2014). Nota nº. 26. Despesas por natureza. *Notas explicativas às demonstrações financeiras do exercício de 2014*.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2005). *Finanças corporativas: financiamento e gestão de risco*. (R. B. Taylor, Trad.) Porto Alegre: Bookman.
- BRF BRASIL FOODS S.A. (31 de Março de 2011). *ITR – Informações Trimestrais*. Acesso em 16 de março de 2015, disponível em Comissão de Valores Mobiliários: www.cvm.gov.br
- Brito, E. (2010). Um estudo sobre a Subjetividade na Mensuração do Valor Justo na Atividade da Pecuária Bovina. *Dissertação de Mestrado*. Ribeirão Preto: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEARP.
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market Liquidity and Funding Liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22.
- Canning, J. (1929). *The economics of accountancy: a critical analysis of accounting theory*. New York: The Ronald Press Company.
- Caouette, J. B., Altman, E. I., Narayanan, P., & Nimmo, R. W. (2009). *Gestão do Risco de Crédito: o grande desafio dos mercados financeiros globais* (2ª ed.). Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Coelho, C. N. (Jan.-Fev.-Mar. de 2001). O aproveitamento econômico dos cerrados. *Revista de Política Agrícola*, pp. 3-5.

- Comissão de Valores Mobiliários. (1986). *Deliberação 29*. Fonte: <http://www.cvm.gov.br/>
- Comissão de Valores Mobiliários. (04 de out. de 2012). Instrução CVM nº 527. Comissão de Valores Mobiliários.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (7 de agosto de 2009). *Pronunciamento Técnico CPC 29 - Ativo Biológico e Produto Agrícola*. Fonte: Comitê de Pronunciamentos Contábeis: http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/324_CPC_29_rev%2003.pdf
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010). *Estrutura Conceitual*. Fonte: Comitê de Pronunciamentos Contábeis: http://www.cpc.org.br/pdf/CPC00_R1.pdf
- Conceição, O. A. (2002). A contribuição das abordagens institucionais para a constituição de uma teoria econômica das instituições. *Ensaio FEE*, 23, pp. 77-106.
- Conselho Federal de Contabilidade. (1993). *Resolução 750*. Fonte: http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=1993/000750
- Delgado, G. C. (1985). *Capital financeiro e agricultura no Brasil: 1930-1985*. Campinas: Ícone.
- Eusébio, G. S. (2011). Determinantes do Acesso ao Crédito Rural: um estudo a partir do levantamento das unidades produtivas agropecuárias (LUPA) do Estado de São Paulo. *Dissertação de Mestrado*. Ribeirão Preto, SP: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEARP.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2008). *Análise de Dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Featherstone, A. M., Roessler, L. M., & Barry, P. J. (2006). Determining the probability of default and risk-rating class for loans in the seventh farm credit district portfolio. *Applied Economic Perspective and Policy*, pp. 4-23. Acesso em 27 de Abr. de 2012, disponível em <http://aepp.oxfordjournals.org/content/28/1/4.full.pdf+html>
- Federação das Indústrias do Estado de São Paulo - FIESP. (2012). Outlook Brasil 2022: Projeções para o Agronegócio. FIESP.
- Fernandes, E. L. (2010). O impacto da informação contábil de empresas fechadas na percepção de risco dos analistas de crédito. São Paulo, SP: Universidade de São Paulo.
- Financial Accounting Standards Board. (September de 2010). *Conceptual Framework - Statement of Financial Accounting Concepts No. 8*. Acesso em novembro de 2014, disponível em http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176157498129&acceptedDisclaimer=true

- Fioravante, A. C., Varoni, P., Martins, V. A., & Ribeiro, M. d. (2010). IAS 41- Ativo Biológico e Produto Agrícola. In: E. & Fipecafi, *Manual de Normas Internacionais de Contabilidade: IFRS versus normas brasileiras* (pp. 69-87). São Paulo: Atlas.
- Fortuna, E. (2004). *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Fung, A., Graham, M., & Weil, D. (2007). *Full Disclosure: the perils and promise of transparency*. New York: Cambridge University Press.
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira* (12 ed.). São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Godbillon-Camus, B., & Godlewski, C. J. (2005). Credit risk management in banks: hard information, soft information and manipulation. (U. R. Schuman, Ed.) *Institut d'Etudes Politiques*.
- Grunert, J., Norden, L., & Weber, M. (2005). The role of non-financial factors in internal credit ratings. *Journal of Banking & Finance*, pp. 509–531.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5ª ed.). Porto Alegre: McGraw Hill - Bookman.
- Hall, P. A., & Taylor, R. C. (2003). As três versões do neo-institucionalismo. *Lua Nova*, 193-223.
- Hendriksen, E. S., & Breda, M. F. (2007). *Teoria da Contabilidade* (5ª ed.). (A. Z. Sanvicente, Trad.) São Paulo: Atlas.
- International Accounting Standards Board. (2001). IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets. *International Accounting Standard*. London, UK: IFRS Foundation.
- International Accounting Standards Board. (2010). *The Conceptual Framework for Financial Reporting*. Fonte: International Financial Reporting Standards: <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2013/conceptualframework.pdf>
- International Accounting Standards Board. (2011). IAS 41 - Agriculture. *International Accounting Standard*. London, UK: IFRS Foundation.
- International Accounting Standards Board. (maio de 2011). *IFRS 13 - Fair Value Measurement*. Fonte: International Financial Reporting Standards: <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2013/ifrs13.pdf>
- International Accounting Standards Board. (2013). Agriculture: Bearer Plants - Proposed amendments to IAS 16 and IAS 41. *Exposure Draft ED/2013/8*. London, UK: International Financial Reporting Standards.
- International Accounting Standards Board. (2013). *Preface*. Fonte: International Financial Reporting Standards: <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2013/preface.pdf>

- International Financial Reporting Standards. (2009). *FASB and IASB Reaffirm Commitment to Memorandum of Understanding*. Fonte: IFRS Foundation: http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/0AE63429-BCF3-461A-8B5D-3948732CDDC2/0/JointCommunication_October2009FINAL4.pdf
- Iudícibus, S. d. (2010). *Teoria da Contabilidade* (10ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S. d., & Martins, E. (Jun. de 2007). Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18, vol.18.
- Iudícibus, S. d., Martins, E., & Carvalho, L. N. (Maio/Ago de 2005). Contabilidade: Aspectos Relevantes da Epopeia de sua Evolução. *Revista Contabilidade e Finanças - USP*, pp. 7-19.
- JBS S.A. (31 de Dezembro de 2013). Notas de Ativos Biológicos. *Notas explicativas às demonstrações contábeis para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2013 e 2012*. Comissão de Valores Mobiliários - CVM.
- Klablin S.A. (31 de dez. de 2014). Demonstrações do Resultado para os Exercícios findos em 31 de dezembro de 2014 e de 2013. *Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras do período de 2014*. Comissão de Valores Mibiliários - CVM.
- Kmeteuk Filho, O. (2005). *Pesquisa e Análise Estatística*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura.
- Kuhn, T. S. (2011). *A Estrutura das Revoluções Científicas* (10ª ed.). (B. V. Boeira, & N. Boeira, Trans.) São Paulo: Perspectiva.
- Kuttner, R. (1999). *Everything for Sale: The Virtues and Limits of Markets*. Chicago: University of Chicago Press.
- Lage, A. C., Longo, C. G., & Weffort, E. J. (2010). Estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações financeiras. In: E. & Fipecafi, *Manual de normas internacionais de contabilidade* (2ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Lehman, B. (2003). Is it Worth the while? The relevance of qualitative information in credit rating. *Center of Finance & Econometrics*. Acesso em 18 de abr. de 2012, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410186
- Levine, R. (1997). Financial Services and Development Growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, pp. 688-726.
- Lima, G. S. (2007). Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras. *Tese de Doutorado*. São Paulo: Universidade de São Paulo.
- Lopes, A. B. (2008). A teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade. In: S. d. Iudícibus, & A. B. Lopes, *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.

- Lopes, A. B., Galdi, F. C., & Lima, I. S. (2009). *Manual de Contabilidade e Tributação de Instrumentos Financeiros e Derivativos*. São Paulo: Atlas.
- Mackenzie, B., Coetsee, D., Njikizana, T., Chamboko, R., Colyvas, B., & Hanekom, B. (2013). *IFRS 2012 - Interpretação e Aplicação*. Porto Alegre: Bookman.
- Marfrig Global Foods S.A. (31 de dez. de 2013). Nota 8. Ativos Biológicos. *Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2013*. Comissão de Valores Mobiliários - CVM.
- Maroco, J. (2006). *Análise Estatística com utilização do SPSS* (3ª ed.). Lisboa: Sílabo.
- Martins, E. (1972). *Contribuição à Avaliação do Ativo Intangível*. São Paulo: Universidade de São Paulo.
- Martins, E. (2012). Notas de aula sobre critérios de avaliação. *Disciplina de Análise das Demonstrações Contábeis*. São Paulo.
- Martins, E., Diniz, J. A., & Miranda, G. J. (2012). *Análise Avançada das Demonstrações Contábeis*. São Paulo: Atlas.
- Matarazzo, D. C. (1998). *Análise Financeira de Balanços* (5 ed.). São Paulo: Atlas.
- Mates, D., & Grosu, V. (2013). Evaluating and Recognising Biological Assets and Agricultural Activities Accordind to IAS 41. *Lucrări Științifice*.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1966). Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry, 1954–57. *The American Economic Review*, pp. 333–391.
- Nelson, K. K. (Apr. de 1996). Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No. 107. *The Accounting Review*, 71 , 161-182. Fonte: <http://www.jstor.org/stable/248444>
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. New York: Cambridge University Press.
- O Estado de São Paulo. (30 de Jan de 2015). Com rebaixamentos Petrobras está a beira de perder grau de investimento. *Jornal O Estado de São Paulo*.
- Ohlson, J. (1999). On transitory earnings. *Review of Accounting Studies*(4), pp. 145-162.
- Oliveira, E. B., & Murcia, F. D.-R. (2010). *Impacto da Mensuração pelo Valor Justo na Crise Financeira Mundial: Identificando a Percepção de Especialistas em Economia e Finanças*. Fonte: Congresso de Controladoria e Contabilidade - FEA-USP: <http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos102010/23.pdf>
- Padoveze, C. L., Benedicto, G. C., & Leite, J. (2012). *Manual de Contabilidade Internacional: IFRS - US GAAP - BR GAAP - teoria e prática*. São Paulo: Cengage Learning.

- Paton, W. A. (1922). *Accounting Theory, with Special Reference to the Corporate Enterprise*. New York: The Ronald Press Company.
- Perobelli, F. C., & Famá, R. (jul./set. de 2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da USP*, 37(3), pp. 33-46.
- Plais, P. M. (Dez. de 2010). Os Impactos da Nova Metod. de Contab. no Brasil, dos Ativos Biológicos e dos Derivativos (futuros) Sobre os Principais Indicadores Utilizados nas Análises Econômico-Financeiras Feitas por Inst.s Fin. p/ Fins de Financto. Empr. Setor Commodities Agrícolas. *Revista de Finanças Aplicadas*.
- Pohlmann, M. C., & Alves, F. J. (2008). Regulamentação. In: S. d. Iudícibus, & A. B. Lopes, *Teoria Avançada da Contabilidade* (pp. 233 - 73). São Paulo: Atlas.
- Pope, R. D., & Prescott, R. (1980). Diversification in relation to farm size and other socioeconomic characteristics. *American Journal of Agricultural Economics*, 62, pp. 554-559.
- Rech, I. J. (2012). Formação do Valor Justo dos Ativos Biológicos sem Mercado Ativo: Uma análise Baseada no Valor Presente. *Tese de Doutorado*. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.
- Rech, I. J., & Pereira, I. V. (Apr. Jun. de 2012). Fair value: analysis of measurement methods applicable for fixed biological assets. *Custos e @gronegocio on line*, pp. 131-157.
- Rech, I. J., Pereira, C. C., & Pereira, I. V. (2006). IAS 41 - Um Estudo da Aplicação da Normas Internacional de Contabilidade às Empresas de Pecuária de Corte. *Congresso de Controladoria e Contabilidade - FEA-USP*.
- Reed, W. J., & Clarke, H. R. (February de 1990). Harvest Decisions and Asset Valuation for Biological Resources Exhibiting Size-Dependent Stochastic. *International Economic Review*, pp. 147-169.
- Rogers, P. (2011). PsicoScoring®: proposta de um modelo de análise de crédito com variáveis psicológicas. *IBEF News*, pp. 50-54. Acesso em 30 de abr. de 2012, disponível em <http://ibef.com.br/ibefnews/pdfs/163/artigo.pdf>
- Rozentãle, S., & Ore, M. (Jan. de 2013). Evaluation of Biological Assets: Problems and Solutions. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, pp. 57-67.
- Sahara, X. L., Oliveira, C. M., Bezerra, F. A., & Scarpin, M. A. (2011). Avaliação e Evidenciação do Ativo Biológico e do Produto Agrícola no Ponto de Colheita das Empresas Agropecuárias Listadas na BM&FBovespa. *Engema*.
- Scherch, C. P., Nogueira, D. R., Olak, P. A., & Cruz, C. O. (jul.-dez. de 2013). Nível de Conformidade do CPC 29 nas Empresas Brasileiras: uma análise com as empresas de

- capital aberto. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia - RACE*, pp. 459-490.
- Schiffer, M., & Weder, B. (Ago. de 2001). Firm size and the business environment: worldwide survey results. *International Finance Corporation*.
- Schröckel, K. W. (1995). *Análise de crédito: concessão e gerência de empréstimos* (2ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Securato, J. R. (2002). *Crédito: análise e avaliação do risco*. São Paulo: Saint Paul.
- Sicsú, A. L. (2010). *Credit scoring: desenvolvimento, implantação, acompanhamento*. São Paulo: Blucher.
- Silva, A. F., & Valle, M. R. (2005). Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. *Anais de Congresso - XXIX EnAnpad*. Brasília.
- Silva, F. P. (2012). Financiamento da Cadeia de Grãos no Brasil: o papel da tradings e fornecedores de insumo. *Dissertação de Mestrado*. Campinas: Unicamp.
- Silva, J. G. (1996). *A nova dinâmica da agricultura brasileira*. Campinas: Unicamp.
- Silva, J. P. (2006). *Gestão e análise de risco de crédito* (5ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Silva, R. L., Figueira, L. M., Pereira, L. O., & Ribeiro, M. S. (Jan./Abr. de 2013). CPC 29: Uma Análise dos Requisitos de Divulgação entre Empresa de Capital Aberto e Fechado do Setor de Agronegócios. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 8, pp. 26-49.
- Smith, J. K. (Set. de 1987). Trade Credit and Informational Asymmetry. *The Journal of Finance*, 42, pp. 863-872. Acesso em 30 de abr. de 2012, disponível em <http://www.jstor.org/stable/2328295>
- Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, pp. 333-421.
- Suzano Holding S.A. (31 de dez. de 2013). Nota 26. Outras receitas operacionais, líquidas – Consolidado. *Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras do Exercício findo em 2013*. Comissão de Valores Mobiliários - CVM.
- Tereos Internacional S.A. (31 de mar. de 2014). Nota nº. 2.12 Ativos biológicos. *Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras Individuais para o exercício findo em 31 de março de 2014*. Comissão de Valores Mobiliários - CVM.
- Theiss, V., Utzig, M. S., Varela, P. S., & Beuren, I. M. (2011). Práticas de Divulgação dos Ativos Biológicos pelas Companhias Listadas na BM&FBovespa. *Engema*.

- Titman, S., & Wessels, R. (Mar. de 1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43, pp. 1-19. Acesso em 10 de jun. de 2012, disponível em <http://www.jstor.org/stable/2328319>
- Turvey, C. G., & Brown, R. (1990). Credit scoring for a federal lending institution: the case of Canada's farm credit corporation. *Journal Agricultural Finance Review*, 50, pp. 47-57.
- United States Securities and Exchange Commission. (2008). *Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization*. Relatório e recomendações de seção emergencial, U. S. Securities and Exchange Commission, Office of the Chief Accountant Division of Corporate Finance, Washington. Acesso em 08 de setembro de 2014, disponível em <https://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>
- Valor Econômico. (27 de Abr. de 2012). Klabin tem ganho com variação de ativos biológicos. *Jornal Valor Econômico*. Fonte: <http://www.valor.com.br/empresas/2636000/klabin-tem-ganho-com-variacao-de-ativos-biologicos>
- Valor Econômico. (29 de jan. de 2015). Adiamento da baixa contábil amplia a incerteza no mercado. São Paulo.
- Vio, B. B. (2008). Credit beyond rationality. *Advanced Study in Economic and Consumer Psychology of University of Exeter*. Exeter: University of Exeter.
- Wanderley, C. A., Leal, R. B., & Silva, A. C. (2011). Tratamento Contábil de Ativos Biológicos e Produtos Agrícolas: Uma Análise das Principais Empresas do Agronegócio Brasileiro. *Congresso UFSC de Controladoria e Finanças*.
- Welsh, C. (30 de jun de 2014). *IASB issues amendments to IAS 16 and IAS 41 for bearer plants*. Fonte: IFRS Foundation: <http://www.ifrs.org/Alerts/Publication/Pages/IASB-issues-amendments-to-IAS-16-and-IAS-41-for-bearer-plants-June-2014.aspx>
- Williamson, O. E. (2012). *As Instituições Econômicas do Capitalismo*. São Paulo: Pezco.
- Wooldridge, J. W. (2010). *Introdução à Econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Cengage Learning.
- Yiannikourisa, A., Kettunenb, H., Apajalahtib, J., & Moranc, C. A. (Jun. de 2013). Comparison of the sequestering properties of yeast cell wall extract and hydrated sodium calcium aluminosilicate in three in-vitro models accounting for the animal physiological bioavailability of zearalenone. *Food Additives & Contaminants*. doi:10.1080/19440049.2013.809625
- Zylberstajn, D. (1995). Estruturas de governança e coordenação do agribusiness: uma aplicação da nova economia das instituições. *Tese de Livre Docência*. Universidade de São Paulo.

- Zylberstajn, D., & Caleman, S. M. (2013). Organizational Tolerance: Explaining Diversity of Complex Institutional Arrangements. In: *Food Value Chains & Networks in the 21st Century*. Pensa-USP.
- Zyslberstajn, D. (julho-setembro de 2005). Papel dos Contratos na Coordenação Agro-Industrial: um olhar além dos mercados. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, pp. 385-420.

APÊNDICES

Apêndice A – Roteiro de entrevistas

PERFIL DO RESPONDENTE:

- 1- Qual a sua formação (graduação/pós) e área?
- 2- Qual o seu tempo de experiência na análise de crédito?
- 3- Já recebeu treinamento específico sobre o tratamento contábil de Ativos Biológicos, produtos agrícolas e *commodities*?
- 4- Já analisou empresas que reportaram Ativos Biológicos ou estoques/*commodities* mensuradas ao Valor Justo menos Despesas de Venda?

ELEMENTOS PARA A FORMAÇÃO DE OPINIÃO PESSOAL DO ANALISTA

Informação contábil genérica

- 5- As peças contábeis (balanços, notas explicativas) dos proponentes ao crédito possui qual aplicação para a sua formação de opinião?
- 6- Para as informações contábeis contidas nas demonstrações formais, pode atribuir um grau de importância entre *(a)* irrelevante, *(b)* utilizada como acessório ou *(c)* utilizada como elemento definitivo para a sua formação de opinião? Comente:
- 7- Os dados contábeis disponibilizados são aproveitados para a alimentação de algum modelo de projeção? Qual? Os elementos são constantes da Demonstração de Resultado do Exercício, da Demonstração do Resultado Abrangente ou da Demonstração dos Fluxos de Caixa?

- 8- Caso utilize para seu parecer o fluxo de caixa projetado, utiliza basicamente aqueles constantes da DFC ou da DRE?
- 9- São solicitados relatórios adicionais além dos obrigatórios?
- 10- Percebe diferença na contabilidade entre aqueles entregues por empresas cadastradas na CVM, sem cadastro, com ou sem auditoria? Qual?
- 11- Você pode dizer qual a importância dos dados contábeis em comparação com as demais informações constantes no cadastro, especificamente no que tange a volume, prazo e taxas de concessão?
- 12- Quais outras variáveis contábeis costuma aplicar em suas análises, que não as de Ativos Biológicos?

Informação contábil sobre o Valor Justo dos Ativos Biológicos e de Commodities Agrícolas

- 13- Entre as empresas que analisou, as que reportaram Ativos Biológicos, houve marcação pelo Valor Justo menos as despesas de venda?
- 14- Nas que marcaram, houve indicação das premissas para a mensuração e marcação ao mercado?
- 15- A insuficiência, eventualmente, de informações adicionais sobre essa estimativa produziu alguma desconfiança de sua parte?
- 16- Caso positivo, como obteve base para a sua análise? Quais os ajustes realizados?
- 17- Qual a sua opinião sobre a qualidade das Demonstrações Contábeis que tem recebido com informação relacionada ao valor justo de Ativos Biológicos, produtos agrícolas e *commodities*? Pode indicar alguma informação que gostaria de receber e não recebe?
- 18- Como vê a possível exclusão das *bearer plants* da IAS 41 e sua inserção no escopo da IAS 16?

ELEMENTOS PARA A DECISÃO DE LIBERAÇÃO DA PROPOSTA

- 19- Em sua instituição, especificamente, qual a importância dada ao seu parecer (alta, média, baixa) para a definição e aprovação da proposta analisada?
- 20- Quando influenciar a decisão final, tem percebido reflexos sobre o montante liberado, por exemplo? Ou ainda sobre o *spread*?

Apêndice B – Entrevistas com os analistas de crédito

Entrevista 1: banco internacional de grande porte – atacado – operações internacionais

Pesquisador: Bom, Analista 1, o foco é Ativo Biológico e o uso da informação pelo analista de crédito. Você poderia começar dizendo a sua área de formação geral e depois específica na área de crédito?

Analista 1: Sim, a minha qualificação em termos de faculdade foi, nem sei mais como se fala em português, eu fiz empresas, administração de empresas na FGV, ao mesmo tempo eu fiz contabilidade na FEA. Desde a faculdade eu fiz estágio na área de crédito, então são mais de 10 anos de experiência na área de crédito, sempre na área de crédito corporativo, ou seja, empresas de grande porte, empresas globais, multinacionais. Então comecei como estagiária no Citibank quando eu estava estudando nessas duas faculdades, então fiquei sete anos no Citibank, de 2004 a 2011, nesse período eu fui seis meses em intercâmbio pela FGV para a McQuire University aqui em Sidney e eu decidi fazer matérias eletivas em International Accounting e foi aí que eu introduzi International Accounting em meu currículo em 2006 e foi por isso que eu busquei fazer especialização em IFRS na Fipecafi em 2012 a 2014 exatamente pelo conhecimento que eu adquiri aqui, quando o *International Accounting* foi integrado na Austrália em 2006. Aí voltei, voltei pra crédito, o Citibank me chamou para trabalhar depois que eu voltei da Austrália para trabalhar de novo lá. Eu comecei, fazendo análise geral de crédito corporate para América Latina, uma equipe que cobria uma série de países, inclusive países da Centro América e, isso foi de 2006 a 2008. Em 2008 eu virei especialista de agribusiness no Citibank, fiquei de 2008 a 2011 como especialista de agribusiness no Citibank até o nível sênior, eu era responsável exatamente pelas empresas de açúcar e álcool, estudos de indústrias de açúcar e álcool na Colômbia, Guatemala e Brasil, que o portfólio era grande, então no Brasil a gente dividia e também grãos a gente cobria uma série de países e também cooperativas, que no Brasil são bem fortes, no Brasil a gente participava de discussões em relação a indústria de gado, os grandes frigoríficos, a gente fazia estudos de indústria sobre eles. Eu me lembro que quando teve a introdução, em 2010, a gente começou uma discussão sobre o impacto das mudanças contábeis das regras internacionais, especificamente sobre o Ativo Biológico e consequentemente o estudo de EBITDAs das empresas naquela época.

Pesquisador: dois mil e...?

Analista 1: de 2009 para 2010, que teve toda a mudança, eu me lembro que tiveram várias reemissões de balanços, né, para ter explicações mais profundas sobre as mudanças na época, mas também as empresas estavam tentando entender as mudanças, então foi um aprendizado meio junto dos contadores das empresas e nós, como analistas de crédito, tentando entender as mudanças principalmente os efeitos caixa e não caixa dessas mudanças no resultado da empresa e no fluxo de caixa para nós conseguirmos fazer a análise da empresa em relação ao fluxo de caixa projetado e índices específicos de contratos que a gente monitorava.

Pesquisador: Nessa época você estava no...

Analista 1: Nessa época eu tava no Citibank. O Citibank é bastante envolvido com essas

mudanças e a gente discutia de uma forma até profunda com os clientes porque nós tínhamos, além dos índices que entram nos contratos, que se chamam *covenants*, a gente também fazia monitoramento interno de índices específicos de cada indústria, ou seja, que chamavam *triggers*, a gente chamava de monitoramento de *triggers* e *covenants*, *covenants* eram os índices que estavam, de fato, nos contratos, ou seja, a definição de EBITDA que vinha no contrato para ver se a empresa estava de acordo, se estava dentro do índice, ou se com a nova regra contábil ela tinha que alterar a definição do índice, exatamente por essas novas implicações não caixa que entraram no resultado, então a gente discutia muito, é claro, num nível mais legal, um nível mais comercial com o cliente esses índices, e na parte interna do banco que fazia o monitoramento das empresas, a gente fazia o monitoramento de três em três meses, com os balanços das empresas que eram abertas e em balanços internos das empresas também, com índices que eram próximos aos que eram *covenants*, mas eram índices feitos pela nossa área, os chamados *triggers* e a gente usava esses índices exatamente para ter um comparativo entre as empresas, as usinas, então, eram índices que tinham uma série de ajustes pra gente chegar num índice mais realista de geração de caixa, de alavancagem, de margem, capex, que era usado pelas empresas de açúcar e álcool, que é muito relevante, elas tem muita cana própria, uma série de estudos que a gente fazia pra criar índices mais eficientes para analisar os piers de cada indústria e poder compará-los. E o que gente começou a notar na época da mudança é que uma série de índices começou a apresentar desvios do que era histórico.

Pesquisador: isso setorial, ou individual?

Analista 1: a gente fazia setorial, de cada empresa, mas dentro dos setoriais, a gente ia colocar individualmente os índices de cada grupo.

Pesquisador: os desvios que você falou foram individuais ou setoriais?

Analista 1: individuais

Pesquisador: algumas empresas saíram da curva...

Analista 1: Exato, mas daí dependia muito do momento em que elas estavam na introdução das regras do IFRS, dos novos CPCs, tinham empresas que atrasaram um pouco e outras empresas que já tentavam fazer o cálculo de valor presente, o valor justo de algum canavial, que traziam um ajuste maior do que outra usina, as usinas que já passaram o canavial para longo prazo e outras que mantinham aquela porção no curto prazo ainda, então índices de liquidez corrente entre essas usinas ficaram bem diferentes; foi até uma discussão na época, que uma série de contratos de usinas que tinham esse índice de *covenant* de liquidez, de ativo corrente sobre passivo corrente ficou abaixo de um, por causa dessa mudança contábil do canavial, e a gente teve que renegociar contrato, porque daí, no momento que fica abaixo de um, abaixo do nível que foi negociado, é quebra de contrato, tem que negociar waivers, daí bancos queriam cobrar, cobrar waivers fees da quebra desse índice, mas daí o que levou o índice a ser quebrado não foi a empresa ter piorado a sua liquidez, mas sim uma mudança contábil. Teve toda essa discussão na época, por causa dessa mudança, que foi bem relevante.

Pesquisador: Quanto aos *triggers*, desse monitoramento dos *triggers*, e relação deles com a

contabilidade, você acha que a importância era mais jurídica, para a execução do contrato ou econômica, mesmo, para significado, projeções?

Analista 1: No âmbito do crédito, a mudança que teve na norma, ela complicou um pouco a vida do analista, porque o número de ajustes de efeitos não caixa que surgiu com a adoção dos novos CPCs foi muito grande. Para crédito, o que vale para crédito, é o fluxo de caixa real, não é o que a empresa estima que vale o canavial, e daí ela usa especialistas internos para estimar aquele valor de mercado do canavial dela, o valor de mercado do gado, e daí as notas explicativas não tinham o nível de detalhe, o detalhamento que a gente precisava para confiar naquela informação, além de não ter abertura, se não tinha abertura a gente não conseguia fazer os ajustes corretamente, qual era o EBITDA caixa real daquela empresa, utilizando todas essas variações de Ativo Biológico a valor de mercado, que pode mudar todo ano, pode inflacionar ou não o EBITDA da empresa naquele período, e daí quebrar ou não uma cláusula contratual de *covenant*. Então para nós, de crédito, não foi uma mudança fácil, acho que hoje já está disseminada essa cultura, já tem um conhecimento maior, tanto das empresas na divulgação quanto dos analistas, na época não tinha essa transparência; acho que hoje ainda falta transparência, mas era um problema muito maior do que é hoje, eu acho.

Pesquisador: nesse sentido, então, você percebia diferença entre empresas abertas e auditada e as fechadas, sem tantas exigências do regulador?

Analista 1: Exato, as empresas CVM foram as pioneiras, principalmente porque as grandes auditorias foram as primeiras a introduzir uma explicação melhor em Nota Explicativa, a ouvir os analistas de mercado para montar um relatório de administração para até ajudar em aberturas adicionais as requeridas pelos CPCs, no formato de relatório de administração das empresas, para que não tivesse tantas idas e vindas de analistas falando com os RI's pedindo abertura para conseguir fazer suas análises, então, as empresas abertas foram as pioneiras e as que realmente conseguiam dar transparência mínima para os analistas de crédito, mas não que todas conseguiam, isso não é verdade, sempre as grandes e as líderes, que tinham as melhores equipes conseguiam fazer isso de forma rápida, a SLC fez isso de forma bem rápida, a São Martinho fez isso de forma bem rápida, essa divulgação na época; mas várias que até eram auditadas pelas grandes, mas não eram abertas, você via que faltava uma série de aberturas para que nós conseguíssemos fazer os ajustes e no final das contas o que acontecia é que o banco usava o poder de barganha dele para pedir as aberturas para as empresas a cada revisão de limites, então era uma abertura, meio que, além da auditoria.

Pesquisador: então a abertura sempre era sempre no sentido de identificar os efeitos caixa?

Analista 1: Não todas, claro, a análise de crédito envolve uma série de outras aberturas que não só essas. Dependendo da empresa a gente pede abertura de recebíveis, a gente faz uma análise de concentração, concentração de fornecedores, concentração de clientes. Não é só o efeito caixa, mas até outros pontos das operações da empresa que a gente precisa analisar para ver se ela tem capacidade, o nosso ponto é muito mais ver se ela tem capacidade de gerar caixa e não só se ela gerou caixa, a gente vai fazer projeções e para fazer projeções você precisa confiar que a operação da empresa vai rodar de forma confiável, então por isso que a gente precisa de outras aberturas além dos efeitos caixa e não caixa, que muitas vezes não estão lá, até mesmo aberturas para projeção, você precisa ter abertura de dívidas de longo prazo ano a ano a amortização de cada tipo de dívida para você conseguir projetar o pagamento da dívida anualmente; e muitas empresas, claro que as grandes abertas em bolsa

já sabem que os analistas precisam dessas informações e realmente abrem já, mas as pequenas, as médias, vai, que a gente considera, que são grandes empresas, mas ainda não são abertas, ou são grandes mas não são, de forma grande, negociadas; então algumas delas a gente precisa dessas aberturas adicionais que teoricamente não são mandatórias pelas notas explicativas.

Pesquisador: então você percebeu uma relação entre as empresas que tinham uma melhor informação, mais transparência, um menor custo de capital ou não?

Analista 1: Com certeza, isso é uma ligação direta, transparência, confiabilidade no negócio, transparência em divulgação de informações e pareceres através de grandes auditorias e relatórios de administração completos, feitos pelas empresas, ou seja que ela vai além do que o CPC manda, ela é mais transparente ainda do que o CPC, ela entende o mercado, entende a informação que o mercado precisa e, de primeira, já divulga aquilo como padrão, ela tem uma competitividade de bancos que querem emprestar, crédito para elas, e faz com que esse crédito fique muito barato.

Pesquisador: Tá bom, então nessa direção, basicamente os Ativos Biológicos envolvem uma estimativa interna da empresa, né, do preparador, tá? Mesmo que eu pegue uma empresa de grande porte, que tenha auditoria boa e tal, mas não tenha uma nota aberta assim de cálculo, uma evidenciação da forma como ele definiu esse valor. Isso tinha uma liberdade para reflexo na sua taxa?

Analista 1: então, depende, porque se você tem uma empresa que... [falha de áudio] tem, se não tem, mas vem se mostrando confiável na operação dela no tempo, o mercado acaba confiando na empresa nesse aspecto, e às vezes um tipo de abertura como esse, se ele não é aberto, não implica que vá ou não ter uma mudança, uma relação direta com a taxa, até porque o mercado brasileiro é muito competitivo e se a empresa for boa, porque quando você roda uma nota interna no banco, um *rating* interno, o que as agências de *rating* rodam, elas consideram uma série de fatores, se, por exemplo, a liquidez da empresa ou a alavancagem da empresa compensa, tipo, se for um índice super bom, a nota dela já vai ser boa por esse aspecto, ou seja, que ela tem um colchão de caixa, que ela nunca vai ter um problema de crédito no curto prazo, então mesmo se ela não divulgar com transparência o Ativo Biológico dela, mas ela se mostra uma empresa confiável e tem outros índices que compensam esse risco, o risco da falta da informação, o crédito vai estar disponível mesmo assim, de forma barata.

Pesquisador: Interessante, então, já que o ajuste que você precisa é descobrir o efeito caixa, a informação que você pegaria, contábil, para alimentar a sua projeção, não seria a da DFC logo, livre da variação do valor justo?

Analista 1: A DFC, depende do formato da DFC, muitas empresas, é claro, tem o formato da CVM, né? Mas é, tem empresas que eles abrem a informação de variação do Ativo Biológico da DFC e tem empresas que não abrem, tem empresas que colocam como parte dentro do custo e parte na receita, então isso é super confuso, porque não tem um padrão, então, a gente usa normalmente a informação da DFC porque na realidade eles abrem, na DFC indireta, eles abrem nos ajustes do lucro, né? O custo de efeito não caixa daquela variação de Ativo Biológico, ele entra ali, e daí a gente usa aquele valor, é claro que a gente checa com a

empresa se aquele valor é o efeito não caixa, do que ela aumentou ou diminuiu no ano do Ativo Biológico dela e faz o ajuste, mas ao mesmo tempo tem que pensar no que ela realmente usou de Ativo Biológico, porque se ela coloca tudo numa linha, o que ela usou de Ativo Biológico no período e o que ela não usou de Ativo Biológico no período, mas valorizou ou desvalorizou, a gente tem que separar isso na hora de fazer o EBITDA porque o Ativo Biológico que valorizou e foi utilizado no ano, aquilo é efeito caixa e o Ativo Biológico que não valorizou ou valorizou, mas não foi utilizado no ano e continua no balanço, a gente tem que tirar totalmente porque ele não foi utilizado, então o efeito não caixa é certo. Muitas empresas não abrem, não fazem essa distinção: olha, a variação do Ativo Biológico que eu usei foi essa, a variação do Ativo Biológico que eu não usei, mas eu aumentei porque a estimativa minha mudou, o valor de mercado mudou daquela cana de açúcar, ou o que for, eles não distinguem isso, então por isso que a gente tem que pedir abertura adicional para a empresa, não é o bastante. A mesma coisa com derivativos, você tem lá uma conta de derivativos no resultado da empresa, aí você não sabe se aquele derivativo foi utilizado, foi o efeito... realmente o valor daquele derivativo a mercado você efetivamente usou para o hedge ou se o valor daquele derivativo que você não usou ainda, porque ele não venceu, mas você tem que colocar o do valor dele no resultado...

Pesquisador: aham, no fechamento...

Analista 1: Então, aquilo complica muito, porque o analista na hora de fazer o impacto caixa daquele resultado, ele tem que saber o derivativo que foi o hedge accounting, de fato, e o derivativo que não foi. Pouquíssimas empresas, no Brasil, conseguem provar o hedge accounting. Pra colocar dentro do EBITDA, aquele hedge, que é o hedge real da... de algum ativo. Então, é só pra dar um exemplo, é outro problema sério que os analistas de crédito tem, é o risco de abertura, que as empresas não abrem, qual é o derivativo que elas usaram que elas usaram no período e qual é o derivativo que ainda está em aberto e a gente não consegue ter essa informação de forma clara na Nota Explicativa.

Pesquisador: e essa falta dessa clareza, você pode compensá-la, a nível de definição de taxa, nas outras informações que você falou, respeitabilidade, experiência com o banco, é isso, né?

Analista 1: exato, aí, é claro, é de banco para banco, é política interna, é estratégia interna de cada banco, aí depende do sistema de scoring de cada banco, tem banco que faz o scorecard simples daquela empresa e tem pesos diferentes para esse tipo de medida; e tem bancos que valem, que eles, se o banco, para uma grande empresa, se o contador de uma grande empresa não consegue ter uma discussão desse nível com um analista desse banco, eles já consideram isso como ponto muito negativo, porque eles acham que a administração da empresa está em mãos de pessoas não competentes. Então também tem isso, então daí passa a ter uma certa desconfiança de que aquele contador ou aquele gerente financeiro é capaz de entender o que ele tá fazendo, de forma correta, entendeu? O de avaliar a sensibilidade daquela informação, às vezes eles não entendem por que a gente pede uma informação, isso já é um sinal para o analista de crédito de que aquela pessoa já não é tão preparada quanto ela deveria ser.

Pesquisador: Isso, dependendo do banco, é definitivo para definir a taxa?

Analista 1: não a taxa, mas é definitivo para se dizer sim ou não para uma linha de crédito. Tem muito banco, é porque assim, a taxa, eu olho muito do ponto de vista de risco, de risco

de crédito. Eu não estou pensando na taxa que eu vou cobrar do cliente, quem pensa nisso é o comercial, o cara que está lá na frente do cliente, eu que estou no backoffice, eu vou pensar, peraí, independente da taxa, independente dos juros, eu quero emprestar dinheiro meu para essa empresa? Você acha que ela vai pagar? Eu nem estou pensando tanto em juros, eu penso em principal, o risco do meu principal está com aquele cara. É claro que tem um balanço entre risco e retorno, mas a gente pensa muito no principal, do banco não perder dinheiro no principal.

Pesquisador: Ok, entre as duas informações, se você tivesse liberdade para chegar para um cara do IASB e dizer eu prefiro a informação do Ativo Biológico ao valor justo ou ao custo? Qual das duas seria a sua opção como analista?

Analista 1: ao custo. Ao custo. Porque ao custo a gente sabe qual foi o efeito caixa no momento zero daquela aquisição e na hora de você calcular o EBITDA é um pouco mais fácil de você entender o efeito caixa na hora de você calcular os índices. Mesmo que seja uma coisa desvalorizada, né? E possa... O ponto é que não vai influenciar tanto, eu acho, na parte de rentabilidade, porque o custo, de fato, o custo daquele canavial vai estar impactado na receita, o ponto, o nosso principal problema é confiar no cara que está fazendo o valuation daquele canavial, a gente não sabe se a informação que está lá é a informação correta.

Pesquisador: o pessoal do IASB tem pensado agora em alterar a norma, excluindo do escopo da mensuração ao valor justo aqueles ativos que são os geradores de ativos, o cafezal, o pé de café, o pé de laranja, que estão ao valor justo de ficar apenas ao custo, saindo do escopo da IAS 41 e indo para a de imobilizado, que é o custo menos depreciação, menos o impairment. Ou seja, sairia o efeito do valor justo. Qual é a sua opinião a esse respeito?

Analista 1: eu concordo, porque é um efeito do resultado que não deveria estar lá, no momento que você faz o capex daquele canavial, daquele cafezal, você já tem o impacto caixa, já sabe qual é a necessidade de manutenção daquele canavial que a própria empresa fala, o analista de crédito já vai saber mais ou menos o custo de efeito caixa de você ter a manutenção do canavial, do cafezal, por exemplo. E aquilo, de fato, quando a gente analisa o resultado da empresa a gente já considera esse capex na hora de fazer a projeção, então seria um formato mais simples para o analista de crédito, de fato, se essa mudança acontecesse.

Pesquisador: você mencionou sobre o comercial definir a taxa e também você também restringir a liberação ou não, imagino que isso deva variar de banco para banco?

Analista 1: Claro, não, não, em qualquer banco, a definição de taxa sempre é pelo comercial, em qualquer banco.

Pesquisador: Ok, então, os critérios que eles utilizariam seriam o que?

Analista 1: normalmente o banco estipula uma rentabilidade mínima para uma certa conta, um certo cliente. Como que esse índice é calculado? O tipo de produto, ou seja, o quanto do capital do banco você vai alocar para aquela linha de crédito. Existem linhas diferentes, você vai emitir uma garantia, é só um papel, aquilo não é dinheiro que sai do banco. Aquilo é uma linha de crédito. Você vai emitir uma fiança, uma fiança é uma linha de crédito, mas que não sai dinheiro do banco. Então eu tenho menos capital do banco envolvido nesse tipo de linha.

Certo? Mesmo que o cara do comercial vai lá, a taxa que ele pode cobrar desse cliente é menor, porque o risco desse produto é menor, porque banco não tira do balanço dele no momento zero. Ele só vai ter problema se a empresa, operacionalmente não desempenhar a função, aí o fornecedor ou o cliente vai chamar essa garantia, essa fiança, aí o banco vai pagá-lo em nome da empresa, que é cliente do banco. Mas é uma operação menos arriscada. Então, o que influencia na taxa de um banco: o tipo de linha, vamos supor, uma linha que é uma garantia, com risco menor, que não sai capital do banco no momento zero, você pode cobrar menos por esse tipo de linha. Outro ponto é que qualquer banco, ele usa uma nota para aquele cliente: essa nota, ela é feita partir de um modelo estatístico que usa informações qualitativas e informações quantitativas do balanço. A informação quantitativa do balanço ela é feita no formato, você coloca as informações do balanço da empresa e eles pegam empresas que já tiveram problemas de pagamento histórico e comparam os números dessas empresas que já tiveram problema de pagamento com os números da empresa que a se está pedindo uma nota dentro do sistema. Além dessas informações, tem uma série de informações qualitativas, por exemplo, transparência, qualidade da gestão, a indústria que essa empresa está, uma série de outros pontos qualitativos que você tem que incluir para sair uma nota, essa nota ela também ajuda para definir esse índice, sim, porque cada cliente tem um, a partir dessa nota você vai saber se você vai ter que fazer maior ou menor provisão para esse cliente no balanço do banco. Entra naquele A ao H do Banco Central define para os bancos, isso também vai definir se você vai ter que alocar mais capital ou não para essa empresa. E a partir daí o cara da ponta, o cara que faz o comercial vai usar todas essas informações que o banco fornece, essas notas, então vai sair lá: no mínimo você vai ter que pedir um *spread* de 2% em cima do custo da sua linha. O que o gerente faz? Então, a partir do relacionamento que ele tem com aquela empresa e do desespero, também tem o desespero da empresa, se a empresa não é tão boa e você é o único banco que quer emprestar para ela então você pode cobrar muito mais. Mas se você tem uma empresa que é média, que não é uma empresa super boa, que tem uma nota boa no sistema do banco, mas tem cinco bancos querendo emprestar aquela linha, você tem que diminuir de qualquer jeito, senão você não vai nem tirar, não consegue nem ganhar nem aquela parceria com aquela empresa. Então, depende de uma série de fatores, não só do..., é uma série de fatores, mas é claro que a nota do balanço também impacta isso.

Pesquisador: Existem situações de que uma nota que a desqualifica a proposta e deveria indicar negação, mesmo assim, ela é contradita e é aprovada ou não?

Analista 1: depende. É claro, tecnicamente eu vejo que o pedido parece vai ter fluxo de caixa para não pagar o nosso principal de volta, daí entra a garantia, tem empresa que dão garantia, o que entra? Tem garantia que chama garantia tangível e tem empresas que dão garantias intangíveis. As empresas que dão garantia tangível, é um mitigante para você falar ok, já que você está me dando uma garantia que equivale a 150% do valor do empréstimo mais juros, aí ok, porque mesmo quando desvalorizar com o custo de venda que eu vou ter com esse ativo no mercado, com a desvalorização porque está lá no meio de sei lá onde, normalmente a gente faz isso, né? Empréstimos específicos para commodities, coisas que conseguem ser vendidas como commodities como açúcar, álcool, cana, tem uma série de empresas especializadas no Brasil que conseguem monitorar essas garantias de forma eficiente, então se se você tem uma perda de crédito com um cliente em que você tem uma empresa de monitoramento que garante que aquele canavial vai estar lá, não cortado, se a empresa não te pagar aquele canavial vira seu e consegue transformar aquele canavial, aquele açúcar que está em estoque em liquidez para o banco através dessas empresas, então essa garantia física, uma garantia de até dinheiro, se for a necessidade, você consegue aprovar aquele crédito que

você não aprovaria pela nota somente, e além disso, você fala de empresas multinacionais, uma parente, a empresa matriz fora do Brasil que pode dar uma garantia verbal, você tem um fluxo de caixa inteiro fora do Brasil que você pode usar como argumento e daí você consegue aprovar aquilo com outros argumentos sem ser o balanço só da empresa ou a empresa por si.

Pesquisador: entendi, era isso mesmo, ainda mais do que a gente precisava, obrigado.

Entrevista 2: banco de grande porte – internacional.

Pesquisador: eu queria começar com você me contando a respeito da sua experiência com crédito, como você começou e quais os cursos que já realizou:

Analista 2: comecei em 2003 em crédito, fiquei dois anos como estagiária na área de crédito no Bankboston, depois em 2005 fui efetivada como analista, fiquei no Boston até 2008, em 2012 fiz um ano de sabático, em 2013 entrei no Banco X e estou lá até hoje.

Pesquisador: Nesse período você teve algum treinamento específico sobre Ativos Biológicos?

Analista 2: Nada além do que eu já havia visto no mestrado. Que quando estava começando o CPC chegamos a ter algumas discussões, depois quando os CPCs foram publicados, mas nunca nada específico para isso.

Pesquisador: em relação ao uso da contabilidade, sem adentrar em detalhes específicos sobre Ativos Biológicos, você considera as Demonstrações Contábeis relevantes para o processo de análise de crédito?

Analista 2: muito relevantes.

Pesquisador: desses dados que você tem conseguido obter, tem notado alguma diferença entre as companhias abertas e fechadas?

Analista 2: sim, tem grande diferença.

Pesquisador: basicamente você atribui isso à obrigação do regulador?

Analista 2: no caso, penso que tenha alguma relação com o regulador, primeiro porque obriga a ter notas explicativas. E conteúdos mínimos para DRE, DFC... o que já é meio caminho andado. Depois tem inclusão das notas explicativas, que também acabam suprimindo um pouco mais de informação. Então basicamente melhoram a compreensão do Balanço e da DRE.

Pesquisador: Você nota que essas empresas que têm melhor qualidade de informação, nota que isso traz alguma diferença em nível de custo de capital?

Analista 2: ah, na prática, influencia. Na verdade eu acho que o processo é um pouco o inverso. Quando as empresas disponibilizam mais informação e de forma estruturada, normalmente é porque são empresas melhores e, logo, não só em termos de serem empresas melhores, mas de serem melhores em seu setor. Então elas terão maior poder de barganha, naturalmente, o mercado acaba oferecendo melhores condições para elas.

Pesquisador: então numa competição de *spread*, vocês não teriam muita flexibilidade para mexer.

Analista 2: então, no caso, já são empresas que estão na bolsa, ou se não estão na bolsa, normalmente já têm título público de dívida, debêntures e tal. Então são empresas com muitas opções de captação. Então essas empresas acabam recebendo condições melhores para poder concorrer com o mercado de capitais.

Pesquisador: No seu dia a dia, quais os dados contábeis mais relevantes que você considera mais importantes?

Analista 2: no caso a gente busca endividamento bancário, EBITDA, proporção entre bancos e PL, no sentido de alavancagem, MtM, é de um modo geral, qual é a dívida líquida dela, no mais a gente procura liquidez, dependendo se a empresa está em expansão, a receita líquida, no mais dívida líquida sobre EBITDA.

Pesquisador: quando tem um projeto de investimento, você usa fluxo de caixa e se usa quais os dados que utiliza, os da DRE ou da DFC?

Analista 2: sim, claro, usa sim, quando tem operações de longo prazo, tem que ver se a empresa tem condições de repagamento. Para a projeção, uma coisa está ligada a outra, primeiro carrega a DRE e depois, com a DRE inputa o dados da DFC, depois você estressa. Na DRE você vai projetar um valor para o faturamento, você vai projetar um aumento no resultado do EBITDA, os custos, depois as despesas, até chegar no EBITDA. A partir do EBITDA você começa a DFC, então a nossa DFC não começa do lucro líquido, começa do EBITDA, mais ou menos. E aí, do EBITDA você tira os impostos, você tira despesa Capex, você tira despesa financeira e chega num fluxo líquido de caixa, né? E daí, você avalia se a empresa vai conseguir pagar a dívida ou não. Então primeiro a DRE e depois a DFC.

Pesquisador: Quais outras informações, não contábeis, você consideraria para avaliar a proposta?

Analista 2: com certeza a gente pergunta para ele, a gente tenta entender como é a operação dele, tenta entender, além disso, como está o setor dele. São duas questões que a gente tem que levantar para entender como está estruturado o ciclo operacional dele, até porque aí já fica sabendo qual é a necessidade dele de caixa, por exemplo, tenho clientes, meus clientes são pulverizados ou não, dependência de algum cliente, um item relativamente importante, por exemplo, quem tem como cliente agora a Petrobras está sofrendo com a empresa, então

seria concentração de clientes, fornecedores e ainda conhecer os concorrentes, para saber se ele é uma pequena operação, se ele é médio, enfim. Então a gente vai confrontar os números financeiros dele com esses outros itens.

Pesquisador: especificamente em relação aos Ativos Biológicos, entre as DFs que você analisou, teve alguma que você encontrou dificuldade para entender como se calculou o valor justo?

Analista 2: sim, normalmente não fica muito claro, eles falam sobre os Ativos Biológicos, mas assim, tantos milhões em cana, tantos milhões de outro item, às vezes não fica muito claro, o que a gente precisa saber é exatamente da variação, quanto foi só pelo crescimento da planta e quanto, por exemplo, teria tido alguma coisa que teria efeito caixa no futuro.

Pesquisador: isso é relevante para você?

Analista 2: claro, quando a gente pensa em crédito, pensa em capacidade de repagamento e normalmente, se constitui em avaliar o caixa.

Pesquisador: e você isola esse efeito caixa como?

Analista 2: então, é difícil! A gente fica sem saber, do Ativo Biológico o quanto daquilo é variação de tempo, a cana cresceu 20 cm e já vale mais, isso não tem efeito caixa imediato, ou se tem, se teve alguma coisa, que quando a variação é positiva, eles jogam como receita na DRE, né? E ainda, tipo, quanto daquela receita teve efeito caixa naquele período ou não. Então essa é a dificuldade, eles não deixam isso claro.

Pesquisador: em uma situação em que você não perceba muito interesse do preparador em deixar isso transparente em nota explicativa, isso deixaria para você algum tipo de desconfiança?

Analista 2: com certeza, porque você não sabe se de repente ele não mostra... em diário oficial você até entende, é porque tem um espaço limitado para publicar, mas se no balanço normal em que pode ter uma nota explicativa melhor, ele não faz, com certeza. É diferente se a variação da receita for muito grande, se tem um valor muito relevante na receita e não se tem uma explicação sobre isso, fica muito estranho, porque aí, de uma forma conservadora eu posso não considerar ela, por exemplo.

Pesquisador: quando você desconfia sobre a informação e você desconsidera-la, isso pode afetar a análise de crédito, por exemplo: poderia não liberar o crédito, poderia liberar com um volume menor ou ainda liberar com taxa maior. Você tem percebido isso acontecendo?

Analista 2: nas empresas de agribusiness, os valores não tem sido tão relevantes a ponto de mudar a capacidade de repagamento da empresa, então às vezes o que está acontecendo é que se eu tirar alguma receita através de um ajuste, se eu quiser ser conservadora e tirar alguma receita, ela não vai impactar muito a capacidade de repagamento dela. Então no meu dia a dia não tenho sentido isso, mas provavelmente em outras empresas, ou instituições, dependendo do tamanho das operações, se houver um caso de tirar isso e ficar claro que ela tem problema

para gerar caixa, com certeza pode afetar, sim. Até no sentido de não liberar dinheiro, pode dar menos dinheiro, com certeza pode impactar.

Pesquisador: se você tiver poder de opinar sobre a norma contábil, você prefere a informação do Ativo Biológico ao custo ou ao valor justo?

Analista 2: eu prefiro, eu não tenho problema com o valor justo, eu não tenho problema com isso, desde que ficasse claro o que teve efeito caixa ou não.

Pesquisador: e se ficar como está hoje?

Analista 2: se ficar como está hoje, na receita, fica a dúvida tem efeito caixa ou não?

Pesquisador: então você prefere ao custo?

Analista 2: se a gente conseguisse aberto no que tem efeito caixa ou não, eu não teria nenhum problema com o valor justo.

Pesquisador: em relação à norma, especificamente, sobre a retirada dos ativos reprodutivos do Ativo Biológico e deixar como imobilizado, ficando apenas ao valor justo aqueles ativos que vão, de fato gerar caixa, o que você acha?

Analista 2: eu acho interessante, eu acho melhor.

Pesquisador: sobre a decisão de liberação de crédito, das instituições que você trabalhou, o seu parecer é definitivo para a aprovação do crédito ou isso depende mais do comercial ou outras instâncias?

Analista 2: nossa, depende muito de cada caso, o parecer é só uma parte do processo, sem dúvida nenhuma, a questão comercial, se for colocar na balança, de 30 a 40% o parecer do analista e o restante é do comercial. O que conta muito é o apetite do banco e aquela empresa naquele setor, e o momento em que ocorre a operação, é o que conta bastante.

Entrevista 3: banco brasileiro de grande porte

Pesquisador: a sua formação foi em que área?

Analista 3: graduação em matemática e mestrado em economia

Pesquisador: teve formação específica em crédito antes ou em treinamento já no banco?

Analista 3: quando eu estava na Deloitte, como eu não era formada em contabilidade, eles deram uns treinamentos bem básicos. Eu tinha visto pouca coisa de contabilidade, o foco era bem de valuation mesmo, achar um EBITDA. Já dentro do BBA, somos 23 na área de

crédito, como eu vim de consultoria e tenho interesse, posso dizer que sou a que mais sei, o que não quer dizer que eu seja boa. O foco é bem financeiro lá mesmo.

Pesquisador: Já avaliou alguma empresa de agronegócio com Ativo Biológico?

Analista 3: já, era um empréstimo porque eles queriam fazer uma expansão, adquirir terreno, aumentar maquinário. Um projeto de longo prazo.

Pesquisador: você considera a informação contábil para seu trabalho, como relevante ou acessória?

Analista 3: Relevante

Pesquisador: é definitiva para você formar opinião?

Analista 3: não é a única, mas é importante.

Pesquisador: em termos de fonte de informação, você utiliza itens que balanço, DRE, DFC?

Analista 3: balanço e DRE... E estrutura societária também.

Pesquisador: DFC?

Analista 3: Sim, a pelo método indireto e daí a gente acaba modificando algumas coisas, mas a do indireto, basicamente.

Pesquisador: As informações adicionais, quais as informações adicionais que vocês mais usam?

Analista 3: Se for um Ativo Biológico, um laudo de uma empresa de engenharia, alguma consultoria, EBITDA e índices de dívida. Para saber que o fluxo de capital deles não vai ser consumido por outra dívida que ele tenha, algum *covenant*, para que a gente sempre tenha preferência. Então coloca algumas restrições para a entrada de algum sócio, algum M&A, a put é imediata. Eu diria, EBITDA, dividendos, estatuto social e índices de dívida.

Pesquisador: Dentre as empresas que você avaliou houve empresas abertas e fechadas?

Analista 3: mesmo que seja fechada a gente exige que tenha auditoria e tem que ser Big Four.

Pesquisador: percebe diferença entre auditorias de grande porte e de pequeno porte, em termos de qualidade?

Analista 3: percebo.

Pesquisador: então o fato de haver passado a ter uma auditoria de maior porte e com maior

qualidade, isso impacta a sua avaliação?

Analista 3: impacta. A maioria das coisas que a gente percebe quando entra uma auditoria Big Four, o pagamento de impostos, que estavam em aberto ou que eram pagos a uma alíquota errada, e trabalhista. Então abrem muitas provisões trabalhistas que apareceriam e comeriam fluxo de caixa.

Pesquisador: então o passivo fica mais próximo da realidade?

Analista 3: fica mais inchado

Pesquisador: na avaliação de Ativos Biológicos, houve indicação das premissas que eles utilizaram para calcular o valor justo?

Analista 3: tinha as notas explicativas, mas eu nem cheguei a reparar. A única coisa que me chamaria a atenção seria alguma nota que diria que o que o número que está no balanço é 100, mas se utilizar o método contábil, será de 1 milhão. Mas a gente usa o que está no balanço e não em nota explicativa.

Pesquisador: o principal aspecto para uma estrutura de longo prazo seria seu fluxo de caixa projetado?

Analista 3: Isso, a gente praticamente joga fora o que o cara fez e faz o nosso. Eu vou em cima do meu.

Pesquisador: para você refazer o seu, usa mais elementos que vem do fluxo de caixa ou do resultado?

Analista 3: do resultado.

Pesquisador: e como você consegue isolar da receita o quanto está misturada com o valor justo?

Analista 3: acho que eu nunca isolei.

Pesquisador: sempre a própria receita que está no resultado?

Analista 3: isso, o que a gente contesta é se uma receita cresce muito de um ano para o outro, o que é esse efeito? Se a explicação não é muito convincente, a gente mantém um crescimento constante.

Pesquisador: nota muita diferença entre a receita fiscal e a divulgada na demonstração do resultado?

Analista 3: sim.

Pesquisador: a sua base, então para a projeção, é o EBITDA ajustado?

Analista 3: isso, eu ajusto o que não é recorrente, eu questiono todas as receitas, as despesas, todos os custos. O que não é recorrente eu tiro. Isolo o que é de sazonalidade. Se tem algum benefício fiscal que está para vencer eu considero vencido. O pior cenário possível.

Pesquisador: sobre o EBITDA, o interesse é retirar os efeitos não caixa, certo? Não lhe ocorreu de retirar do EBITDA o efeito da mensuração ao valor justo de Ativos Biológicos?

Analista 3: não.

Pesquisador: você acha que há a necessidade de aperfeiçoar o seu modelo?

Analista 3: pelo que eu tenho lido e visto nas aulas eu entendo que sim. Mas acho que não é algo do conhecimento do pessoal aqui. Conversei com um diretor meu sobre o assunto e na hora que falei de valor justo de Ativo Biológico, ele tinha na cabeça muito mais o laudo de um engenheiro do que o valor justo contábil. Ele é engenheiro, inclusive, ele pedia muito mais esse lado de validações, se o crescimento da planta vai ser do jeito que no projeto está, do que com a parte contábil, em si.

Pesquisador: em termos de mudança de norma, você já deve ter visto nas aulas, a exclusão de ativos que geram outros ativos, o pé de café, o pé de laranja, o boi reprodutor, que vão passar a ser imobilizado, marcado ao custo e não mais ao valor justo. Na sua opinião isso é uma coisa boa para o analista, ou não?

Analista 3: Não.

Pesquisador: então você prefere que continue ao valor justo.

Analista 3: isso, a gente evita pegar um imobilizado muito grande, empresas, a gente chama de empresa muito engessada, que tem um Não Circulante muito... muito forte diante do circulante.

Pesquisador: então, hoje o Ativo Biológico já está no Não Circulante para as culturas permanentes.

Analista 3: é, então a gente faz algumas adaptações. Imobilizado não é algo muito bem visto.

Pesquisador: mesmo que seja algo só uma classificação contábil, que vai tirar um aspecto de discricionariedade do preparador da informação?

Analista 3: é, porque a gente tem alguns índices que entra em consideração o imobilizado,

então quanto mais imobilizado, pior vai ser o índice.

Pesquisador: então você não poderia fazer um ajuste no seu imobilizado para não correr esse erro?

Analista 3: poderia, mas eu acho que esse imobilizado não deveria estar refletido no índice, a gente faria o ajuste e o índice não teria o ajuste, né?

Pesquisador: nesse caso, o que vai acontecer, é que o que vai sair da norma é que o pé de café que hoje está ao valor justo, vai passar a estar marcado pelo custo, sem estar afetado pela formação de premissas do contador ou do engenheiro. Vai ser tudo só do que foi gasto mesmo, que foi caixa. Então você poderia extrair isso do imobilizado e somar com os Ativos Biológicos, só que sem estar afetando o resultado.

Analista 3: é, só que aí eu não sei se os analistas dos bancos vão ter essa sensibilidade.

Pesquisador: então, para efeitos de projeção sua, valuation que você quer descobrir o efeito caixa, você prefere ter esses ativos ao custo ou ao valor justo?

Analista 3: Acho que ao valor justo.

Pesquisador: mesmo que ele seja preparado pelo contador e você tenha que refazer o seu?

Analista 3: é que no fundo eu sempre vou refazer. O banco sempre refaz.

Pesquisador: e esse refazer, como você consegue isolar esse fato?

Analista 3: Não vai ter a linha contábil falando disso?

Pesquisador: é que geralmente fica meio obscuro, porque as vezes está na receita, às vezes está no custo.

Analista 3: é que a gente pede a DRE aberta antes de zerar e tudo que é linha que a gente não considera a gente joga como outras receitas, outros custos, para fora do EBITDA.

Pesquisador: e como você faz para ajustar o custo do produto vendido que está com o valor justo embutido?

Analista 3: não sei dizer.

Pesquisador: em termos de procedimentos internos, o seu parecer, como analista, o parecer técnico, ele é definitivo para a concretização da operação?

Analista 3: não, a gente tem uma área contábil interna também.

Pesquisador: então não é uma posição definitiva, passa pela contabilidade e depois passa pelo pessoal do comercial, é isso?

Analista 3: Isso, mas a contabilidade olha muito mais o lado do banco, ela vê o impacto para o banco, ela não vê o impacto para o cliente.

Pesquisador: o do cliente é seu?

Analista 3: o do cliente fica só comigo. O que a gente faz, às vezes, é compartilhar a nossa visão com a auditoria do cliente, até para pegar mais inputs, mais detalhes.

Pesquisador: mas para concretizar a operação, a sua opinião é definitiva?

Analista 3: é uma mistura, toda operação que a gente faz, leva para três comitês, então se não é aprovado no primeiro comitê, vai para o segundo, para o terceiro e para o nível de delicadeza, né? Quanto mais delicada a situação, o tipo de estrutura, mais sênior é o comitê que a gente leva. Mas daí a gente usa um índice que chama RAROC, que é para ver o retorno do acionista do banco, quanto que ele vai ver, é considerado a mitigação, tudo o que a gente consegue de garantia, como que eu vou cobrir esse risco, o risco imagem, a gente vai ver quem é esse cliente, como é a relação dele dentro do banco, a nossa análise e análise da contabilidade, mas a contabilidade vai analisar como que a operação fica dentro do balanço do banco, se é como investimento, se fica, se não fica, se tem capital regulatório suficiente para a operação. E pela Cosif, tem alguns índices que a gente não pode estar comprometido mais que 11% com o mesmo cliente. Então teria que ver como vai ser o ranking do cliente. Mas a contabilidade é puramente para o banco. Em termos de Cosif. Então dentre essas a minha análise, eu diria que é a mais importante, em segundo eu diria que é o risco imagem. Principalmente agora que está um mercado bem instável. Eu diria que é o segundo mais importante e a contabilidade só tem que dar ok, porque a gente força eles darem, não que eles concordem.

Pesquisador: então, já teve situações em que você posicionou contrária e mesmo assim, a operação foi pra frente?

Analista 3: sim, se o comitê... é que como eu tenho mais peso acabo ganhando, mas já teve situações em que a contabilidade colocou algumas ressalvas.

Pesquisador: você consegue, então, tornar a operação mais cara a nível de distribuir dividendos (banco de investimento) se você perceber um maior risco?

Analista 3: consigo, eu faço ele colocar no estatuto um dividendo desproporcional.

Pesquisador: então, vai refletir na taxa de retorno sua o risco que você está percebendo.

Analista 3: consigo, inclusive um dividendo diferente ao longo dos anos, no começo, nos primeiros cinco ou seis anos, é mais pesado e depois, mais suave, alguma coisa assim, ou se ele tem uma holding, ou uma empresa forte no grupo, eu posso fazer uma taxa de dividendo

que fique mais suave, mas com uma put contra uma empresa de cima.

Entrevista 4: banco de grande porte brasileiro - gerente

Pesquisador: a sua origem no crédito tem quanto tempo?

Analista 4: tenho mais de dez anos.

Pesquisador: a sua área de formação é contabilidade?

Analista 4: Não, é administração. Tenho especialização em contabilidade, mas formação é em administração.

Pesquisador: Na sua experiência com crédito, você já fez algum curso de atualização ou analisou empresa de agro que tenha reportado Ativos Biológicos nos últimos quatro anos?

Analista 4: Sim, claro, é o dia a dia nosso, a nossa carteira de açúcar e álcool é muito relevante, é o nosso dia a dia.

Pesquisador: Então a sua experiência é mais no sucro-alcooleiro?

Analista 4: Sim, tem outras, só que o sucro-alcooleiro é muito representativo, ele é todo o tempo, o tempo de nossa área de análise é tomado pelo sucro-alcooleiro. Em termos tanto de volume quanto de quantidade.

Pesquisador: as empresas que você analisou envolvem tanto empresas abertas quanto fechadas?

Analista 4: Sim, todas em nossa carteira, o agronegócio.

Pesquisador: existe alguma diferença no tratamento entre uma empresa que é auditada e avaliada, que é aberta e outra que é uma limitada, vocês pedem mais informações?

Analista 4: eu acho que você tem um grau de confiabilidade maior entre as empresas de capital aberto. Mas hoje você as outras grandes empresas, principalmente entre as de açúcar e álcool, mesmo as empresas que não tem capital em bolsa, que são bastante, em que a qualidade de informação é boa, uma grande parte dessas empresas vem dessa forma hoje. A qualidade da informação é boa, os balanços são auditados, mais ou menos no padrão de informação que a gente solicita. Não sei se dá para dizer que tem essa diferença.

Pesquisador: nessas Demonstrações Contábeis tem percebido algum grau de melhoria na qualidade das informações?

Analista 4: sim, com certeza melhorou muito, em IFRS você ampliou a abertura de contas, e as próprias auditorias, se você pegar as de cinco anos atrás, não temos a qualidade da informação que nós temos hoje. Então melhorou, sim, não tem dúvida, ainda falta, falta uma padronização, até acontece de uma mesma auditoria uma empresa ter uma informação e um nível de detalhamento que não tem em outra, e ambas são auditadas, mas já melhorou bastante.

Pesquisador: dessas informações contábeis que você coleciona quando o cliente monta o cadastro, você atribuiria um grau de importância à contabilidade, entre irrelevante, uma posição de conforto ou definitiva?

Analista 4: são definitivas, sem dúvida, são muito relevantes. O balanço e as demais Demonstrações Contábeis são muito relevantes. Tanto você vê isso claro, que você tem avaliações favoráveis e desfavoráveis. Lógico que você tem uma série de outras questões que compõem a análise, não é só a demonstração contábil, mas ela tem um peso muito grande.

Pesquisador: em termos de modelo de projeção, vocês utilizam algum modelo de fluxo de caixa?

Analista 4: sim, fluxo de caixa, fundamentalmente. Lógico que você detalha mais, ele é muito mais uma peça de... você usa essa informação, você traz condições de acordo com a sua necessidade, com a demanda do cliente, depende do que ele está pedindo de crédito. Se é uma obrigação de curto prazo você não precisa fazer um fluxo de caixa, mas se se tratar de um projeto, um financiamento, a gente utiliza um fluxo de caixa, porque é uma condição diferente.

Pesquisador: Para alimentar o modelo de fluxo de vocês, você utiliza mais elementos que vêm da DRE ou da DFC?

Analista 4: das duas, são complementares, porque você tem um conjunto, acessa a algumas ferramentas, como por exemplo o EBITDA, né? Você depende para fazer um fluxo de caixa.

Pesquisador: além das Demonstrações Contábeis, as informações adicionais que vocês pedem para fazer o cadastro, podem ser consideradas mais importantes ou menos do que a contabilidade, ou são iguais?

Analista 4: a contabilidade é mais relevante, no caso dessas empresas que estão no nível das que a gente está falando, aquelas que tem balanço auditado, que têm um histórico de confiabilidade, então a demonstração contábil é mais relevante. Acho que ela perde um pouco a relevância quando você vai para um varejo, para empresas menores, conforme você avança na qualidade das informações, isso tem a ver com o tamanho da empresa, as Demonstrações Contábeis passam a ser mais relevantes.

Pesquisador: em termos contábeis, poderia me dizer algumas variáveis que são importantes

para a definição dos limites, específicas da contabilidade?

Analista 4: quais são os indicadores que influenciam a decisão, é isso? A gente tem mais ou menos um modelo de acreditação que considera o faturamento líquido, EBITDA, lucro líquido, patrimônio líquido, dívida líquida, estoques, são as contas principais que a gente acredita importantes para o banco obter.

Pesquisador: dentro, especificamente de Ativos Biológicos, na mensuração ao valor justo, você encontra facilidade ou dificuldade quando vai tentar verificar como ele foi avaliado.

Analista 4: essa questão do valor justo é interessante pelo seguinte: o ponto de vista nosso aqui no crédito muitas vezes não é o ponto de vista do investidor, isso é importante se destacar, por que? Do ponto de vista do investidor essa questão do cálculo do valor justo, o valor justo em si, a relevância ou a qualidade da informação é muito mais importante para o investidor porque isso se reflete no tamanho do patrimônio líquido da empresa. Aqui no crédito eu estou muito mais preocupado com o fluxo de caixa do que com o valor da empresa diretamente, entendeu? O fluxo de caixa é muito mais importante para você, para saber se vai liberar ou não. Isso faz com que a questão específica do valor justo, que é uma espécie de avaliação, uma proxy, ela é menos importante, por exemplo, do que a amortização do Ativo Biológico, você saber o que é aquela amortização, você saber qual é a influência daquilo no cálculo do EBITDA, acaba sendo mais importante. Do ponto de vista de fluxo de caixa, o cálculo do valor justo é nulo, ele pode dar cem, pode dar um milhão, o fluxo de caixa é zero, é apenas contábil, né? Se você está olhando para fluxo de caixa, o valor justo sempre é zero, não tem efeito nenhum no caixa da empresa.

Pesquisador: e quando você pega uma demonstração que tenha um resultado de valor justo significativo e a nota explicativa é pouco esclarecedora, só menciona que é um método proprietário, isso traz algum tipo de desclassificação na sua opinião?

Analista 4: eu acredito esteja sendo visto pela auditoria, passou pela auditoria, a auditoria checkou. O próprio balanço, pelo que a gente tem visto, as informações são muito sucintas, não há referência de preço, ou outro critério. O analista de crédito não chega a olhar tanto isso para dizer que isso, essa informação alterou a decisão. Então a gente acredita mais no parecer de auditoria. Que olhou e gostou do que está sendo feito. Para efeito de valor justo.

Pesquisador: então você não chega a questionar o cálculo do valor justo, isso não é relevante?

Analista 4: para análise de crédito, não. Agora eu preciso saber, por que eu preciso saber? Não é o critério de cálculo do valor justo, mas forma como utilizou, o que isso provocou na demonstração contábil, do ponto de vista de fluxo de caixa. Um exemplo, foi feito um cálculo de valor justo, afetou o patrimônio da empresa através de uma receita e que não é receita com reavaliação de Ativo Biológico. Aquela conta pode ter ido embaixo e estar afetando o resultado da companhia. E a gente tem observado muitas vezes que essa receita entra muitas vezes, a própria auditoria e a empresa também, coloca isso como redutora de receita, como um complemento. Já vi vários casos aqui. Então o analista que não foi orientado, pode não ter visto aquilo e acaba avaliando a empresa de forma errada, não percebeu aquilo dentro e não reverteu uma receita que não tem efeito caixa. Mas, então,

assim, o valor justo pode não ser tão significativo para efeito de fluxo de caixa, mas ele pode distorcer o fluxo de caixa se o analista não souber de onde vem aquele valor, tanto para mais quanto para menos.

Pesquisador: qual seria a sua receita para fazer esse ajuste e reverter o efeito?

Analista 4: na verdade, assim, né? O ideal seria o que algumas auditorias já começaram a fazer isso, deixar em uma linha separada na Demonstração do Resultado. Mas a gente ainda tem vários balanços que não procedem dessa forma.

Pesquisador: se eles separassem a receita, nesse caso o custo (CPV), não estaria contaminado também, porque no momento da colheita, o Ativo Biológico vai obrigatoriamente ao valor justo, então a baixa do estoque estaria também influenciada pelo valor justo não é?

Analista 4: Sim, estaria influenciado. Como a gente tem o foco no fluxo de caixa, é provável que essa receita, lá fluxo de caixa não esteja impactado.

Pesquisador: no ano que vem eu creio que deve sair uma revisão da norma, que vai retirar do escopo do Ativo Biológico as *bearer plants*, que são as plantas ou animais que geram outros animais, e devem vir a ser tratados como imobilizado, para ser depreciado, então deixaria de ter o impacto do valor justo dessas plantas e desses animais no resultado, restando apenas os dos frutos. Qual a sua opinião sobre essa decisão do IASB?

Analista 4: Bom, eu prefiro não avaliar, eu ainda não cheguei a estudar e a ver isso com mais detalhe, todo o Ativo Biológico demorou um tempo para analisar e adotar um tratamento, prefiro não opinar.

Pesquisador: quanto à estrutura interna, quando você ou um analista subordinado dá um parecer sobre uma proposta, esse parecer é definitivo?

Analista 4: Não, existem várias instâncias. Para você ter uma ideia. Se um analista der um parecer, primeiro tem que formar consenso com o gerente dele. Acima do gerente tem o diretor. Depois do diretor tem um comitê. Então são várias instâncias. Então o parecer do analista é alterado pelo menos umas duas ou três vezes.

Pesquisador: em uma eventual análise negativa, o impacto sobre a visão do analista pode se dar de que forma? Sobre o *spread*, sobre o volume liberado?

Analista 4: Você está dizendo que o analista realizou a análise e não recomendou aquele pleito, correto? Até que ponto essa análise afeta a decisão final? Ok, acho que acontece de tudo. Do ponto de vista de crédito, essa questão da taxa acontece, mas do ponto de vista de crédito, falando das instâncias do crédito, não é a... a questão da taxa não é a lógica do crédito. O crédito nunca vai fazer uma operação, vai recomendar uma operação porque ela é mais lucrativa do ponto de vista econômico. Essa situação nunca vai acontecer. O crédito nem vai fazer, não é só por causa de taxa, é por causa de garantia também. O crédito não vai dizer não quero fazer essa operação, não acredito na empresa, não quero fazer esse negócio, vou fazer pela garantia. O analista não faz isso, ou a empresa tem condições de honrar, ou

não vai recomendar. Podem até, as decisões de instâncias superiores, do comitê, vir a decidir com base nesse critério, mas o analista não vai recomendar uma operação nem com base em taxa e nem com base em garantia. Mas a sua pergunta, até que ponto, né, o analista não faz uma recomendação, isso vai passar por várias instâncias, isso com certeza pega, o gerente vai analisar com base naquela avaliação, com certeza vai pesar na hora da avaliação, com certeza de um peso. Daí vai depender de várias questões, vai passando por várias alçadas, por lugares, é o que você falou, a decisão não é com base só na análise. Tem questões de serviço, que o comitê pondera, questões comerciais, então isso pode mudar.

Entrevista 5: banco de grande porte brasileiro

Pesquisador: qual a sua formação básica na área?

Analista 5: fiz contabilidade na FEA.

Pesquisador: Saindo da FEA já entrou para o banco?

Analista 5: entrei em 2008, sem saber onde eu iria entrar, mas aí entrei no crédito.

Pesquisador: recebeu algum treinamento sobre Ativos Biológicos?

Analista 5: na verdade não recebi nenhum treinamento, mas avaliei empresas de Ativo Biológico.

Pesquisador: em termos de informações contábeis, os demonstrativos são utilizados na sua análise de crédito?

Analista 5: sim, são. Resultado, balanço, fluxo de caixa, dependendo do valor que era solicitado, se o limite era bom, normalmente a gente só olhava balanço e demonstração de resultado. Em relação às empresas de pequeno e médio porte, poucas eram as que já enviavam, em casos bem simples, era um processo mais rápido, com menos alçadas, a gente mesmo decidia. Já o processo podia ser mais demorado dependendo da finalidade.

Pesquisador: quando você montava suas projeções de longo prazo, você utilizava mais dados da DRE ou da DFC?

Analista 5: eu utilizava dados da DRE e ligava para a empresa para me informar no que a empresa ia investir, o que projetava de EBITDA, mas a base era a DRE.

Pesquisador: para você formar sua opinião, o peso da contabilidade é pouco importante, irrelevante ou só um acessório para uma posição de conforto ou definitiva para formar

opinião?

Analista 5: muito importante. Sem dúvida a contabilidade era definitiva, sem ela praticamente se descartava a análise. Dependendo da situação, deixava minha opinião e deixava os superiores decidirem.

Pesquisador: vocês pediam muitos documentos adicionais, além dos que o pessoal te entregava ou não?

Analista 5: além do balanço, pedia faturamento mês a mês, pedia dívida bancária, quanto do próprio banco era em relação aos demais, o imposto de renda dos sócios, demais informações de fornecedores, principais clientes, se for empresa que for fazer investimento, um projeto do investimento.

Pesquisador: percebia muita diferença entre as empresas CVM, que tinham auditoria e aquelas que não?

Analista 5: sem dúvida, as empresas de médio e pequeno porte nem notas explicativas tinham, aí a gente fazia análise, terminava, juntava as dúvidas e aquilo que eu queria ver em notas explicativas ligava para a empresa e pedia para abrir as contas, ou por email. Já o balanço auditado com as notas explicativas melhoravam consideravelmente a qualidade.

Pesquisador: você acha que essa melhor qualidade contribuía para uma melhor opinião sua?

Analista 5: resultava em uma melhor informação, ajudava, mas mesmo assim, para tomar crédito eram outros fatores, relacionamento, parentesco com alguém do banco, isso interfere na decisão. Outros fatores, gerente comercial pressionando, metas.

Pesquisador: quais outros pontos contábeis mais importantes na sua análise?

Analista 5: capacidade de geração de caixa, EBITDA, prazos médios, estoques, fornecedores, dívida bancária também importa muito, e o patrimônio líquido, acho que esses eram os principais fatores, se tinha dívida, imobilizado, se conseguia gerar caixa próprio.

Pesquisador: quando você analisou Ativos Biológicos, houve indicação sobre as premissas utilizadas para calcular o valor justo?

Analista 5: não houve a divulgação da premissa, a empresa utilizou a mensuração ao valor justo, mas não mencionou como calculou.

Pesquisador: isso causou desconfiança de sua parte?

Analista 5: eu tinha pouca informação sobre Ativo Biológico, era uma novidade, li o CPC, o CPC explica parte do assunto, mas as aulas me ajudam bastante, Confesso que na época nem havia percebido essa situação. Como o balanço era auditado, vamos dizer que eu confiei na

informação.

Pesquisador: nesse caso, era um projeto de investimento, você projetou fluxo de caixa?

Analista 5: era empresa pré-operacional, fez investimento, mas só pediu recurso para financiar o ciclo operacional.

Pesquisador: se você tivesse que projetar fluxo de caixa para ela, usaria dados da DRE ou da DFC?

Analista 5: para projetar... normalmente seria pela DRE

Pesquisador: e quais ajustes você faria pela DRE? Já que o valor justo está misturado?

Analista 5: eu tinha percebido a receita de avaliação de Ativos Biológicos junto com a receita de vendas, na época eu tinha percebido esse fato, eu separei, né? Tirei, aliás, deixei só a receita de vendas e coloquei essa receita em outro campo da DRE, na verdade deixei como receita extra operacional. Deixei, para fins de análise, só separei, por não ter efeito caixa. Na hora de projetar, seria a receita de vendas.

Pesquisador: então essa receita não afetaria o EBITDA?

Analista 5: não, do jeito que eu faço, deixaria fora da receita de vendas, sem afetar o EBITDA.

Pesquisador: dentro dessa mudança que está sendo proposta para retirada das *bearer plants* da IAS 41 e colocando no imobilizado, sem estar ao valor justo, ao custo, acha que será bom ou ruim?

Analista 5: em termos de informação não sei se seria uma boa ideia, acho que seria melhor se fosse pelo seu potencial de geração de benefício para a empresa. Não é nem aí, o problema é ver essa receita transitando pelo resultado, o certo seria direto no patrimônio líquido.

Pesquisador: no caso da instituição em que atua, a importância de seu parecer, em termos de liberação, era alta, média ou baixa?

Analista 5: na maior parte das vezes os superiores tinham a tendência de me seguir, se favorável tendiam a também ser favoráveis, se era desfavorável o mesmo, um ou outro caso que era mais específico, que eu fui contrário e, mesmo assim, foi liberado.

Pesquisador: em termos de decisão, no caso de uma opinião contrária, o banco poderia não liberar, liberar com restrição ou ainda com uma taxa mais alta. Na sua experiência, o que normalmente acontece?

Analista 5: quando dá um parecer desfavorável, a questão da taxa de juros em relação ao valor liberado, quem definia era a área comercial, então, assim, eu acredito que quando o

parecer é desfavorável, liberavam recurso, mas com valor menor, talvez para atender a clientela, liberava mas com valor mais baixo.

Pesquisador: então você acha que o mais importante era bancabilidade, relacionamento com o cliente?

Analista 5: a gente via tudo, se tinha restrição, ciclo operacional, dívida bancária, PL, geração de caixa. Era tudo, na verdade as duas coisas, a parte contábil e a parte comportamental.

Entrevista 6: banco de uma trader internacional do segmento de grãos

Pesquisador: sobre a avaliação de ativos biológicos ao valor justo, já realizou a análise de alguma empresa que tivesse reportado?

Analista 6.1: eu prefiro pegar de terceiros que valoram, empresas especializadas nisso, né? Mas mais do que isso eu pego o que a Trader acha que valem os ativos deles. Você fala do pessoal da terra, né?

Pesquisador: não, da produção mesmo.

Analista 6.1: você fala quando tá com preço fixo, preço fixado?

Pesquisador: não, quando você vai fazer a análise do fluxo de caixa você pega a DRE, ajusta o capex e coloca um grau de crescimento, e em algumas DREs, incluem as variações do valor justo, você já reparou nisso, né? Alguns analistas fazem a exclusão disso ou reclassificam de forma a não afetar o EBITDA. O problema é que isso acaba afetando porque a baixa do CPV está afetada pela mensuração do valor justo na data da colheita. Então se você ajusta a receita, teria que ajustar também a parcela do custo, entendeu? E aí eu queria saber como vocês estão fazendo.

Analista 6.1: na minha análise eu não faço em cima de balanço, eu não considero, eu sei que tem alguns clientes que fazem, as análises do Banco XXX não são feitas em cima de balanço.

Pesquisador: como você faz?

Analista 6.1: a gente calcula o valor de mercado em cima da soja dele, não é em cima de fluxo. Nessa direção, vai ser bom você falar com um analista mesmo do Banco, espera na linha um minuto que eu vou ver se acho um. [...] É que 90% de nossa carteira envolve clientes que não tem isso em balanço, então a gente tem que arrumar outra forma para calcular esse risco, ver qual é o endividamento, o fluxo desse cliente e a capacidade de pagamento. Por mais que o cliente ainda feche e tenha o balanço, tenha a DRE para a gente poder trabalhar. A grande maioria fecha isso em dezembro e aí cai no que você falou. Então

ele não tem a mercadoria naquele momento, então a gente acaba tendo que trazer isso para maio ou junho, que é o final da safra dele ou ainda em setembro, que é a dos algodoeiros, dos cotonicultores.

Pesquisador: em dezembro, eles só têm uma estimativa de crescimento da planta.

Analista 6.1: é, e como eles estão sempre crescendo, carregam muita dívida em dezembro. De um ano para o outro eles estão crescendo. Então, eles estão sempre com a dívida muito grande, a receita do ano passado é menor que a desse ano, que vai ser menor que a do ano que vem. Então acaba não fechando. Espera só um minuto que eu vou ver se acho outro analista. O Analista 6.2, que atua em São Paulo está na linha, você pode repetir a pergunta?

Pesquisador: a questão está em torno dos Ativos Biológicos, principalmente em como isso afeta a análise de crédito. Você já efetuou alguma análise que envolve isso?

Analista 6.2: sim, Pesquisador, a gente pega bastante aqui, principalmente entre as usinas de açúcar e álcool, eram as que tinham um grande impacto mesmo, na DRE das de açúcar e álcool e também nas agrícolas a gente vê essa conta impactando.

Pesquisador: em relação aos Ativos Biológicos, vocês fizeram algum treinamento específico aí no banco?

Analista 6.2: não, eu mesmo acabei indo a um *workshop* da KPMG a respeito só da contabilização, não de como se fazer a provisão e nem como se calcula isso. Era mais um *workshop*, um *brainstorming* e não um treinamento, né? O problema foi o seguinte, na verdade o que foi dito foi o seguinte: na verdade explicou como se colocaria esse ativo no balanço, como isso se impactaria o balanço e a DRE. Porém, o mais importante para análise de crédito que a gente considera, é o quanto isso afeta o meu cálculo de geração de caixa, o de EBITDA, o de fluxo de caixa, qualquer tipo de cálculo assim. O que a gente tem buscado fazer, Pesquisador, em todos os casos, é o seguinte: a gente tenta localizar essas contas na DRE, ou melhor, ela vem destacada no fluxo de caixa da empresa, tá, como um efeito positivo ou negativo, que aparece geralmente ela vem com o valor justo do Ativo Biológico. Então, como a gente entende que essa conta está impactando a DRE, o cálculo do EBITDA, positivamente ou negativamente, simplesmente o que a gente faz é que extrai essa conta, porque ela pode piorar ou melhorar o cálculo do EBITDA, então independente do efeito, a gente tira essa conta para calcular a geração de caixa, para calcular o EBITDA. É esse o ajuste que a gente faz.

Pesquisador: Você pega receita de valor justo ou despesa de valor justo e coloca como outras receitas ou despesas, é isso?

Analista 6.2: na verdade a gente coloca como se fosse depreciação ou amortização. Porque a amortização ou uma depreciação vai estar na DRE, geralmente é uma conta que vai estar dentro do custo ou da receita, e ela não impacta o caixa. É como se eu a excluísse do EBITDA. Ela não é excluída da DRE, ela pode estar impactando o lucro líquido, lucro operacional, mas eu a excluo cálculo do EBITDA para que eu tenha um cálculo livre, sem esse efeito do Ativo Biológico. Até hoje a gente não consegue realmente quantificar e ver, desse montante quanto que é caixa, quanto que tem em caixa ou não tem em caixa, se isso foi

variado ou não foi. É difícil, né, Pesquisador, é uma coisa muito lógica, é um conceito muito novo, e assim, o que a gente vê em algumas notas explicativas é que esse EBITDA foi aprovado pela CVM ou esse EBITDA foi aprovado pelos bancos. É mais focado no EBITDA. Não se fala em Ativo Biológico. Não existe um cálculo definido para tudo, né?

Pesquisador: você pega a receita ou a despesa e reclassifica, né?

Analista 6.2: isso. Na verdade é como se juntasse tudo, eu excluo aquela conta ali de dentro do cálculo do EBITDA, mas a gente a mantém dentro da DRE, em uma conta de depreciação ou amortização.

Pesquisador: entendi. Na contabilização do valor justo, isso vai afetar a cultura, seja ela qual for. A cada fechamento a gente levaria isso ao valor justo, ou então na colheita, obrigatoriamente, porque tem a presunção que está madura, tem que mensurar de qualquer forma. Aí, no caso, quando você tiver dando baixa e fazendo a DRE do período, se você pegar a receita que você teria de variação do valor justo e reclassificá-la, o que você faz com a parte do custo do CPV, que está sendo baixado também que consta aquela mensuração de variação do valor justo anterior?

Analista 6.2: é uma segunda conta, né? Essa conta do valor justo que aparece, eles estão pegando aquele estoque, aquele Ativo Biológico e está fazendo *impairment* disso e aí sugere esta conta. Essa segunda conta que você está falando, nem sempre a gente tem essa abertura. Isso depende do fluxo de caixa se ele está aberto dessa forma. Caso estiver aberto e discriminado dentro do fluxo de caixa que houve uma redução do valor justo, por conta de colheita, a gente também ajusta essa conta. Mas ela tem que estar discriminada lá na abertura do fluxo de caixa, e ela precisa está mostrando realmente esse raciocínio que você falou que é trazendo aquela amortização do valor justo anterior.

Pesquisador: e você consegue pegar estes papéis adicionais para tentar e descobrir, ou não? Você pede alguma planilha por talhão ou alguma coisa assim, para você tentar isolar ou não tem jeito?

Analista 6.2: não. A gente baseia muito assim, em um balanço auditado mesmo, que a gente recebe. A gente não tem pegado o cálculo de EBITDA gerencial da empresa. A gente pega o que vem ali na nota explicativa de um balanço auditado. Se ali vem discriminado, fica realmente palpável para que a gente possa fazer o ajuste. É assim, Pesquisador, ele não vai mudar a minha análise da DRE, de qualquer jeito ela pode estar sendo autenticada, melhorada, mas assim, são duas análises diferentes. Para o cálculo da EBITDA, a gente ter um pouco da geração de caixa, a gente isola esse efeito, né? Se a gente tem essa conta discriminada e a gente consegue visualizar, ela mostra que está afetando, ela está dentro da DRE, ela está então ali como uma conta redutora dentro da DRE, ela está impactando. Então a gente aí, para cálculo de caixa, para cálculo de entendimento e geração de caixa, a gente exclui também. Porém, a dificuldade que a gente tem é que não é todo balanço que tem esta conta. Mesmo balanços auditados às vezes não têm essa abertura, e aí fica difícil. Outra coisa que eu vi também, a própria auditoria, ao invés de jogar uma conta de colheita, ela joga uma conta de amortização do Ativo Biológico.

Pesquisador: na conciliação você fala?

Analista 6.2: é. E até em um conceito mais chinha do nome, aí fica mais claro que há um ajuste a ser feito. Quer dizer, é uma amortização, não tem taxa. E assim, tem uma série de discussões. Uma discussão que a gente teve neste *workshop* é que, se todo ano eu amortizo uma parte do canavial, que é normal, eu amortizo uma parte do Ativo Biológico, então todo ano eu tenho aquele efeito. Se todo ano estou tendo aquele efeito, não necessariamente precisaria ajustar o efeito que está acontecendo agora por conta do ano seguinte. Porque eu vou ter aquele efeito novamente. Então, um pouco da discussão também de até quando isso é um efeito não recorrente, até quando esse efeito no Ativo Biológico se cessaria, vamos dizer assim.

Pesquisador: é que nas conciliações que eu vi, dessas auditorias que usam o nome de amortização, porque assim, hoje estão sendo mensurados tanto o fruto quanto a raiz, os dois vão ao valor justo. Aí, quando eles fazem a colheita, eles estão chamando a baixa desse Ativo Biológico que vai para o estoque, que daí a valor justo, eles estão chamando isso como amortização.

Analista 6.2: ah, entendi. Ele está fazendo a movimentação dentro do ativo, ele já joga para estoque.

Pesquisador: a ida para o estoque que ele chama de amortização. E mais uma parcelinha do valor justo, porque são cinco cortes que algumas variedades de cana dão. Daí, 1/5 avos do valor justo vai embora junto com o estoque, entendeu? Não linear. Eu não sei qual que é o cálculo exatamente que eles fazem do agrônomo, mas é mais ou menos isso. Já que se falou de auditoria assim, você nota muita diferença de qualidade entre uma empresa auditada CVM, uma *Big Four*, ou outra não?

Analista 6.2: não. Na verdade, o que a gente busca, toda vez que tem um balanço auditado por uma *Big Four*, o que tende a ter é uma confiança maior, uma segunda revisão naqueles números. Mas a gente é acostumado também, a trabalhar com balanços de empresas que fazem uma contabilização correta, uma contabilização revisada, e tem balanços que a gente fala, não esses balanços são bons, mesmo não tendo uma auditoria, esses balanços são bons. Eu consigo fazer a conciliação das contas, por exemplo, uma conta de dívida, a conciliação que a gente faz é conciliar contra o Banco Central, ali você vê se a contabilização dessa conta está sendo feita corretamente. Então assim, com relação ao Ativo Biológico é muito diferente, porque um balanço auditado, a gente recebe já essas aberturas revisadas por uma auditoria. Não tem um cálculo só, o cálculo revisado pela auditoria. Então, nisso que dá um pouco mais de conforto, eu acho tá? Mas uma coisa assim, eu acho que um balanço não auditado, a empresa tem que passar um cálculo, excluir essas contas, porque essas contas não são caixa e finalizo o raciocínio para ver se isso é palpável, se isso faz sentido mesmo. E assim, até isso tudo chega ser um pouco conservador, quando a gente busca esse conceito dentro do Ativo Biológico, o valor justo ou o ajuste do Ativo Biológico, é uma conta que está ficando mais padronizada standard. Agora é como falei, essa segunda conta para uma conta de amortização ou de colheita do Ativo Biológico, já é uma conta com conceito diferente, por isso é que a gente busca fazer o ajuste ao valor justo, busca usar aquela conta para tirar do EBITDA. Não necessariamente a gente vai usar essa amortização, vai usar essa colheita, se a gente entender que a essa conta não está fazendo tanto sentido. Mas assim, Pesquisador, é difícil, a gente tem tido as que estão mais claros, os balanços auditados vêm mais claros. A

gente avalia nossos cálculos nisso, né. E também, quando a gente tem abertura, além da abertura do fluxo de caixa, a gente olha a abertura do Ativo Biológico. Então, lá você vê as movimentações de um ano todo, faz mais sentido a conta, né? Aí, tem um outro ajuste, também, que a gente discutiu no *workshop*, que eu acho mais básico, você pode ir lá no teu Ativo Biológico de longo prazo e verificar que tem uma parcela, que é curto, que deveria estar dentro de estoque, aí você joga para o curto, então esse ajuste é mais de balanço, né? É um ajuste que a gente costuma fazer.

Pesquisador: entendi. Nesse sentido, quando você pega uma demonstração, que está encapsulado esse cálculo, vamos dizer assim, você não consegue isolar esse efeito, está misturado com a conta de receita, e isso produz um impacto significativo no resultado. Isso gera alguma desconfiança da sua parte?

Analista 6.2: é. Uma desconfiança, vamos dizer assim, eu preciso entender o impacto, né? Estou vendo a DRE ali de um ano todo, e não está fazendo sentido operacionalmente, os preços não caíram tanto, a colheita não foi tão menor, tô vendo que a geração de caixa teria que ser maior que aqui, e não ser menor. Tem um ajuste de Ativo Biológico, porque teve este ajuste? Ok, e foi feito de que forma? É nesse sentido que a gente avalia. Desconfiar do que o cliente fala, não é desconfiar de um ajuste contábil, vamos dizer assim. A gente busca entender que não existe ajuste contábil nenhum. Simplesmente, legal, então vamos abrir essa conta, vamos ver o que tem dentro deste custo, dentro dessa receita, é uma conta de Ativo Biológico? O que está aqui dentro, é uma depreciação? Porque no mínimo, para cálculo do EBITDA, a gente tem a depreciação do ativo fixo, né? Então, esse é o mínimo que a gente liga com a geração de caixa. Se a gente entender que tem uma conta que está impactando também, não é operacional? Ok. Então vamos jogar para o operacional. É um efeito caixa, mas não é um efeito contábil, então vamos tirar para fazer o cálculo. Nosso trabalho é um pouco investigativo. Se tiver um balanço que não é revisado, não é auditado, ok! Deixa eu entender como é que foi feito este balanço. Que tipo de ajuste eu posso ver aqui, para minha análise ficar mais correta, e ela realmente refletir a posição financeira da empresa. É isso que a gente busca, né? A gente não faz qualquer tipo de ajuste de balanço, qualquer tipo de ajuste de DRE. Não é do crédito fazer isso. Isso tem a ver com a auditoria, de ajustar um balanço, de ver se tem alguma coisa errada. A gente busca, dentro do nosso planejamento, a gente busca entender que tipo de contas ali, que estão impactando e se realmente essas contas são caixa ou não, se são operacionais ou não.

Pesquisador: nesse seu esforço para entender esse fluxo de caixa, que está embutido no Ativo Biológico, e também no das *commodities*, que o pessoal marca a mercado. Qual informação que você gostaria assim, alguma sugestão do que você gostaria de receber e não recebe hoje? Específico ao ativo biológico.

Analista 6.2: qualquer balanço?

Pesquisador: é. Qualquer um. Você já tem uma experiência de vários modelos de notas explicativas que você recebeu. Tem alguma coisa que você gostaria de ter um modelinho que fosse implantado, e te facilitasse sua vida?

Analista 6.2: não. O que talvez eu ache que facilitaria, é que, o Ativo Biológico, é de que forma ele está afetando? Onde ele está afetando na DRE? E o que daqui é caixa, o que não é,

o que é operacional e o que não é? Aí eu não sei se dá para fazer um cálculo padrão, mas talvez um racional do cálculo do Ativo Biológico, para ficar mais entendível, assim, né? Isso que a gente comenta às vezes, que a gente sente falta. O que um pessoal, no workshop da KPMG, eles são bem pioneiros nisso, em tentar fazer essas notas explicativas. O que eles falaram lá no *workshop* é assim, que a gente vai tentar tornaras notas o mais claras possível. A gente vai tentar mostrar sempre onde está impactando o balanço e a DRE, e o que daqui não é um ajuste de fluxo de caixa, o que é conciliação. Acho que é isso que tem melhorado. Mas, com certeza, se tivesse, olha esses são os ajustes, os racionais são esses, esse não é, isso é caixa, esse não é, com certeza seria mais fácil nosso trabalho, né?

Pesquisador: hoje, do jeito que a coisa está, atualmente na norma, tanto o ativo, que é o fruto que vai ser colhido, quanto o ativo que gera outro ativo, os dois são mensurados ao valor justo. Então, o cafezal e o café, os dois estão ao valor justo.

Analista 6.2: entendi. Então, um reflete o que você vai colher naquela safra e o outro não. Você já está ajustando para o futuro.

Pesquisador: é. Aí o pessoal do IASB, está com um processo de revisão da norma, e uma das sugestões que tem de mudança, é tirar do escopo da mensuração do valor justo, o ativo que gera outro. Então, o pé de café, ou a raiz da cana, ou o touro que é reprodutor, eles não ficariam ao valor justo, eles ficariam como se fossem imobilizados ao custo e iriam depreciar, entendeu?

Analista 6.2: sim. Isso ainda reduz o impacto em um ano, né? Você não teria um impacto tão grande na DRE mediante o ajuste daquele ativo. Isso é um pouco do IFRS. Na minha opinião, assim, o IFRS, ele trouxe, tudo que você julgar no valor contábil, no valor de custo, ok, isso vai ter que estar no valor de mercado, vai fazer o *impairment* disso, vai fazer teste de *impairment*, então seu estoque, seu ativo, tudo vai ter teste de *impairment*. Porém, não se considerou tanto a questão de liquidez. Ok, se eu vou vender tudo em um ano, se eu for vender meu estoque tudo em um ano, vou vender meu Ativo Biológico tudo em ano, eu vou ter aquele ajuste em um ano. Agora, se eu for ajustar já agora os próximos anos, eu posso estar mostrando uma variação ali muito grande no meu ativo, como a variação cambial, né? Com relação a dívida de longo prazo, ela vai aumentar naquele ano. A gente até fala, que quando o dólar se valoriza muito, como naquela crise de 2009, em que a gente estava com uma valorização velha, a gente nota que a DRE fica muito mais inchada, e não necessariamente aquilo é efeito caixa. Até porque, se tá na dívida de longo prazo, que está aumentando, não necessariamente vai se pagar aquele dólar. Mas eu concordo com isso, Pesquisador, acredito que, eu não sou contador, também não tenho uma opinião fundamentada, né, o que eu falo é mesmo parecer de análise, um pouco do que a gente entende de contábil, a gente entende que diminuiria, não sei se está certo ou não, mas diminuiria o efeito não recorrente. Fico ajustando toda hora minha DRE, e eu fico manchando ela, eu não deixo ficar estável, né? A gente fica vendo imagem variando tanto, a gente não consegue ver mais aquela DRE constante. Fica muito volátil. Por isso que a gente tenta buscar sempre no EBITDA a gente fazer o ajuste, para que a gente consiga olhar, eu sei que a margem operacional está variando, mas a margem EBITDA não variou tanto, o que gerou fluxo de caixa não variou tanto.

Pesquisador: só para a gente finalizar, em termos de reflexo, do teu relatório técnico, você faz um relatório técnico, com tua opinião, isso vai para a sua diretoria, né? Para decidir a

respeito da proposta, certo?

Analista 6.2: isso. A gente tem um comitê de crédito, né, onde o *trader*, ele vai dar uma recomendação, que a gente fala, recomendação ou não do crédito, e daí os votos são dos nossos diretores. Isso é a primeira instância, e depois tem uma segunda instância, se precisar ir lá para fora para aprovar.

Pesquisador: então, vamos dizer assim, que você não recomendasse uma proposta, isso poderia ainda assim ser liberado contrariamente a sua proposta, a tua recomendação?

Analista 6.1: é mais difícil, mas acontece né, Analista 6.2?

Analista 6.2: não. Assim, a regra diz que pode, não teria nada assim, o crédito recomenda ou não, mas o crédito não tem voto. Então, a gente não veta, não temos o poder do veto. Mas pode acontecer, Pesquisador, o que a gente diz muito do nosso histórico aqui do banco, a gente tem um histórico de alinhamento entre a área comercial e a área de crédito. Então, a gente procura sempre conversar antes no comitê, para chegar a um entendimento, se a gente acha que o que está sendo proposto é muito agressivo para aquele cliente específico, então a gente volta para o *trader*, a gente conversa com o trader, tenta chegar a um valor...

Analista 6.1: o que acontece quando eles estão pegando um balanço, eles estão conversando com o financeiro, eles tem alguma informação adicional, eles passam pra gente, tá, Pesquisador, e tem pra gente, talvez seja interessante aprovar o CDA-WA, talvez alguma coisa nesse sentido. Assim, isso é bem alinhando antes do comitê, pra quando a gente for pedir direto, propor para o comitê já esteja mais amarrada a situação. Mas assim, uma coisa que é também, além de banco, nós somos uma trader, né? Então, às vezes, isso é raríssimo, né, Analista 6.2, às vezes isso é uma questão comercial que está ali na operação, mas foi poucas vezes que aconteceu isso.

Analista 6.2: é. A gente, por ser cliente que tem um relacionamento com a *Trader*, a gente fala de decisões institucionais, mas não é questão do risco não ser bom, não é nada disso, é que às vezes existe um apelo comercial a mais na operação. E isso é normal. É normal até em outros bancos. Tem clientes do Santander, que são clientes globais, por exemplo, que às vezes uma perícia aqui no Brasil, não te levaria aprovar tanto. Porém tem um interesse global no cliente que o lado comercial fala mais alto. Isso é levado em consideração no comitê de crédito, levado em consideração pelos diretores, né?

Pesquisador: e se, no caso você considera que a análise de crédito sua, feita tecnicamente, considerando o máximo possível esses aspectos extra contábeis, isso poderia, em termos de liberação de propostas sobre o *spread*, ou não?

Analista 6.2: você diz sobre o *spread* da operação, Pesquisador?

Pesquisador: isso. Ou geralmente ele é uma coisa bem comercial mesmo, e é o que todo mundo no mercado está cobrando?

Analista 6.2: eu acho que não tem tanto a ver, ou vamos dizer assim, tem um pouco a ver

com o crédito.

Analista 6.1: é que tem a ver, mas por questão da bancabilidade, se a gente ver que o cliente tem crédito muito bom, existe muitos bancos dentro dele, existe uma bancabilidade, óbvio que o *spread* diminui.

Analista 6.2: a gente tem uma modelagem, também, Pesquisador, que como todo banco vê risco retorno. Então, a gente está vendo ali a parcela de risco explícita, enfim, você tem que ter mais retorno pra alcançar aquele risco. Mas eu acho que não é uma coisa tabelada, depende do risco, depende da oportunidade. Tem uma série de fatores.

Analista 6.1: não existe um cálculo específico, não é assim, dentro do prazo de cliente, em cima de garantia ou em cima de relacionamento, não existe um cálculo muito detalhado em cima disso. Tudo foi levado em conta, mas não é muito preciso da maneira que você está achando, tá, Pesquisador?

Pesquisador: Não é uma coisa que sai do *score* ou que sai padronizado do sistema?

Analista 6.1: não. Não é.

Pesquisador: você está na ponta, né, Analista 6.1?

Analista 6.1: isso.

Pesquisador: então você está em contato direto com o cliente, você que fecha a operação, é isso?

Analista 6.1: correto.

Pesquisador: obrigado!

Apêndice C – Exemplo ilustrativo – Eventos, mensuração e registros no Diário

TALHÃO 1				TALHÃO 2			TALHÃO 3			TALHÃO 4			TOTAL		
DAT A	CUSTO	V J	VENDA	CUSTO	V J	VENDA	CUSTO	V J	VENDA	CUSTO	V J	VENDA	CUSTO	V J	VENDA
0XZU/1E	1.000,00	-	-										1.000,00	-	-
1XZU/1E	1.000,00	8.396,19		1.000,00	-	-							2.000,00	8.396,19	-
31/12/X2	1.000,00	8.899,96		1.000,00	8.396,19		1.000,00	-	-				3.000,00	17.296,16	-
31/12/X3	1.000,00	9.433,96		1.000,00	8.899,96		1.000,00	8.396,19		1.000,00	-	-	4.000,00	26.730,12	-
31/12/X4	1.000,00	10.000,00	10.500,00	1.000,00	9.433,96		1.000,00	8.899,96		1.000,00	8.396,19		4.000,00	36.730,12	10.500,00
31/12/X5	1.000,00	-	-	1.000,00	10.000,00	10.500,00	1.000,00	9.433,96		1.000,00	8.899,96		4.000,00	28.333,93	10.500,00
31/12/X6	1.000,00	8.396,19		1.000,00	-	-	1.000,00	10.000,00	10.500,00	1.000,00	9.433,96		4.000,00	27.830,16	10.500,00
31/12/X7	1.000,00	8.899,96		1.000,00	8.396,19		1.000,00	-	-	1.000,00	10.000,00	10.500,00	4.000,00	27.296,16	10.500,00
31-12-X0															
D- ATIVO BIOLÓGICO 1.000,00 C- CAIXA 1.000,00													ATIVO BIOLÓGICO 1.000,00		
31/12-X1															
D- ATIVO BIOLÓGICO 1.000,00 C- CAIXA 1.000,00 D- ATIVO BIOLÓGICO 6.396,19 C- VARIAÇÃO 6.396,19				D- ATIVO BIOLÓGICO 1.000,00 C- CAIXA 1.000,00									ATIVO BIOLÓGICO 9.396,19		

VJ						
31/12 /X2						
D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	ATIVO BIOLÓGICO O 18.296,16
C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	
D- VARIAÇÃO VJ	496,23	D- ATIVO BIOLÓGICO C- VARIAÇÃO VJ	6.396,19			
C- ATIVO BIOLÓGICO	496,23		6.396,19			
31/12 /X3						
D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	ATIVO BIOLÓGICO O 27.730,12
C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	
D- VARIAÇÃO VJ	466,00	D- VARIAÇÃO VJ	496,23	D- ATIVO BIOLÓGICO C- VARIAÇÃO VJ	6.396,19	
C- ATIVO BIOLÓGICO	466,00	C- ATIVO BIOLÓGICO	496,23		6.396,19	
31/12 /X4						
D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	ATIVO BIOLÓGICO O 13.937,73
C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	
D- VARIAÇÃO VJ	433,96	D- VARIAÇÃO VJ	466,00	D- VARIAÇÃO VJ	496,23	
C- ATIVO BIOLÓGICO	433,96	C- ATIVO BIOLÓGICO	466,00	C- ATIVO BIOLÓGICO	496,23	
D- ESTOQUE C- ATIVO BIOLÓGICO	10.000,00					
	10.000,00					
D- CAIXA	10.500,00					
C- VENDAS	10.500,00					
31/12 /X5						
D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	ATIVO BIOLÓGICO O 6.541,54
C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	
		D- VARIAÇÃO VJ	433,96	D- VARIAÇÃO VJ	466,00	
		C- ATIVO BIOLÓGICO	433,96	C- ATIVO BIOLÓGICO	466,00	
		D- ESTOQUE C- ATIVO BIOLÓGICO	10.000,00			
			10.000,00			
		D- CAIXA	10.500,00			
		C- VENDAS	10.500,00			
31/12 /X6						
D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	ATIVO BIOLÓGICO O 6.037,77
C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	
D- ATIVO BIOLÓGICO C- VARIAÇÃO VJ	6.396,19			D- VARIAÇÃO VJ	466,00	
	6.396,19			C- ATIVO BIOLÓGICO	466,00	
				D- ESTOQUE C- ATIVO BIOLÓGICO	10.000,00	
					10.000,00	
				D- CAIXA	10.500,00	
				C- VENDAS	10.500,00	
31/12 /X7						
D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	D- ATIVO BIOLÓGICO	1.000,00	ATIVO BIOLÓGICO O 5.503,77
C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	C- CAIXA	1.000,00	
D- VARIAÇÃO VJ	496,23	D- ATIVO BIOLÓGICO C- VARIAÇÃO VJ	6.396,19	D- VARIAÇÃO VJ	433,96	
C- ATIVO BIOLÓGICO	496,23		6.396,19	C- ATIVO BIOLÓGICO	433,96	

Apêndice D – Quadro comparativo – Efeitos do Valor Justo x Custo x Fluxo de Caixa

	Período	X0	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	TOTAL
	AT. BIOL.									18.296,16
	VENDAS					10.500,00	10.500,00	10.500,00	10.500,00	42.000,00
DRE - VJ	VAR VJ		6.396,19	5.899,96	5.433,96	5.000,00	(1.396,19)	5.496,23	5.466,00	32.296,16
	CUSTO					(10.000,00)	(10.000,00)	(10.000,00)	(10.000,00)	(40.000,00)
	Result - VJ	-	6.396,19	5.899,96	5.433,96	5.500,00	(896,19)	5.996,23	5.966,00	34.296,16
	AT. BIOL.	1.000,00	3.000,00	6.000,00	10.000,00	9.000,00	8.000,00			6.000,00
DRE - CUSTO	VENDAS					10.500,00	10.500,00	10.500,00	10.500,00	42.000,00
	CUSTO					(5.000,00)	(5.000,00)	(5.000,00)	(5.000,00)	(20.000,00)
	Result - Custo	-	-	-	-	5.500,00	5.500,00	5.500,00	5.500,00	22.000,00
	CAIXA									
	ENTRADAS					10.500,00	10.500,00	10.500,00	10.500,00	42.000,00
DFC - DIRETO	SAÍDAS	(1.000,00)	(2.000,00)	(3.000,00)	(4.000,00)	(4.000,00)	(4.000,00)	(4.000,00)	(4.000,00)	(26.000,00)
	FlCxa.	(1.000,00)	(2.000,00)	(3.000,00)	(4.000,00)	6.500,00	6.500,00	6.500,00	6.500,00	16.000,00
	ACUMULADO	(1.000,00)	(3.000,00)	(6.000,00)	(10.000,00)	(3.500,00)	3.000,00	9.500,00	16.000,00	16.000,00
	CAIXA									
DFC - INDIRETO	LUCRO	-	6.396,19	5.899,96	5.433,96	5.500,00	(896,19)	5.996,23	5.966,00	34.296,16
	VAR AT	(1.000,00)	(8.396,19)	(8.899,96)	(9.433,96)	1.000,00	7.396,19	503,77	534,00	(18.296,16)
	fluxo	(1.000,00)	(2.000,00)	(3.000,00)	(4.000,00)	6.500,00	6.500,00	6.500,00	6.500,00	16.000,00

Apêndice E – Resumo dos dados das empresas pesquisadas

an o	empre sa	attot	atbiot ot	propat bio	recliq	recvja b	proprec vj	evrecvj	eft	eftmed	despf in	cdnorm	cdmed	varatbi o	varrecvj
1	bragro	739883	87629	0,11843 63	54073	22761	0,42093 1	19,4955 03	89775	76730,5	5886	0,06556 39	0,07671	1,51956 61	19,4955 03
2	bragro	751271	41669	0,05546 47	101319	-26796	0,26447 16	1,17727 69	94361	92068	7759	0,08222 68	0,08427 47	0,46830 81	1,17727 69
3	bragro	763293	35274	0,04621 29	52105	-9982	0,19157 47	0,37251 83	103326	98843,5	1990	0,01925 94	0,02013 28	0,83319 56	0,37251 83
4	bragro	735273	69302	0,09425 34	82616	1091	0,01320 57	0,10929 67	70413	86869,5	3641	0,05170 92	0,04191 34	2,03954 7	0,10929 67
5	bragro	748484	84251	0,11256 22	105442	9707	0,09206 01	8,89734 19	83964	77188,5	5226	0,06224 1	0,06770 44	1,19425 04	8,89734 19
6	bragro	735762	36042	0,04898 59	156125	-76367	0,48914 01	7,86720 92	101853	92908,5	7641	0,07501 99	0,08224 22	0,43519 01	7,86720 92
7	bragro	729372	47746	0,06546 18	49396	9802	0,19843 71	0,12835 39	91820	96836,5	2492	0,02714 01	0,02573 41	1,33633 82	0,12835 39
8	bragro	729161	89777	0,12312 37	111352	3720	0,03340 76	0,37951 44	79461	85640,5	4649	0,05850 67	0,05428 51	1,88084 82	0,37951 44
9	bragro	730720	10150 9	0,13891 64	128529	-1875	0,01458 81	0,50403 23	92093	85777	7489	0,08132	0,08730 78	1,12826 7	0,50403 23
10	bragro	770830	37857	0,04911 2	244410	11647	0,04765 35	6,21173 33	120162	106127, 5	8456	0,07037 17	0,07967 77	0,35353 63	6,21173 33
11	bragro	759215	36540	0,04812 87	40419	1190	0,02944 16	0,10217 22	96777	108469, 5	4213	0,04353 31	0,03884 04	0,97997 77	0,10217 22
12	bragro	793944	71592	0,09017 26	43547	-556	0,01276 78	0,46722 69	101055	98916	4748	0,04698 43	0,04800 03	1,87357 4	0,46722 69
13	bragro	809969	94729	0,11695 39	79613	8987	0,11288 36	16,1636 69	119019	110037	8063	0,06774 55	0,07327 54	1,29699 99	16,1636 69
14	bragro	828382	32623	0,03938 16	152208	1092	0,00717 44	0,12150 88	120162	119590, 5	1067 4	0,08883 01	0,08925 46	0,33672 76	0,12150 88
15	bragro	790380	36679	0,04640 68	56510	7774	0,13756 86	7,11904 76	91360	105761	4267	0,04670 53	0,04034 57	1,17838 8	7,11904 76
1	irani	113009 5	23540 7	0,20830 73	115605	19087 5	1,65109 64	0,98281 77	216703	223497, 5	1116 4	0,05151 75	0,04995 13	1,00103 61	0,98281 77
2	irani	118950 2	23129 4	0,19444 61	233921	16793 7	0,71792 19	0,87982 71	268043	242373	1100 4	0,04105 31	0,04540 11	0,93345 8	0,87982 71
3	irani	115329 8	22792 2	0,19762 63	355974	15306 5	0,42998 93	0,91144 3	267553	267798	1589 3	0,05940 13	0,05934 7	1,01635 52	0,91144 3
4	irani	118175 4	23999 7	0,20308 54	481513	16589 0	0,34451 82	1,08378 79	282261	274907	1305 6	0,04625 51	0,04749 24	1,02762 35	1,08378 79
5	irani	118318 0	23681 2	0,20014 88	117658	16076 2	1,36634 99	0,96908 79	303846	293053, 5	1460 2	0,04805 72	0,04982 71	0,98553 98	0,96908 79
6	irani	116179 0	23203 5	0,19972 2	238171	15580 5	0,65417 28	0,96916 56	302966	303406	1274 5	0,04206 74	0,04200 64	0,99786 77	0,96916 56
7	irani	113518 5	22939 1	0,20207 37	363858	15860 9	0,43590 91	1,01799 69	298515	300740, 5	1091 9	0,03657 77	0,03630 7	1,01177 48	1,01799 69
8	irani	120809 0	26329 2	0,21794 07	483449	18469 0	0,38202 58	1,16443 58	288226	293370, 5	1274 2	0,04420 84	0,04343 31	1,07852 11	1,16443 58
9	irani	122645 4	26013 9	0,21210 66	123833	17971 0	1,45122 87	0,97303 59	322435	305330, 5	1324 1	0,04106 56	0,04336 61	0,97323 08	0,97303 59
10	irani	122189 8	26491 3	0,21680 45	268414	17928 3	0,66793 46	0,99762 39	322878	322656, 5	1329 8	0,04118 58	0,04121 41	1,02214 88	0,99762 39
11	irani	122614 2	26078 1	0,21268 42	423654	17764 5	0,41931 62	0,99086 36	328193	325535, 5	1292 4	0,03937 93	0,03970 07	0,98099 52	0,99086 36
12	irani	163152 1	26872 5	0,16470 83	604241	21500 1	0,35581 99	1,21028 46	470560	399376, 5	1719 4	0,03653 94	0,04305 21	0,77442 65	1,21028 46
13	irani	156764 3	26588 1	0,16960 56	179827	21136 0	1,17535 19	0,98306 52	471947	471253, 5	2196 7	0,04654 55	0,04661 4	1,02973 32	0,98306 52
14	irani	169716 6	27208 9	0,16031 96	354494	18925 2	0,53386 52	0,89540 12	599849	535898	2056 2	0,03427 86	0,03836 92	0,94524 97	0,89540 12
15	irani	166413 7	27403 5	0,16467 09	548097	21854 3	0,39873 05	1,15477 25	607239	603544	2129 8	0,03507 35	0,03528 82	1,02714 15	1,15477 25
1	ferbasa	119514 0	12485 8	0,10447 14	195695	32173	0,16440 38	3,84246 98	0	0	1116 4	#DIV/0! !	#DIV/0! !	1,00549 82	3,84246 98
2	ferbasa	121225 4	12869 1	0,10615 84	369755	34746	0,09397 03	1,07997 39	0	0	17	#DIV/0! !	#DIV/0! !	1,01614 8	1,07997 39
3	ferbasa	127805 6	14143 7	0,11066 57	510626	40713	0,07973 15	1,17173 2	47645	23822,5	196	0,00411 38	0,00822 75	1,04245 81	1,17173 2
4	ferbasa	126759	14026	0,11065	642334	34960	0,05442	0,85869	13906	30775,5	64	0,00460	0,00207	0,99988	0,85869

		9	4	33			65	38				23	96	76	38
5	ferbasa	126679 7	14548 0	0,11484 08	182440	4434	0,02430 39	0,12683 07	11744	12825	13	0,00110 69	0,00101 36	1,03784 37	0,12683 07
6	ferbasa	129935 8	15600 6	0,12006 39	372737	11688	0,03135 72	2,63599 46	25255	18499,5	20	0,00079 19	0,00108 11	1,04548 12	2,63599 46
7	ferbasa	130709 1	15919 0	0,12178 95	539381	3778	0,00700 43	0,32323 75	11744	18499,5	34	0,00289 51	0,00183 79	1,01437 25	0,32323 75
8	ferbasa	130700 1	15194 9	0,11625 78	707402	15060	0,02128 92	3,98623 61	0	5872	12	#DIV/0 !	0,00204 36	0,95457 92	3,98623 61
9	ferbasa	131398 3	15761 2	0,11994 98	185693	8481	0,04567 22	0,56314 74	4373	2186,5	28	0,00640 29	0,01280 59	1,03175 74	0,56314 74
10	ferbasa	132967 9	16206 8	0,12188 51	367832	5967	0,01622 21	0,70357 27	8334	6353,5	66	0,00791 94	0,01038 8	1,01613 39	0,70357 27
11	ferbasa	135987 1	17008 0	0,12507 07	592268	-3914	0,00660 85	0,65594 1	8408	8371	87	0,01034 73	0,01039 3	1,02613 63	0,65594 1
12	ferbasa	138179 6	17508 9	0,12671 12	799772	4154	0,00519 4	1,06131 83	8488	8448	126	0,01484 45	0,01491 48	1,01311 65	1,06131 83
13	ferbasa	140121 7	16790 3	0,11982 66	230169	-6905	0,02999 97	1,66225 32	8400	8444	98	0,01166 67	0,01160 59	0,94566 68	1,66225 32
14	ferbasa	142297 4	16603 2	0,11667 96	450804	-1942	0,00430 79	0,28124 55	8690	8545	93	0,01070 2	0,01088 36	0,97373 72	0,28124 55
15	ferbasa	143052 8	16727 7	0,11693 37	651428	-3792	0,00582 11	1,95262 62	8696	8693	73	0,00839 47	0,00839 76	1,00217 84	1,95262 62
1	fibria	286969 64	34971 53	0,12186 49	154768 7	2895	0,00187 05	0,12543 46	965101 8	101162 38	1707 46	0,01769 2	0,01687 84	1,03527 12	0,12543 46
2	fibria	288314 70	32292 32	0,11200 37	300620 9	2895	0,00096 3	1	982239 8	973670 8	2287 87	0,02329 24	0,02349 74	0,91908 1	1
3	fibria	282049 34	31829 85	0,11285 21	445565 0	59631, 5	0,01338 33	20,5981	113137 45	105680 72	1608 11	0,01421 38	0,01521 67	1,00757 42	20,5981
4	fibria	278535 36	32642 10	0,11719 19	585430 0	59631, 5	0,01018 59	1	113244 17	113190 81	9974 0	0,00880 75	0,00881 17	1,03845 64	1
5	fibria	274177 47	30847 86	0,11251 06	127371 2	13289 9	0,10433 99	2,22867 11	110313 29	111778 73	1694 38	0,01535 97	0,01515 83	0,96005 37	2,22867 11
6	fibria	296413 33	33142 63	0,11181 22	276477 4	13289 9	0,04806 87	1	118819 86	114566 58	1818 47	0,01530 44	0,01587 26	0,99379 31	1
7	fibria	284848 37	33109 19	0,11623 44	432099 1	15944	0,00368 99	0,11997 08	109550 42	114185 14	1655 29	0,01510 98	0,01449 65	1,03955 05	0,11997 08
8	fibria	281331 66	33256 04	0,11820 94	617437 3	15944	0,00258 23	1	107679 55	108614 99	1650 25	0,01532 56	0,01519 36	1,01699 1	1
9	fibria	270574 62	33069 05	0,12221 79	144941 4	18050	0,01245 33	1,13208 73	989776 2	103328 59	1542 62	0,01558 55	0,01492 93	1,13208 73	
10	fibria	268599 28	33541 93	0,12487 72	311859 2	18050	0,00578 79	1	993622 2	991699 2	1403 97	0,01412 98	0,01415 72	1,02175 92	1
11	fibria	264571 89	33662 74	0,12723 48	495965 5	33082, 5	0,00667 03	1,83282 55	948660 6	971141 4	1436 56	0,01514 3	0,01479 25	1,01887 89	1,83282 55
12	fibria	267501 72	34234 34	0,12797 8	691740 6	33082, 5	0,00478 25	1	977309 7	962985 1,5	1375 62	0,01407 56	0,01428 5	1,00584 17	1
13	fibria	252696 90	34482 46	0,13645 78	164233 1	43596	0,02654 52	1,31779 64	844464 9	910887 3	1367 32	0,01619 16	0,01501 09	1,06625 96	1,31779 64
14	fibria	260648 52	35889 70	0,13769 39	333617 6	43596	0,01306 77	1	845674 8	845069 8,5	1089 86	0,01288 75	0,01289 67	1,00905 83	1
15	fibria	259690 60	36837 86	0,14185 29	508254 1	30286 6	0,05958 95	6,94710 52	857426 1	851550 4,5	1183 79	0,01380 63	0,01390 16	1,03020 49	6,94710 52
1	jbs	428427 58	42018 6	0,00980 76	146727 40	-16021	0,00109 19	1,14864 4	151627 40	153637 34	3733 86	0,02462 52	0,02430 31	1,01402 71	1,14864 4
2	jbs	442909 96	51636 8	0,01165 85	292945 45	16617	0,00056 72	1,03720 12	171243 07	161435 24	3353 23	0,01958 17	0,02077 14	1,18872 04	1,03720 12
3	jbs	476229 65	36281 1	0,00761 84	448623 04	544	1,213E- 05	0,03273 76	192353 79	181798 43	4828 07	0,02509 99	0,02655 73	0,65346 17	0,03273 76
4	jbs	474108 84	20954 3	0,00441 97	617967 61	67651	0,00109 47	124,358 46	188721 94	190537 87	5394 64	0,02858 51	0,02831 27	0,58013 77	124,358 46
5	jbs	472450 69	17129 5	0,00362 57	160110 80	24991	0,00156 09	0,36941 07	186860 92	187791 43	4328 80	0,02316 59	0,02305 11	0,82033 85	0,36941 07
6	jbs	491858 76	28670 7	0,00582 91	344793 71	-15638	0,00045 35	0,62574 53	207521 26	197191 09	4287 54	0,02066 07	0,02174 31	1,60771 73	0,62574 53
7	jbs	492246 63	11752 56	0,02387 53	538459 88	10749	0,00019 96	0,68736 41	202845 36	205183 31	4281 13	0,02110 54	0,02086 49	4,09592 35	0,68736 41
8	jbs	497561 93	11539 33	0,02319 17	756967 10	23692	0,00031 3	2,20411 2	204889 44	203867 40	4188 64	0,02044 34	0,02054 59	0,97136 78	2,20411 2
9	jbs	508005 32	11756 56	0,02314 26	195275 76	1318	6,749E- 05	0,05563 06	211958 20	208423 82	4120 97	0,01944 24	0,01977 21	0,99788 05	0,05563 06
10	jbs	575221 78	14147 65	0,02459 51	414585 70	14792	0,00035 68	11,2230 65	244227 98	228093 09	4414 13	0,01807 38	0,01935 23	1,06276 44	11,2230 65
11	jbs	662211 17	20853 68	0,03149 1	656805 68	32035	0,00048 77	2,16569 77	302425 06	273326 52	5184 33	0,01714 25	0,01896 75	1,28037 51	2,16569 77

12	jbs	686702 21	19162 46	0,02790 51	929027 98	3277	3,527E- 05	0,10229 44	327613 41	315019 24	7936 45	0,02422 5	0,02519 35	0,88612 83	0,10229 44
13	jbs	683983 82	19038 88	0,02783 53	264190 76	7639	0,00028 91	2,33109 55	323754 74	325684 08	6939 83	0,02143 55	0,02130 85	0,99749 96	2,33109 55
14	jbs	712697 05	19950 34	0,02799 27	553879 43	3219	5,812E- 05	0,42139 02	350121 29	336938 02	7981 96	0,02279 77	0,02368 97	1,00565 67	0,42139 02
15	jbs	780756 53	20711 30	0,02652 72	861665 17	6900	8,008E- 05	2,14352 28	384267 43	367194 36	8148 72	0,02120 59	0,02219 18	0,94764 66	2,14352 28
1	klabin	122209 15	28068 19	0,22967 34	957005	10780 7	0,11265 04	0,23313 15	464089 8	474899 7,5	6369 1	0,01372 39	0,01341 15	1,01925 61	0,23313 15
2	klabin	123837 57	28803 25	0,23258 89	190445 2	14508 4	0,07618 15	1,34577 53	458397 6	461243 7	6155 9	0,01342 92	0,01334 63	1,01269 44	1,34577 53
3	klabin	126833 41	28013 74	0,22087 04	289507 5	19255	0,00665 1	0,13271 62	534359 1	496378 3,5	7013 5	0,01312 51	0,01412 93	0,94961 67	0,13271 62
4	klabin	127415 95	27157 69	0,21314 2	388915 1	-1569	0,00040 34	0,08148 53	529733 6	532046 3,5	6908 9	0,01304 22	0,01298 55	0,96500 95	0,08148 53
5	klabin	134951 98	31145 49	0,23078 94	969241	43460 6	0,44839 83	276,995 54	560645 6	545189 6	6783 0	0,01209 86	0,01244 15	1,08279 66	276,995 54
6	klabin	140630 67	31462 29	0,22372 28	199954 0	4850	0,00242 56	0,01115 95	632576 2	596610 9	9186 9	0,01452 3	0,01539 85	0,96938 07	0,01115 95
7	klabin	143971 47	34070 09	0,23664 47	308530 6	33312 2	0,10797 05	68,6849 48	624047 1	628311 6,5	7836 3	0,01255 72	0,01247 2	1,05775 86	68,6849 48
8	klabin	140979 03	34414 95	0,24411 4	416367 0	11341 0	0,02723 8	0,34044 58	603510 4	613778 7,5	7271 3	0,01204 83	0,01184 68	1,03156 31	0,34044 58
9	klabin	141030 02	34110 79	0,24186 9	106640 4	61609	0,05777 27	0,54324 13	588604 6	596057 5	7289 8	0,01238 49	0,01223 36	0,99080 13	0,54324 13
10	klabin	143230 28	33888 11	0,23659 88	216019 7	70267	0,03252 81	1,14053 14	609402 2	599003 4	7699 7	0,01263 48	0,01285 42	0,97821 04	1,14053 14
11	klabin	141564 63	33925 38	0,23964 59	336311 6	14805 1	0,04402 2	2,10697 77	601270 7	605336 4,5	7938 7	0,01320 32	0,01311 45	1,01287 87	2,10697 77
12	klabin	149194 96	33219 85	0,22266 07	459933 7	56362	0,01225 44	0,38069 31	696359 7	648815 2	8103 2	0,01163 65	0,01248 92	0,92912 37	0,38069 31
13	klabin	178088 68	37510 99	0,21063 1	120347 1	52207 2	0,43380 52	9,26283 67	717106 3	706733 0	7572 4	0,01055 97	0,01071 47	0,94597 29	9,26283 67
14	klabin	197357 98	37088 18	0,18792 34	235456 4	12960 4	0,05504 37	0,24824 93	718427 7	717767 0	6708 6	0,00933 79	0,00934 65	0,89219 26	0,24824 93
15	klabin	207139 10	38366 80	0,18522 24	363677 2	25278 4	0,06950 78	1,95043 36	907756 0	813091 8,5	1965 29	0,02165 06	0,02417 06	0,98562 72	1,95043 36
1	marfri g	224034 62	73344 5	0,03273 8	525214 5	9695	0,00184 59	0,79522 62	871625 4	897202 9,5	1762 08	0,02021 6	0,01963 97	1,06756 57	0,79522 62
2	marfri g	231681 66	73053 0	0,03153 16	105741 51	-3589	0,00033 94	0,37019 08	973760 7	922693 0,5	2123 84	0,02181 07	0,02301 78	0,96315 01	0,37019 08
3	marfri g	241685 10	78457 3	0,03246 26	160983 27	4231	0,00026 28	1,17887 99	109420 76	103398 42	1908 87	0,01744 52	0,01846 13	1,02952 54	1,17887 99
4	marfri g	238234 41	71116 9	0,02985 16	218849 09	3718	0,00016 99	0,87875 21	106030 78	107725 77	2191 74	0,02067 08	0,02034 55	0,91957 01	0,87875 21
5	marfri g	237120 85	69795 2	0,02943 44	523253 9	3943	0,00075 36	1,06051 64	108651 12	107340 95	2372 90	0,02183 96	0,02210 62	0,98602 4	1,06051 64
6	marfri g	235111 09	76797 7	0,03266 44	107117 37	-11697	0,00109 2	2,96652 3	108951 76	108801 44	2410 74	0,02212 67	0,02215 72	1,10973 5	2,96652 3
7	marfri g	243274 33	91518 6	0,03761 95	170127 56	17104	0,00100 54	1,46225 53	114556 12	111753 94	4413 43	0,03852 64	0,03949 24	1,15169 63	1,46225 53
8	marfri g	255894 54	94383 2	0,03688 36	237263 94	-21455	0,00090 43	1,25438 49	116413 98	115485 05	5626 96	0,04833 58	0,04872 46	0,98043 9	1,25438 49
9	marfri g	257562 79	92855 2	0,03605 15	642292 9	1612	0,00025 1	0,07513 4	124788 91	120601 45	3417 19	0,02738 38	0,02833 46	0,97743 85	0,07513 4
10	marfri g	258857 11	42341 2	0,01635 7	882980 4	20009	0,00226 61	12,4125 31	105204 84	114996 88	2694 08	0,02560 79	0,02342 74	0,45371 17	12,4125 31
11	marfri g	179496 06	44317 4	0,02468 99	137739 16	21417	0,00155 49	1,07036 83	894286 9	973167 6,5	3224 08	0,03605 2	0,03312 97	1,50944 15	1,07036 83
12	marfri g	178275 64	35010 6	0,01963 85	187523 76	-3272	0,00017 45	0,15277 58	891349 2	892818 0,5	3384 25	0,03796 77	0,03790 53	0,79540 48	0,15277 58
13	marfri g	181624 36	40246 6	0,02215 93	478754 6	24376	0,00509 15	7,44987 78	922298 0	906823 6	2816 95	0,03054 27	0,03106 39	1,12835 97	7,44987 78
14	marfri g	184412 10	38616 8	0,02094 05	990514 9	-17859	0,00180 3	0,73264 69	930915 3	926606 6,5	2795 54	0,03003	0,03016 97	0,94499 99	0,73264 69
15	marfri g	201734 36	44102 0	0,02186 14	151442 03	6987	0,00046 14	0,39123 13	104653 86	988726 9,5	2863 21	0,02735 89	0,02895 86	1,04397 85	0,39123 13
1	minerv a	286462 9	66782	0,02331 26	880383	6439	0,00731 39	3,65852 27	156931 7	148796 8	6164 5	0,03928 14	0,04142 9	0,87775 89	3,65852 27
2	minerv a	308260 1	37621	0,01220 43	182059 3	-1904	0,00104	0,29569	168106 1	162518 9	4742 7	0,02821 25	0,02918 25	0,52350 64	0,29569

							58	81							81
3	minerv a	342455 2	39558	0,01155 13	288441 1	-436	0,00015 12	0,22899 16	180636 9	174371 5	4514 5	0,02499 21	0,02589 01	0,94649 33	0,22899 16
4	minerv a	349919 1	47680	0,01362 6	397697 7	940	0,00023 64	2,15596 33	183928 5	182282 7	6725 4	0,03656 53	0,03689 54	1,17960 89	2,15596 33
5	minerv a	360370 7	36895	0,01023 81	944064	-1139	0,00120 65	1,21170 21	208482 7	196205 6	7926 8	0,03802 14	0,04040 05	0,75136 24	1,21170 21
6	minerv a	366961 0	34093	0,00929 06	202123 6	-776	0,00038 39	0,68129 94	224252 5	216367 6	8314 6	0,03707 7	0,03842 81	0,90745 95	0,68129 94
7	minerv a	387760 9	38395	0,00990 17	317323 0	5	1,576E- 06	0,00644 33	241185 1	232718 8	7926 2	0,03286 36	0,03405 91	1,06577 46	0,00644 33
8	minerv a	436707 3	40763	0,00933 42	437989 1	1148	0,00026 21	229,6	246650 2	243917 6,5	7854 3	0,03184 39	0,03220 06	0,94268 16	229,6
9	minerv a	401774 9	38964	0,00969 8	119498 7	730	0,00061 09	0,63588 85	240821 4	243735 8	8654 7	0,03593 83	0,03550 85	1,03897 49	0,63588 85
10	minerv a	453193 5	43932	0,00969 39	251772 7	602	0,00023 91	0,82465 75	278423 9	259622 6,5	8743 0	0,03140 18	0,03367 58	0,99957 77	0,82465 75
11	minerv a	468771 2	78213	0,01668 47	401278 6	5378	0,00134 02	8,93355 48	280902 8	279663 3,5	9926 3	0,03533 71	0,03549 37	1,72115 79	8,93355 48
12	minerv a	497813 6	79341	0,01593 79	545656 6	3192	0,00058 5	0,59352 92	312682 4	296792 6	9898 3	0,03165 61	0,03335 09	0,95524 09	0,59352 92
13	minerv a	487696 2	89265	0,01830 34	139790 4	5858	0,00419 06	1,83521 3	316164 8	314423 6	1094 06	0,03460 41	0,03479 57	1,14842 05	1,83521 3
14	minerv a	576771 8	18796 4	0,03258 9	305414 0	-719	0,00023 54	0,12273 81	391397 4	353781 1	1099 80	0,02809 93	0,03108 7	1,78048 71	0,12273 81
15	minerv a	622887 1	22507 2	0,03613 37	485994 4	18308	0,00376 71	25,4631 43	435875 0	413636 2	1340 66	0,03075 79	0,03241 16	1,10877	25,4631 43
1	smart nh	403041 7	43553 2	0,10806 13	129504 6	-24050	0,01857 08	9,38719 75	711693	770106	5988 7	0,08414 72	0,07776 46	1,18592 49	9,38719 75
2	smart nh	421130 0	44506 6	0,10568 38	328948	-7990	0,02428 96	0,33222 45	820108	765900, 5	1373 9	0,01675 27	0,01793 84	0,97799 84	0,33222 45
3	smart nh	440981 3	46829 5	0,10619 38	727070	38846	0,05342 81	4,86182 73	940867	880487, 5	1498 2	0,01592 36	0,01701 56	1,00482 66	4,86182 73
4	smart nh	483441 5	54862 3	0,11348 28	110751 8	109	9,842E- 05	0,00280 6	126647 9	110367 3	1653 1	0,01305 27	0,01497 82	1,06863 83	0,00280 6
5	smart nh	478716 7	63290 4	0,13220 85	136699 0	1013	0,00074 1	9,29357 8	788963	102772 1	7314 7	0,09271 28	0,07117 4	1,16500 87	9,29357 8
6	smart nh	539297 9	66430 7	0,12318 19	290313	3900	0,01343 38	3,84995 06	179502 2	129199 2,5	2578 7	0,01436 58	0,01995 91	0,93171 02	3,84995 06
7	smart nh	551369 3	65084 9	0,11804 23	837226	5286	0,00631 37	1,35538 46	180531 8	180017 0	3242 8	0,01796 25	0,01801 39	0,95829 13	1,35538 46
8	smart nh	544935 8	65673 9	0,12051 68	123214 2	-2364	0,00191 86	0,44721 91	186750 8	183641 3	2996 0	0,01604 28	0,01631 44	1,02096 25	0,44721 91
9	smart nh	563311 0	79740 0	0,14155 59	163595 5	-2068	0,00126 41	0,87478 85	141645 0	164197 9	1222 03	0,08627 41	0,07442 42	1,17457 44	0,87478 85
10	smart nh	489753 6	52501 2	0,10719 92	396242	3429	0,00865 38	1,65812 38	137754 4	139699 7	2284 1	0,01658 1	0,01635 01	0,75729 24	1,65812 38
11	smart nh	496298 0	51641 4	0,10405 32	900499	-2148	0,00238 53	0,62642 17	138989 3	138371 8,5	2266 1	0,01630 41	0,01637 69	0,97065 28	0,62642 17
12	smart nh	498400 8	52030 5	0,10439 49	121332 7	9256	0,00762 86	4,30912 48	149444 0	144216 6,5	2064 9	0,01381 72	0,01431 8	1,00328 38	4,30912 48
13	smart nh	503839 6	59630 9	0,11835 29	153367 5	-9622	0,00627 38	1,03954 19	159083 1	154263 5,5	7501 6	0,04715 52	0,04862 85	1,13370 43	1,03954 19
14	smart nh	545943 0	57655 7	0,10560 75	378007	1691	0,00447 35	0,17574 31	181248 9	170166 0	2130 3	0,01175 35	0,01251 9	0,89231 02	0,17574 31
15	smart nh	655444 5	80421 1	0,12269 7	775716	-2996	0,00386 22	1,77173 27	256511 7	218880 3	2015 7	0,00785 81	0,00920 91	1,16182 08	1,77173 27
1	slc	323448 4	35295 6	0,10912 28	196277	41439	0,21112 51	1,19057 06	524033	486813	9536	0,01819 73	0,01958 86	1,62735 35	1,19057 06
2	slc	327148 9	35735 1	0,10923 19	406381	64438	0,15856 55	1,55500 86	539946	531989, 5	6799	0,01259 2	0,01278 03	1,00099 98	1,55500 86
3	slc	342742 6	30149 3	0,08796 48	682063	92988	0,13633 34	1,44306 15	593029	566487, 5	6650 5	0,01121 36	0,01173 9	0,80530 35	1,44306 15
4	slc	358445 3	27969 7	0,07803 06	100564 0	10810	0,01074 94	0,11625 16	640031	616530	1044 6	0,01632 11	0,01694 32	0,88706 57	0,11625 16
5	slc	365658	40523	0,11082	324814	64648	0,19903	5,98038	698125	669078	9786	0,01401	0,01462	1,42026	5,98038

		7	8	41			08	85				75	61	48	85
6	slc	368192 5	37968 9	0,10312 24	551599	-48922	0,08869 12	0,75674 42	867399	782762	1030 7	0,01188 27	0,01316 75	0,93050 52	0,75674 42
7	slc	371862 6	22128 8	0,05950 8	819850	91331	0,11139 96	1,86686 97	835557	851478	1425 8	0,01706 41	0,01674 5	0,57706 17	1,86686 97
8	slc	371563 1	30957 8	0,08331 77	111874 3	17612	0,01574 27	0,19283 7	810860	823208, 5	1153 0	0,01421 95	0,01400 62	1,40011 7	0,19283 7
9	slc	378375 8	39513 9	0,10443 03	256868	9243	0,03598 35	0,52481 26	843630	827245	1276 5	0,01513 1	0,01543 07	1,25339 81	0,52481 26
10	slc	385062 1	43879 4	0,11395 41	574164	64070	0,11158 83	6,93173 21	911274	877452	1216 6	0,01335 05	0,01386 51	1,09119 75	6,93173 21
11	slc	393002 6	27984 2	0,07120 61	842826	55027	0,06528 87	0,85885 75	963707	937490, 5	1464 3	0,01519 45	0,01561 94	0,62486 7	0,85885 75
12	slc	426107 8	38294 2	0,08986 97	118152 0	10229 3	0,08657 75	1,85896 01	117028 9	106699 8	1851 2	0,01581 83	0,01734 96	1,26210 66	1,85896 01
13	slc	423899 5	54065 9	0,12754 41	350778	94199	0,26854 31	0,92087 44	114311 8	115670 3,5	1862 0	0,01628 88	0,01609 75	1,41921 12	0,92087 44
14	slc	414762 7	53091 7	0,12800 5	746380	29837	0,03997 56	0,31674 43	115666 9	114989 3,5	2267 2	0,01960 11	0,01971 66	1,00361 33	0,31674 43
15	slc	429231 7	80025 8	0,01864 38	106056	16503	0,01556 05	0,55310 52	126338 7	121002 8	3108 5	0,02460 45	0,02568 95	0,14564 88	0,55310 52
1	suzano	192391 42	20620 53	0,10718 01	105905 8	5114,5	0,00482 93	0,72698 2	641065 3	650723 0	1144 07	0,01784 64	0,01758 15	1,13851 06	0,72698 2
2	suzano	206407 82	21672 62	0,10499 9	228510 1	5114,5	0,00223 82	1	649208 6	645136 9,5	1110 99	0,01711 3	0,01722 1	0,97965 05	1
3	suzano	213098 33	22657 19	0,10632 27	351522 7	5114,5	0,00145 5	1	749295 1	699251 8,5	1218 21	0,01625 81	0,01742 16	1,01260 65	1
4	suzano	219902 26	24065 95	0,10943 93	485226 3	5114,5	0,00105 4	1	794800 9	772048 0	1217 59	0,01531 94	0,01577 09	1,02931 27	1
5	suzano	225263 09	24737 88	0,10981 77	103784 9	2355,7 5	0,00226 98	0,46060 22	854423 3	824612 1	1182 59	0,01384 08	0,01434 12	1,00345 78	0,46060 22
6	suzano	239231 15	25478 77	0,10650 27	236243 0	2355,7 5	0,00099 72	1	883128 4	868775 8,5	1327 91	0,01503 64	0,01528 48	0,96981 36	1
7	suzano	243555 23	26153 29	0,10738 14	372558 3	2355,7 5	0,00063 23	1	917068 9	900098 6,5	1402 81	0,01529 67	0,01558 51	1,00824 98	1
8	suzano	256946 18	26439 40	0,10289 86	519459 1	2355,7 5	0,00045 35	1	100683 20	961950 4,5	1499 89	0,01489 71	0,01559 22	0,95825 38	1
9	suzano	260498 98	27058 33	0,10387 12	117543 6	23794, 75	0,02024 33	10,1007 11	104541 92	102612 56	1748 45	0,01672 49	0,01703 93	1,00945 17	10,1007 11
10	suzano	267949 59	27415 43	0,10231 56	250905 2	23794, 75	0,00948 36	1	118600 45	111571 19	1574 92	0,01327 92	0,01411 58	0,98502 44	1
11	suzano	267055 23	28069 94	0,10510 91	402886 8	23794, 75	0,00590 61	1	118608 18	118604 32	1606 15	0,01354 16	0,01354 21	1,02730 27	1
12	suzano	274985 54	29658 72	0,10785 56	568955 9	23794, 75	0,00418 22	1	127815 94	123212 06	1732 38	0,01355 37	0,01406 01	1,02612 94	1
13	suzano	273902 79	30124 27	0,10998 16	139969 9	3211,7 5	0,00229 46	0,13497 73	126640 08	127228 01	1814 96	0,01433 16	0,01426 54	1,01971 2	0,13497 73
14	suzano	271586 53	30474 67	0,11220 98	310875 6	3211,7 5	0,00103 31	1	124845 26	125742 67	3016 46	0,02416 16	0,02398 92	1,02025 96	1
15	suzano	280162 86	35432 46	0,12647 09	508874 3	3211,7 5	0,00063 11	1	131277 12	128061 19	2626 61	0,02000 81	0,02051 06	1,12709 35	1
0	vangua rd	132180 2	10607 5	0,08025 03	394792	483,5	0,00122 47	#REF!	317720	#REF!	1623 2	0,05108 9	1	1	1
1	vangua rd	134631 9	14558 7	0,10813 71	205004	13216	0,06446 7	27,3340 23	318421	318070, 5	1424 5	0,04473 64	0,04478 57	1,34749 76	27,3340 23
2	vangua rd	132699 0	11850 6	0,08930 44	404696	8897	0,02198 44	0,67319 92	323850	321135, 5	1714 8	0,05295 04	0,05339 8	0,82584 41	0,67319 92
3	vangua rd	284793 2	45799 15	0,01608 15	683834	7549	0,01103 92	0,84848 83	672775	498312, 5	2489 6	0,03700 49	0,04996 06	0,18007 51	0,84848 83
4	vangua rd	282482 8	25498 1	0,09026 43	883272	62863	0,07117 06	8,32732 81	602807	637791	2497 7	0,04143 45	0,03916 17	5,61292 75	8,32732 81
5	vangua rd	260145 2	27460 5	0,10555 84	331029	33739	0,10192 16	0,53670 68	524018	563412, 5	2914 4	0,05561 64	0,05172 76	1,16943 7	0,53670 68
6	vangua rd	232483 0	26258 1	0,11294 63	520762	26018	0,04996 14	0,77115 5	446772	485395	2311 9	0,05174 68	0,04762 93	1,06998 94	0,77115 5
7	vangua rd	236895 1	35740 68	0,01508 68	678792	4035	0,00594 44	0,15508 49	500268	473520	4579 8	0,09154 69	0,09671 82	0,13357 54	0,15508 49
8	vangua rd	270427 5	34932 1	0,12917 36	809493	28733	0,03549 51	7,12094 18	552619	526443, 5	5578 0	0,10093 75	0,10595 63	8,56200 29	7,12094 18
9	vangua rd	244924 2	18306 0	0,07474 15	262194	-38517	0,14690 27	1,34051 44	437931	495275	1900 2	0,04339 04	0,03836 66	0,57861 26	1,34051 44
10	vangua rd	222982 6	15258 5	0,06842 91	518827	3343	0,00644 34	0,08679 28	480841	459386	1880 1	0,03910 02	0,04092 64	0,91554 38	0,08679 28
11	vangua rd	226312 4	44199 01	0,01953 01	632422	-8588	0,01357 95	-2,56895	576452	528646, 5	2549 8	0,04423 27	0,04823 26	0,28540 61	-2,56895
12	vangua rd	241954 6	28999 5	0,11985 51	730399	18026 0	0,24679 66	20,9897	646768	611610	3406 4	0,05266 8	0,05569 56	6,13694 93	20,9897

								53							53
							-	-							-
13	vangua rd	231865 7	24995 8	0,10780 29	295991	-1140	0,00385 15	0,00632 42	553287	600027, 5	1453 1	0,02626 3	0,02421 72	0,89944 35	0,00632 42
14	vangua rd	222130 5	24162 4	0,10877 57	595830	-1576	0,00264 5	1,38245 61	579195	566241	2691 9	0,04647 66	0,04753 98	1,00902 36	1,38245 61
15	vangua rd	230521 8	40396	0,01752 37	707318	-96868	0,13695 11	61,4644 67	775062	677128, 5	4724 3	0,06095 38	0,06976 96	0,16109 96	61,4644 67