UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE RIBEIRÃO
PRETO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

JULIANA VILELA PRADO DE SOUZA

Novas estratégias de financiamento do agronegócio: uma análise sobre a viabilidade de
emissão do CDCA pelas cooperativas

Orientador: Prof. Dr. Sigismundo Bialoskorski Neto

2007

Reitora: Profª Drª Suely Vilela

Diretor da faculdade: Prof. Dr. Rudinei Toneto Júnior

Chefe do departamento de economia: Profª Drª Maria Christina Siqueira de Souza Campos

JULIANA VILELA PRADO DE SOUZA

Novas estratégias de financiamento do agronegócio: uma análise sobre a viabilidade de
emissão do CDCA pelas cooperativas

Dissertação apresentada ao Departamento de
Economia da Faculdade de Economia
Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto
para obtenção do título de Mestre em Economia
Aplicada

Orientador: Prof. Dr. Sigismundo Bialoskorski
Neto

Ribeirão Preto
2007

FICHA CATALOGRÁFICA

Souza, Juliana Vilela Prado

Novas estratégias de financiamento do agronegócio: uma análise sobre a viabilidade de emissão do CDCA pelas cooperativas–SP. Ribeirão Preto, 2007.

167 f. : il. ; 30cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP – Área de concentração: Economia Aplicada

Orientador: Sigismundo Bialoskorski Neto.

1. Financiamento agrícola 2. Títulos de financiamento do agronegócio 3. Cooperativismo 4. CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

AGRADECIMENTOS

Depois de sete anos como aluna da FEARP, primeiro na Graduação e depois na Pós-graduação, acumulei uma lista grande de pessoas as quais gostaria de agradecer. Vou começar pelo meu orientado, o Professor Sig, que tem me auxiliado em atividades profissionais e de pesquisa nos últimos quatro anos e com quem eu pude aprender não apenas questões ligadas ao conteúdo acadêmico, mas também a caráter, paciência dedicação e profissionalismo.

Agradeço aos professores Rudinei, Elieser, Sérgio, Márcio, Cidinha, Roberto Guena, Dolores, Francisco e Maria Christina, que nos auxiliaram no processo de aprendizagem nesses dois anos de Pós, que sempre se mostraram dispostos a tirar dúvidas e nos direcionar quanto a opções de estudo.

Agradeço enormemente aos advogados entrevistados: Renato, Flávia e Lucas, que forneceram importantes informações para esse estudo, se prontificaram a solucionar eventuais dúvidas, permitiram que eu estudasse o material disponível no escritório e que acreditaram que esse trabalho seria uma boa forma de divulgação dos títulos de financiamento.

Aos demais entrevistados, os diretores das cooperativas estudadas e de uma das empresas que emitiram o CDCA, os quais foram muito receptivos e dispostos a contribuir este trabalho.

Ao Sr. José Sidney, pesquisador do IEA – Instituto de Economia Agrícola, que contribuiu enormemente para consolidar algumas idéias neste estudo e que apresentou sugestões sobre como direcionar a pesquisa.

Ao Gustavo de Souza e Silva, também um pesquisador de títulos de financiamento e uma das pessoas que me incentivaram e me motivaram a estudar o tema.

Não posso deixar de agradecer aos funcionários da FEARP, com os quais convivi bastante nos últimos quatro anos. Estes sempre se prontificaram a resolver, com muita competência as questões relacionadas ao programa.

Aos meus amigos da graduação que compartilharam comigo, durante cinco anos, vários momentos de aprendizagem, mas principalmente de descontração. À IX turma de economia, com a qual me formei e aos demais amigos das outras turmas de economia da administração e contábeis. Também aos amigos do Pensa – Programa de Agronegócio da USP, com os quais convivi nos dois últimos anos da graduação.

Aos amigos do Ecoop, a Mari, Tuba, Bel, Marina, Sérgio, Samir e Milena, com os quais pude dividir as atividades de pesquisa em cooperativismo e com os quais passei ótimos momentos. Todos são pessoas muito especiais.

Às minhas grandes amigas que conheci no mestrado e que vou levar pra sempre no coração; Carolina, Sabrina e Kátia com as quais eu pude compartilhar meus momentos de estudo, um pouco de preocupação, mas sempre muito companheirismo e bom humor.

Agradeço à minha família que sempre me deu apoio quanto às minhas decisões de que rumos a seguir. Sobre tudo meu pai, Luiz e minha mãe, Ana, que se alegraram, tanto quanto eu, a cada vitória conquistada na minha vida profissional e pessoal.

Ao Thiago, meu companheiro e amigo, pelo carinho, pela paciência e pela grande ajuda e apoio que me deu durante a elaboração da dissertação e em outros momentos importantes.

RESUMO

SOUZA, J. V. P. Novas estratégias de financiamento do agronegócio: uma análise sobre a viabilidade de emissão do CDCA pelas cooperativas. 2007. 174 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

O CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio e mais outros quatro títulos de financiamento foram institucionalizados em 31 de dezembro de 2004, pelo governo federal. Esses títulos têm como objetivo captar recursos no mercado financeiro de forma a suprir parte da demanda crescente por linhas de financiamento agrícola. O CDCA pode ser emitido por empresas do agronegócio, inclusive cooperativas agropecuárias e deve apresentar como lastro direitos de crédito. O objetivo desse estudo foi, então, analisar a viabilidade do CDCA enquanto instrumento de capitalização de cooperativas agropecuárias. Para essa análise buscou-se identificar os custos de operação, transação e financeiro das operações. Para se chegar ao objetivo, o estudo se baseou em duas fontes de dados: as operações já realizadas com os títulos e a estrutura de capital de cooperativas agropecuárias, bem como as operações a crédito realizadas por essas organizações. As empresas que emitiram o CDCA no mercado financeiro nacional e internacional incorreram em custos de transação e operação. Verificou-se que nas organizações analisadas, com alto nível de endividamento de curto prazo, com custo médio do capital elevado, puderam emitir o CDCA por taxas de juros bastante atrativas, por outro lado, essas organizações incorreram em altos custos de operação e transação. A análise das operações a crédito das cooperativas, mostra que essas organizações apresentam uma maior necessidade de aporte de capital de curto prazo no período entressafra. Nesse período a cooperativa se descapitaliza porque direciona boa parte de seus recursos para a compra de insumos que serão repassados aos

cooperados nas operações a crédito. O CDCA seria, então, uma forma de captação de capital de giro no período entre safra. Por outro lado o CDCA seria uma boa opção para aumentar a disponibilidade de recursos para compra de insumos nas operações a crédito em cooperativas que não atendem à toda demanda dos cooperados. Dessa forma, o CDCA atenderia à boa parte da necessidade de recursos para crédito de custeio dos produtores rurais por meio de cooperativas. A conclusão a que se chegou, para a emissão do CDCA, por cooperativas agropecuárias, é que esse título pode ser emitido a taxas e juros bem mais baixas que aquelas verificadas para empréstimos de capital de giro em instituições financeiras. Esse título se adequa às necessidades da organização emitente de acordo com a estrutura financeira e de risco dessa organização e pode ainda ser emitido no mercado financeiro internacional onde a disponibilidade de recursos é maior.

Palavras chave: Financiamento agrícola, Novos títulos de financiamento do agronegócio, Cooperativismo, CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

ABSTRACT

SOUZA, J. V. P. New strategies of Agribusiness financing: an analysis about the viability of emission of ACRC by the cooperatives. 2007. 174 f. Dissertation (Master's degree) - University of Economics, Administration and Accounting of Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

ACRC - Agribusiness Credit Rights Certificate and other four financing titles were institutionalized on December 31, 2004, by the federal government. Those titles aim at collecting resources from the financial market to supply part of the growing demand for ways of agricultural financing. ACRC can be emitted by agribusiness companies, including agricultural cooperatives and it should present as a base credit rights. So, the objective of this study was to analyze the viability of ACRC as an instrument of agricultural cooperatives capitalization. For this analysis, it was sought to identify the operational, transactional and financial costs of the operations. In order to achieve the objective, the study based on two data sources: the operations already accomplished with the titles and the capital structure of agricultural cooperatives, as well as the credit operations accomplished by those organizations. The companies that emitted ACRC in the national and international financial market incurred in transaction and operation costs. It was verified that in the analyzed organizations, with high level of short term indebtedness with medium cost of high capital, could emit ACRC at quite attractive interest rates, on the other hand, those organizations incurred in high operation and transaction costs. The analysis of credit operations of the cooperatives shows that those organizations present a larger need of contribution of short term capital in the intercrop period. Within this period, the cooperative decapitalizes because it addresses great part of its resources to the purchase of inputs which will be transferred to the cooperate members in the credit operations. ACRC would be, then, a way of working capital reception in the intercrop period. On the other hand, ACRC would be a good

option to raise the availability of resources for the purchase of inputs in the credit operations in cooperatives that don't comply with all demand from the cooperate members. Thus, ACRC would comply with a great part of the need of resources for costing credit of the rural producers through cooperatives. It was concluded that, for the emission of ACRC by agricultural cooperatives, this title can be emitted at much lower interest rates than those verified for working capital loans in financial institutions. This title fits into the needs of the emitting organization according to the financial structure and of risk of this organization and it can still be emitted in the international financial market where the availability of resources is larger.

Key Words: Agricultural Financing, Titles of Agribusiness financing, Cooperativism, ACRC - Agribusiness Credit Rights Certificate

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros

CDA – Certificado de Depósitos Agropecuários

CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação de Títulos

CMG – Certificado de Mercadoria com Emissão Garantida

CMCT – Custo Médio Ponderado do Capital de Terceiros

CMPC – Custo Médio Ponderado do Capital

CPMF – Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira

CPR – Cédula do Produtor Rural

CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio

FUNCAFÉ – Fundo de Defesa da Economia Cafeeira

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras

LCA – Letra de Crédito do Agronegócio

SNCR – Sistema Nacional de Crédito Rural

WA – Warrant Agropecuário

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	18
1.1 Objetivos do trabalho	22
1.2 Hipóteses	22
2 REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1 Características e viabilidade do financiamento rural	24
2.2 Assimetria de informação	26
2.3 A Economia dos Custos de Transação	29
2.3.1 O enfoque institucional dos custos de transação no mercado de crédito	30
2.3.2 O enfoque operacional dos custos de transação no mercado de crédito	35
3 CRÉDITO RURAL NO BRASIL	40
3.1 Financiamentos rurais nas décadas de 60, 70 e início dos anos 80	40
3.2 Financiamentos rurais a partir de meados dos anos 80	44
4 OS NOVOS TÍTULOS DE FINANCIAMENTO	53
4.1 Principais características e formas de utilização do CDA e do WA	54
4.2 Principais características e forma de utilização do LCA e CRA	58
4.3 Principais características e forma de utilização do CDCA	60
5 ESTRUTURA DE CAPITAL NAS COOPERATIVAS E ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS	63
6 ANÁLISE DA TOMADA DE DECISÃO PELOS AGENTES ENVOLVIDOS NA EMISSÃO DO CDCA E OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO	69
6.1 Decisões de financiamento tomadas pelo produtor rural	71

6.2 Decisão de oferta de crédito e emissão do CDCA pelas cooperativas.....	85
7 ANÁLISE DOS CUSTOS DE OPERAÇÃO E TRANSAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO REALIZADAS POR MEIO DO CDCA	92
7.1 Operações de emissão do CDCA	92
7.2 Análise dos custos de operação incorridos pelo emissor do CDCA	99
7.2.1 Custos de operação de emissão do CDCA no mercado financeiro internacional.....	99
7.2.2 Custos de operação de emissão do CDCA no mercado financeiro nacional.....	116
7.3 Análise dos custos de transação incorridos pela empresa emitente na emissão do CDCA.....	124
8 ANÁLISE DAS OPERAÇÕES FINANCEIRAS NAS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS.....	129
8.1 Análise das operações de financiamento da cooperativa de cafeicultores.....	129
8.2 Possibilidade de emissão do CDCA pela cooperativa de cafeicultores e por cooperativas agropecuárias em geral.....	133
9 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	140
BIBLIOGRAFIA	149
APÊNDICE A – Questionário aplicado nas cooperativas agropecuárias	154
APÊNDICE B – Roteiro das entrevistas com os especialistas na emissão do CDCA	155
ANEXO A – Lei 11.076 que institucionaliza os novos títulos de financiamento.	157

ÍNDECE DE TABELAS

Tabela 1: Custos incorridos pelo produtor em operações de crédito	72
Tabela 2: Custos incorridos pela cooperativa para realização de operações a crédito com os produtores.....	77
Tabela 3 - Custos de transação, operação e financeiro incorridos pelos cooperados nas transações a crédito com as cooperativas entrevistadas.....	80
Tabela 4 - Custos incorridos pela cooperativa para a emissão do CDCA.....	89
Tabela 5 - Custos de operação para emissão do CDCA – operação com participação de investidores estrangeiros (valores em R\$)	100
Tabela 6 - Simulação de emissão do CDCA com valor de face de US\$ 5.000.000 e prazo de um ano no mercado financeiro internacional ^a	103
Tabela 7 - Custos de operação e financeiro para a emissão do CDCA – participação de investidores nacionais (valores em R\$).....	117
Tabela 8 - Simulação de emissão do CDCA em R\$ com valor de face de R\$ 5.000.000 e período de um ano	118
Tabela 9 - Custos de transação incorridos pelas empresas emitentes para a efetivação da emissão do CDCA.....	126
Tabela 10 - Fontes de recursos da cooperativa de cafeicultores e custo médio ponderado do capital de terceiros ^a	131
Tabela 11 - Financiamentos e repasses aos cooperados realizados pela cooperativa de cafeicultores	132

Tabela 12 - Simulação de captação de recursos por meio do CDCA no mercado financeiro internacional e correspondente custo médio ponderado do capital de terceiros incluindo o custo financeiro de emissão do CDCA.....	134
Tabela 13 - Taxa de juros referente a empréstimos de capital de giro nos 12 maiores bancos comerciais do Brasil – dados de janeiro de 2007.....	137

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Equilíbrio no mercado de crédito sem custos transacionais e regulamentação de juros.	37
Figura 2 - Equilíbrio no mercado de crédito considerando-se custos de transação e a presença de intermediários financeiros.	38
Figura 3 Taxas de juros reais incidentes sobre diferentes linhas de crédito rural no Brasil (% ao ano)	41
Figura 4 - Variação percentual anual do Produto Interno Bruto e do Produto Agrícola.	43
Figura 5 - Crédito agropecuário oficial anual em mil reais	45
Figura 6 - Razão entre o volume de crédito oficial concedido (em R\$) e a produção de grãos (em ton.) no Brasil.....	46
Figura 7 - Número e valor (em mil R\$) total de CPRs compradas e avalizadas pelo Banco do Brasil no Brasil	51
Figura 8 - Forma de comercialização do CDA/WA	55
Figura 9 - Forma de negociação do CDCA	62
Figura 10 - Forma de negociação e liquidação do CDCA e os custos financeiros.	87
Figura 11 - Modelo de emissão do CDCA com participação de investidores estrangeiros.	94
Figura 12 - Modelo de emissão do CDCA com participação de investidores nacionais.....	98
Figura 13 - Taxa de juros de referência Libor – valor anual mês a mês e média em 2006.....	105
Figura 14 - Custos de operação como percentual do valor de face do título, descontado da taxa de juros, e custo de operação como percentual dos custos totais, em operações de um ano, realizadas no mercado financeiro internacional.....	108

Figura 15 - Custos de operação e financeiro como percentual do valor de empréstimo em operações de um ano.....	110
Figura 16 - Razão entre os custos de operação e o valor de face do título descontado da taxa de juros e razão entre custos de operação e custos totais para operações de três anos no mercado financeiro internacional.....	111
Figura 17 - Custos de operação e financeiro como percentual do valor do empréstimo para operações de 3 anos no mercado financeiro internacional.....	114
Figura 18 - Metas de taxa de juros Selic entre 2007 e 2011 e média da taxa de juros Selic em 2006	119
Figura 19 - Taxa de juros <i>Selic</i> mais <i>spread</i> , referente à taxa de juros do CDCA, e percentual dos custos totais em relação ao valor do título descontado, de acordo com a taxa de juros.....	121
Figura 20 - Projeção de custos de operação como percentual dos custos totais de acordo com as previsões de taxas de juros estimadas para os próximos anos	122
Figura 21 – Média da taxa de juros referente a empréstimos de capital de giro praticada nos bancos comerciais em 2006 (% anual)	138

1 INTRODUÇÃO

A escassez de recursos para o financiamento agropecuário tem sido uma das principais preocupações dos produtores e dos demais agentes que compõem o agronegócio. Desde a década de 80 os recursos destinados ao financiamento agropecuário, que têm como fonte os recursos da união, têm diminuído de forma considerável. Estimou-se, durante a safra 2005/2006, necessidade de capital de giro de R\$ 110 bilhões para financiamento das atividades agropecuárias. As fontes governamentais provenientes do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR) respondem por apenas 30% (R\$ 33,2 bilhões) dos recursos necessários para o financiamento do custeio agrícola (BRASIL, 2005).

Ainda na década de 80 algumas novas formas de financiamento foram instituídas com o intuito de se buscarem recursos de fontes não provenientes do orçamento da união. Algumas dessas formas de financiamento não tiveram sucesso em sua implementação, como foi o caso da CMG – Certificado de Mercadoria com Emissão Garantida idealizada em 1994. No mesmo ano foi lançada também a CPR – Cédula do Produtor Rural, título de crédito emitido por produtores ou suas cooperativas para o financiamento do custeio agrícola.

Nos primeiros anos, o volume de CPRs negociadas e o valor total desses títulos foram relativamente baixos. Em 1995 foram emitidas 661 CPRs registradas e avalizadas pelo Banco do Brasil, cujos valores totalizaram mais de R\$ 62 milhões. Em 2004 foram emitidas 62.435 CPRs que mobilizaram um volume de recursos de mais de R\$ 4,47 bilhões, além das chamadas CPRs de “gaveta” que não passam pelo aval do Banco do Brasil e que servem de garantia como pagamento futuro em empresas de insumos, tradings e cooperativas (BRASIL, 2005).

Assim, com a redução da participação do governo nas políticas de financiamento houve uma aproximação entre os produtores e agentes econômicos “não agrários”, de acordo com Belik e Paulillo (2001). Esses agentes são representados pelas indústrias processadoras e fornecedores de insumos que passaram a atuar como financiadores da atividade agrícola. Nesse sentido, as cooperativas agropecuárias, que também atuam como revendas de insumos, ganharam espaço entre as organizações que realizam operações a crédito.

As cooperativas têm papel importante no desenvolvimento rural. Especialmente em áreas pouco desenvolvidas onde essas organizações têm a função de aumentar o poder de barganha de seus membros fornecendo-lhes meios de escoamento da produção rural e a compra de insumos por preços mais baixos. Nesse sentido, as cooperativas, enquanto organizações que não objetivam lucro têm a função social de facilitar o aumento da renda dos cooperados.

Por outro lado, dado que a formação dessas associações ocorre em função de um processo de desenvolvimento, esses apresentam dificuldades de obtenção de capital para possibilitar a manutenção das suas atividades de produção.

Em função de um contexto de restrição do crédito oficial para os produtores, as cooperativas têm apresentado papel importante no desenvolvimento de formas alternativas de financiar os produtores rurais. Diferente das demais organizações do agronegócio, como as *tradings* e fornecedores de insumos, as cooperativas, enquanto financiadoras da atividade agrícola, apresentam uma relação mais próxima com seus clientes cooperados. Bialoskorski Neto (2006) destaca a importância dos contratos relacionais nessas organizações em que a frequência das transações entre a cooperativa e seus membros é alta o que reduz os custos de transação e a assimetria de informação e, portanto, favorece relações contratuais, por meio, por exemplo, da redução do risco dos contratos a crédito.

Dadas as dificuldades de aporte de capital, segundo Lazzarini, Bialoskorski Neto e Chaddad (1999), novas formas de captação de recursos são necessárias para a capitalização e financiamento do capital de giro das organizações cooperativas.

Com o intuito de aumentar os recursos destinados ao financiamento agrícola, foram institucionalizados, no final de 2004, cinco novos títulos de financiamento do agronegócio. São eles: CDA – Certificado de Depósito Agropecuário, WA – Warrant Agropecuário, CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio, LCA – Letra de Crédito do Agronegócio e CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio.

O CDA e o WA são emitidos conjuntamente a pedido do produtor quando este deposita produtos agropecuários em um armazém. O CDA e o WA financiam diretamente a comercialização e a estocagem dos produtos depositados. Os dois títulos podem ser comercializados no mercado financeiro juntos ou separados. O detentor dos dois títulos tem o direito de retirar a mercadoria do armazém na data que achar conveniente, por isso esse mecanismo tem a função de aumentar a oferta de *commodities* no período de entressafra, quando existe relativa escassez. Deve permitir ao produtor a comercialização em data futura a preços mais remuneradores e aumentar a disponibilidade de matéria prima (produtos agrícolas) para empresas interessadas, como a indústria processadora e as *tradings*.

O CDCA, CRA e LCA apresentam funções e características muito semelhantes entre eles, a única diferença é a instituição emitente. São títulos de crédito lastreados em dívidas a receber de produtores rurais. Todos têm a função de aumentar o capital de giro, por meio da captação de recursos no mercado financeiro, em organizações que financiam esses agentes. O LCA é emitido por instituições financeiras, o CDCA pode ser emitido por empresas processadoras, fornecedores de insumos, cooperativas e *tradings*. O CRA é emitido por companhias securitizadoras do agronegócio.

Silva (2006) analisou as operações de arbitragem “*cash and carry*”¹, em que um investidor compra uma mercadoria no presente, representada por um título como o CDA e “carrega” essa mercadoria por um determinado período em que assume uma posição de venda no mercado futuro para a mesma mercadoria. O autor concluiu que em um cenário de preços agrícolas pouco remuneradores, como ocorreu em 2005, e com uma taxa de juros básica (custo de oportunidade) alta, o CDA/WA não representam uma boa forma de investimento para o mercado financeiro. Portanto, em 2005 foram destinados poucos recursos do mercado financeiro para a agricultura por meio desses dois novos títulos.

O presente estudo descreve e analisa as possíveis operações que podem ser realizadas com o CDCA que é emitido por empresas participantes do agronegócio. Analisa-se a forma como esse título é emitido por cooperativas agropecuárias e quais os custos de operação, transação e custos financeiros são incorridos na emissão desse instrumento.

Marino, Zylberztajn e Almeida (2005), argumentam a importância de se estudar diferentes formas de financiamento para compreender a alocação de recursos provenientes tanto das linhas de crédito controladas pelo governo como daquelas desenvolvidas por agentes financeiros. O estudo da alocação dos recursos para crédito rural pode levar ao desenvolvimento de diferentes formas de se aumentar a disponibilidade de recursos para o agricultor, sobretudo com a criação de novos mecanismos.

A importância dessa investigação decorre, então, da necessidade de estudo de novas formas de financiamento e capitalização das organizações cooperativas e dos produtores. A instituição de novas formas de financiamento, que não dependam de recursos provenientes do

¹ Segundo Rae (2003) apud Souza (2006), no modelo de “*cash and carry arbitrage*” o preço futuro de uma commodity deve ser igual ao seu preço físico mais um custo de carregamento. O custo de carregamento corresponde à soma dos custos de compra e de estocagem de uma commodity. O modelo postula que o preço máximo a ser pago para estocar esta commodity deve ser a diferença entre os preços físicos e futuros.

Sistema Nacional de Crédito Rural, tem sido uma busca de agentes interessados e pesquisadores, uma vez que a necessidade de financiamento do agronegócio por vezes não tem sido atendida de forma satisfatória.

1.1 Objetivos do trabalho

O objetivo desse trabalho é analisar a viabilidade do CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio enquanto instrumento de capitalização e financiamento das cooperativas. Para essa análise serão medidos e analisados os custos de operação, transação e financeiros relativos à emissão do CDCA.

Como objetivos específicos pretende-se verificar:

- Em quais situações seria vantajoso para as cooperativas emitirem o CDCA
- Em quais situações seria vantajoso para agentes financeiros comprarem o CDCA
- Indicar quais as funções do CDCA e porque ele pode ser importante para o financiamento agrícola
- Propor engenharias econômicas para a utilização do título.

1.2 Hipóteses

A principal hipótese desse estudo é que o CDCA representa uma forma viável de capitalização das cooperativas agropecuárias porque representa alternativa de fonte de recursos a razoáveis custos de transação e pode ser um importante complemento de financiamento.

Assim, este trabalho está dividido em nove capítulos. O primeiro consiste na presente introdução. No segundo capítulo são apresentados estudos teóricos sobre a viabilidade e características do crédito rural, a assimetria de informação entre agentes econômicos e uma análise dos custos de operação e transação nas atividades de crédito agropecuário. O terceiro capítulo apresenta a evolução do crédito rural no Brasil. O capítulo quatro refere-se aos novos títulos de financiamento e descreve as características e as formas de utilização desses títulos. O quinto capítulo faz uma análise da estrutura de capital das cooperativas e algumas características particulares dessas organizações que as diferencia das demais. O sexto capítulo analisa a tomada de decisão pelos agentes envolvidos no agronegócio. Ao longo do capítulo sete são analisadas as operações já realizadas por meio do CDCA em que são medidos possíveis custos de operação e financeiros. O capítulo oito analisa as operações a crédito realizadas entre cooperativas e seus cooperados e a possibilidade de emissão do CDCA por essas organizações. O capítulo 9 apresenta as conclusões a que se pode chegar com esse estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Características e viabilidade do financiamento rural

Segundo Von Pischke (1999), existem algumas condições fundamentais para a efetivação de uma operação de crédito a primeira delas é a confiança porque é necessário haver confiança mútua entre o prestador e o tomador de empréstimo. A segunda condição é a sustentabilidade. Em finanças a sustentabilidade significa que o prestador recupera os recursos emprestados mais um montante adicional que deve ser pelo menos igual ao custo de oportunidade do capital.

Uma das contribuições de Von Pischke (1999) é analisar as possibilidades de expansão da fronteira de concessão de financiamento formal e as possibilidades de criação de valor nos mercados financeiros. A “fronteira” separa os agentes econômicos que têm acesso ao crédito formal daqueles que não têm acesso a essa forma de crédito. Já o valor criado em uma transação de crédito corresponde ao montante do empréstimo concedido.

Os participantes do mercado financeiro têm incentivos para criar mais valor assumindo maior número de empréstimos e em montantes maiores. Porém, existem restrições na concessão de crédito e, portanto, na criação de valor no meio agrícola. Essa restrição está ligada a três elementos considerados por Von Pischke (1999) que são: valor, confiança e risco. Assim, valores somente são criados, mediante crédito, quando a confiança entre as duas partes compensa o risco da transação. Quando a confiança é fraca e existem incertezas quanto ao futuro e a criação de valor é dificultada.

Existem, então, três possíveis formas de se criar valor e expandir a fronteira de crédito: expandindo a estrutura a termo (*term structure*), reduzindo custos de transação e melhorando os processos de avaliação dos tomadores de empréstimos.

A estrutura a termo é representada pelo horizonte temporal no qual é realizado o empréstimo, ou seja, o tempo no qual o empréstimo deve ser pago. Os bancos, por exemplo, têm incentivos, em algumas formas de financiamento, para expandir o período de maturidade de seus empréstimos porque quanto maior esse período maior a taxa de juros. Essa relação se deve ao aumento do risco em prazos mais longos. Quanto maior o prazo de pagamento de um empréstimo maiores são as possibilidades de ocorrência de eventualidades que podem prejudicar o pagamento. Portanto, maior confiança entre o prestador e o tomador é necessária para que o empréstimo seja realizado.

Os custos de transação são importantes em transações financeiras porque determinam os agentes que terão acesso ao crédito e as formas de financiamento que serão ofertadas. Segundo Von Pischke (1999), os custos de transação são aqueles incorridos para: coletar e processar informações, arranjos para assegurar e proteger contratos e dinheiro e tomar decisões.

É importante destacar que as duas partes envolvidas na transação incorrem em custos de transação. Os agentes que pretendem obter crédito, sobretudo aqueles que buscam o crédito formal, apresentam custos de localizar potenciais prestadores com tipos de serviços diferentes. Esses agentes devem fornecer informações sobre suas propriedades e produção e fim de estabelecer credibilidade junto ao prestador. Existem ainda custos de transporte entre a localidade e o prestador e ainda, em alguns países, custos relacionados a suborno para que o empréstimo seja realmente efetivado. Os custos de transação de pagamento do empréstimo também podem ser elevados.

Os emprestadores incorrem em custos de transação de desenvolver novas formas de arranjos de crédito e para manter novos clientes. Altos custos de transação podem desencorajar os emprestadores a desenvolverem novas formas de crédito, assim como pode os desencorajar a buscar novos clientes. Os custos de transação serão apresentados com mais detalhes na terceira seção desse capítulo que apresenta a Economia dos Custos de Transação segundo o enfoque institucional.

A terceira questão importante na criação de valor é a avaliação do tomador de empréstimo. As mudanças na avaliação dos tomadores influenciam as decisões de crédito como prazo de pagamento, volume de crédito e as garantias exigidas. Nesse sentido, os emprestadores podem oferecer oportunidades para os tomadores na medida em que melhoram o processo de avaliação.

2.2 Assimetria de informação

Milgrom e Roberts (1992) consideram que o desenvolvimento de contratos perfeitos e completos representa uma tarefa problemática já que nem todas as contingências futuras podem ser previstas. Os agentes envolvidos em uma transação são limitadamente racionais e, portanto, não conseguem prever todas as eventualidades futuras. Assim, alguns problemas podem surgir durante a vigência de um contrato.

O comportamento oportunista é um deles e decorre das necessidades de adaptações pós-contratuais decorrentes de possíveis contingências futuras. O comportamento oportunista pode, então, acontecer quando os termos estabelecidos no contrato se tornam menos favoráveis para uma das partes devido a essas contingências. Uma forma de oportunismo é a quebra contratual.

Uma das partes pode decidir, em determinado momento da transação, não honrar os termos acordados ou não cumpri-los da forma estabelecida.

Mesmo que as contingências futuras fossem previstas, uma das partes envolvidas na transação pode apresentar informações privilegiadas antes da assinatura do contrato. Essa assimetria de informações prejudica a transação e interfere na maximização de valor do acordo se uma das partes envolvidas na transação utilizar informações privilegiadas em benefício próprio. Assim, Kupfer et al (2002) definem assimetria de informação como as diferenças entre as informações detidas por duas ou mais partes envolvidas em uma transação.

A assimetria de informação pode levar ao problema de seleção adversa que é a seleção de determinado produto a ser ofertado em um mercado, independente das preferências dos compradores. Uma das partes pode deter informações privilegiadas sobre os custos e retornos de uma transação, ou sobre as probabilidades de retorno para cada parte envolvida. Essa assimetria pode impedir que um acordo seja firmado, mesmo que seja um acordo eficiente de forma a aumentar o nível de bem-estar dos participantes (MILGROM e ROBERTS, 1992).

Akerlof (1970) apresenta a mesma idéia nos mercados de carros usados. Os vendedores têm informação privilegiada em relação aos compradores. Estes últimos correm o risco de comprar um carro ruim pelo mesmo preço que poderiam adquirir um carro bom devido à assimetria de informação.

A questão da seleção adversa se aplica ao exemplo apresentado por Akerlof (1970). A assimetria de informação entre vendedores e compradores na venda de carros retira do mercado os carros bons porque ambos são vendidos ao mesmo preço. Nesse caso, um dos bens ofertados, aquele de qualidade inferior, foi selecionado adversamente no mercado em detrimento do produto de boa qualidade.

Milgrom e Roberts (1992) mostram que a seleção adversa acontece entre companhias seguradoras e seus clientes. A assimetria de informação decorre do fato de que os clientes detêm informação privilegiada sobre seu estado de saúde. As pessoas mais propensas a contratarem um seguro saúde são aquelas que acreditam que irão precisar do serviço. Portanto, serão selecionadas adversamente as pessoas que irão utilizar os serviços.

O *Moral Hazard*, ou oportunismo pós-contratual também decorre da assimetria de informação. Algumas ações que têm consequências eficientes, mas que não são diretamente observáveis podem não ocorrer porque as pessoas responsáveis por elas podem tirar vantagem em proveito próprio. Alguns serviços são prestados de forma ineficiente, ou por um custo maior do que o real devido à assimetria de informação entre o contratante do serviço e a pessoa que presta o serviço e que, portanto, detém informação privilegiada.

Segundo Costa (2005) a ocorrência de seleção adversa e *Moral Hazard* dependem do momento em que se considera a posse da informação privilegiada. Se esta se verifica antes da constituição do contrato dá origem à seleção adversa, mas se ocorre depois da formulação do contrato, então origina o oportunismo pós-contratual.

Costa (2005) analisa a possibilidade de comportamento oportunista entre cooperados e cooperativas agrícolas em transações a crédito devido à assimetria de informação. Em operações a crédito os cooperados detêm informação privilegiada sobre suas condições de pagamento e que nem sempre são apropriadas pela concedente de crédito. Quando a cooperativa transaciona com produtores cujas capacidades de pagamento não são satisfatórias ocorre um problema de seleção adversa. No caso em que o produtor não cumpre os termos do contrato por questões adversas, preferindo entregar seu produto como pagamento para outra empresa, ocorre, então um problema de *Moral Hazard* ou oportunismo pós-contratual.

Uma das características das sociedades cooperativas é a alta frequência das transações entre cooperados e a organização, que gera entre o produtor e a cooperativa uma relação de confiança que pode reduzir a assimetria de informação e, portanto, as relações contratuais entre esses dois agentes se tornam menos custosas. Essas relações contratuais podem ser, inclusive, contratos a crédito.

Por meio da análise dos custos de transação incorridos entre as cooperativas e seus cooperados é possível perceber que as cooperativas procuram minimizar a assimetria de informação por meio do monitoramento e análise das atividades que os cooperados mantêm com a organização.

2.3 A Economia dos Custos de Transação

A Economia dos Custos de Transação constitui uma das vertentes da Nova Economia Institucional. A Nova Economia Institucional (NEI) passou a se desenvolver no início do século XX a partir do trabalho de Ronald Coase “A natureza da firma”, de 1937. A principal contribuição de Coase (1937) foi explicar a formação da firma e propor uma visão alternativa à da economia neoclássica de que a firma seria um elemento do mercado que buscaria apenas maximizar lucros e minimizar custos.

De acordo com as idéias desse autor, a firma não é apenas uma função de produção, ela existe como uma forma alternativa ao sistema de preços na medida em que algumas atividades realizadas por meio do mercado podem ser verificadas internamente à firma. Pode-se, então, optar em deixar o sistema de preços via mercado e realizar alguma ou algumas transações internamente à firma. Isso geralmente acontece quando essas transações se tornam mais custosas se realizadas por meio do mecanismo de preços. Nesse caso a firma opta em, por exemplo,

produzir a própria matéria prima para a produção porque comprá-la de terceiros seria uma transação que envolveria maiores custos.

A NEI, após os primeiros trabalhos de Coase, passou a analisar mais de perto as organizações. Foram definidos elementos mais específicos ligados às atividades internas e às formas de relacionamento que as organizações apresentam com agentes externos. Novos conceitos, como os custos de transação, foram incorporados às idéias originais de Coase, contribuição que se deve, sobretudo a Williamson (1989).

Assim, de acordo com Williamson (1989), a principal função das instituições econômicas capitalistas é economizar custos de transação. As transações são, portanto, a unidade básica para a análise das instituições econômicas e contribuem para a formação de diferentes organizações. Muitas das formas organizacionais são formadas com o propósito de reduzir custos de transação. Dentre elas destacam-se: *joint ventures*, blocos econômicos, franquias e integrações verticais.

Segundo Williamson (1989), existem duas formas de custos de transação: os *ex-ante* e os *ex-post*. Os primeiros são aqueles incorridos para se redigir contratos, negociar e propor salvaguardas em relação a determinado acordo. As salvaguardas são propostas para assegurar a credibilidade da transação. Dentre os custos *ex-post* são incluídos os custos de adaptação, incorridos de forma bilateral e que servem para corrigir as más adaptações contratuais, os custos de estabelecimento e administração das estruturas de governança e os custos de *enforcement* que são aqueles para assegurar o cumprimento do contrato.

2.3.1 O enfoque institucional dos custos de transação no mercado de crédito

Os custos de operação, segundo Marino, Zylberztajn e Almeida (2005) são divididos entre custos financeiros e de transação. Os custos de transação no financiamento agrícola são

decorrentes de características da agricultura, como assimetria de informações e o risco da atividade.

Para Chaddad e Lazzarini (2003), a questão dos custos de financiamento agrícola não recaem apenas nos custos do dinheiro, mas também são decorrentes de fricções que ocorrem nas diversas transações que envolvem tomadores e emprestadores de crédito. Essas fricções ocorrem devido aos custos de informação e de transação das relações contratuais.

Segundo os autores, os custos de informação são aqueles decorrentes da análise dos possíveis tomadores de crédito. Os custos de informação são necessários para se conhecer o perfil do tomador, como o histórico dos empréstimos já tomados, nível tecnológico empregado na atividade agrícola, custos de produção da propriedade, indicadores financeiros do mercado agrícola etc. Esses custos são necessários porque eventuais tomadores podem apresentar comportamentos oportunistas antes e depois do fechamento do contrato e, portanto, são necessárias informações para se saber o risco do empréstimo concedido.

Os custos de transação ocorrem antes do estabelecimento do contrato (*ex-ante*) e depois da formulação do contrato (*ex-post*). Os custos *ex-ante*, são definidos, segundo Chaddad e Lazzarini (2003), pelos custos de negociação, salvaguardas e incentivos, os custos *ex-post* são aqueles necessários para monitorar e controlar os tomadores e os custos de má adaptação contratual.

Em uma situação em que não existam fricções e que o emprestador conheça o risco do crédito a taxa de juros cobrada pelo emprestador será representada por:

$$R_e = r + i + s \quad (1)$$

Em que “Re” é a taxa de juros nominal ao prestador, “r” a taxa de juros real, “i” a inflação esperada para o período e “s” o prêmio pelo risco.

As fricções provocam uma diferença entre a taxa de juros recebida pelo prestador (Re) e aquela cobrada do tomador de empréstimo (Rt), que podem ser representadas na seguinte equação:

$$R_t = R_e + I + T_a + T_p \quad (2)$$

Em que I representa os custos de informação, Ta são os custos de transação *ex-ante* e Tp os custos de transação *ex-post*.

Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005), especificam os custos de transação *ex-post* e *ex-ante* presentes nas transações de crédito agrícola no Brasil. Os custos de transação *ex-ante* são: custo de seleção de produtores, custo de seleção de diferentes fontes de financiamento, custos de reciprocidade, custos de negociação, custos de redação de contratos, custos relativos ao desenvolvimento de profissionais e de infra-estrutura das operações e por fim os custos associados à viabilização do crédito. Os custos de transação *ex-post* são: custos de controle e monitoramento.

Os custos de seleção (CSP) são aqueles necessários para a seleção dos tomadores de empréstimo. São definidos custos de seleção também aqueles necessários para a manutenção de um banco de dados com informações sobre os produtores.

Os custos de seleção de diferentes fontes de financiamento (CSF) são incorridos pelos produtores. São custos necessários para se identificar as melhores formas de financiamento que minimizam custos e que tem melhor desempenho.

Os custos de reciprocidade (CR) representam outras formas de produtos e os serviços financeiros já mantidas pelo tomador ou exigidas para que o tomador obtenha o financiamento junto ao banco.

Os custos de negociação (CN) são aqueles necessários para se efetivar o acordo. As partes envolvidas, ou seja, tomador e prestador incorrem em custos para acordarem os termos do contrato. Esses custos são representados, entre outros aspectos, pelo custo de oportunidade dos agentes envolvidos na transação, ou seja, quanto esses agentes estão deixando de ganhar para depender determinado tempo ajustando os termos do contrato e realizando outros aspectos da negociação.

Segundo Chaddad e Lazzarini (2003), as negociações necessárias para a efetivação de contratos de crédito são custosas porque existe assimetria de informação entre tomadores e prestadores. Os produtores rurais apresentam informações privilegiadas a respeito de sua capacidade de pagamento e o prestador tem a intenção de se apropriar dessa informação para reduzir os custos de inadimplência do negócio.

Por outro lado, nessas negociações existem custos de deslocamento devido à dispersão geográfica dos produtores. Os custos de barganha também são considerados porque tomadores e prestadores têm percepções diferentes com relação ao que seja uma taxa de juros “justa” e, portanto, um acordo consensual pode exigir tempo de negociação. Os autores consideram também, dentre os custos de negociação, a possibilidade de pagamento de comissões para o agente prestador.

Os custos de redação do contrato (CC) dos contratos são aqueles necessários à formalização dos contratos como custos de registro de garantias, custos de procuração, desenvolvimento de projetos técnicos (quando necessário), custos de instrumentos adicionais

como seguro rural, desenvolvimento de mecanismos que encorajem o estabelecimento do financiamento etc.

Os custos de desenvolvimento de recursos humanos e de infra-estrutura específica para a operação (CRHI) são aqueles relacionados à capacitação e treinamento de pessoas para gerenciarem as linhas de financiamento agrícola. Além desses custos são necessários investimentos em estruturas específicas que, segundo Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005) podem ser “salas de agribusiness” e agências especializadas em financiamento agrícola localizadas nas regiões onde existe produção.

Os custos de disponibilização dos fundos do SNCR (CG) são gerados devido a variações do montante de recursos destinados à agricultura e limite de crédito por produtor.

Os custos de transação *ex-post* são indicados a seguir. Os custos de controle e monitoramento (CCM) são representados pelos dispêndios realizados pelo agente financeiro para assegurar que os fundos sejam aplicados da forma acordada. Nesse sentido, são necessários investimentos em infra-estrutura e trabalho (MARINO; ZYLBERSZTAJN e ALMEIDA, 2005). São também os custos despendidos pelo emprestador para verificar a utilização dos recursos emprestados. Caso haja alguma forma de desacordo em relação aos termos contratuais, os emprestadores podem exigir renegociações contratuais junto ao tomador (CHADDAD e LAZZARINI 2003).

Os custos de acordos pós contratuais (CSD) são gerados devido à incompletude dos contratos. Esses dispêndios são necessários quando ocorrem renegociações entre as partes envolvidas nas transações, essas negociações podem ser de forma mútua ou de forma judicial. Esses custos ocorrem quando existe inadimplência. Em decorrência dessa situação existem os custos de vender e receber colaterais, despesas com litígio, impactos no fluxo de caixa do emprestador etc.

Assim, define-se como custos de transação a soma de todos os custos *ex-ante* e *ex-post* definidos incorridos na transação.

Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005), concluem que os custos de transação são altos na concessão do crédito por meio do SNCR. Isso acontece porque o volume de recursos concedidos é menor e por isso os bancos devem impor maiores restrições na concessão dessa forma de crédito. Por outro lado, o custo financeiro da operação é baixo porque as taxas de juros são subsidiadas.

No caso do crédito informal, em que as taxas de juros não são reguladas pelo SNCR, os custos de transação são baixos e os custos financeiros são relativamente altos.

2.3.2 O enfoque operacional dos custos de transação no mercado de crédito

De acordo com Barros e Araújo (1995), os custos de transação no mercado de crédito são aqueles de remuneração dos recursos humanos e materiais utilizados pelas organizações para concessão e recuperação do crédito rural. Esses custos estão relacionados 1) à captação de recursos para concessão do empréstimo, 2) à aplicação junto aos tomadores de empréstimo (produtores rurais) e 3) à recuperação do crédito quando vence o contrato. Assim, os custos totais incorridos pelo tomador, para a concessão de crédito, devem incluir os custos de transação especificados acima, os custos associados ao risco da operação e o custo financeiro, ou seja, a taxa de juros. Todos esses custos são incluídos na taxa de juros a ser paga pelo tomador (CUEVAS, 1988 apud BARROS e ARAÚJO, 1995).

Barros e Araújo (1995) analisaram os custos de transação em agências bancárias e cooperativas nas regiões Nordeste, Sudeste e Sul do Brasil. Os autores consideraram custos de transação presentes na concessão e recuperação do crédito rural e os descreveram como: 1) custos

diretos das agências e 2) custos indiretos. Os custos diretos são: despesas com pessoal, despesas específicas do crédito rural como contratação de serviços de terceiros, diárias de funcionários, combustíveis, taxas e impostos. Os custos indiretos são: despesas com pessoal envolvendo outras atividades, despesas fixas e despesas variáveis da empresa, ou agência bancária.

Nas duas cooperativas de crédito rural analisadas pelos autores os custos de transação representaram 12,54% e 27,96% do total de empréstimos realizados para a produção rural. Dentre as agências bancárias, o maior custo verificado foi de 175% do crédito concedido para atividades rurais, em uma agência de um banco oficial do Nordeste. Por outro lado, o menor custo foi verificado em uma agência de um banco oficial também no Nordeste, onde se verificou um custo de 0,73% do total de crédito rural.

De acordo com Pessoa (1996), os custos de transação decorrentes da intermediação financeira são aqueles necessários para a coleta de informações sobre o tomador, custos de planejamento e monitoramento dos contratos, ou seja, condições de prazos e juros, custos de administração da empresa/agência, custos com impostos, custo de capital, custo de cumprimento de normas (autoridades monetárias) e reservas devido à inadimplência.

O mesmo autor destaca ainda que conhecer os custos de transação relacionados à intermediação financeira, concessão e recuperação de crédito é de suma importância para a avaliação de diferentes linhas de crédito. A lucratividade de bancos e outras organizações responsáveis pela concessão de crédito é determinada, entre outros fatores pelos custos de transação. Deve-se levar em consideração também o volume de empréstimos

Segundo Banco Mundial (1989) *apud* Spolador (2001), os custos de transação dificultam as transações financeiras na medida em que, quanto maiores os custos de transação nessas operações menor o volume de crédito concedido. O estudo primeiro mostra uma situação de equilíbrio entre oferta e demanda por saldos monetários no mercado de crédito sem a presença de custos de transação. Esse equilíbrio é mostrado graficamente por meio da figura 1.

Figura 1 - Equilíbrio no mercado de crédito sem custos transacionais e regulamentação de juros.

Fonte: Relatório do Banco Mundial (1989) *apud* Spolador (2001)

O autor define X como a quantidade de empréstimos concedidos em determinado período, “ r ” representa o custo de tomar emprestado e “ i ” o retorno auferido pela instituição financeira que concedeu o empréstimo. A curva de demanda é negativamente inclinada porque quanto menor o custo de tomar emprestado maior a disposição em contrair o empréstimo. Por outro lado, a curva de oferta é positivamente inclinada porque quanto maior o retorno gerado sobre a poupança, fundos e outras aplicações em relação ao retorno esperado sobre bens reais e investimentos fora do país, maior serão os recursos disponíveis para empréstimos.

Assim, a situação de equilíbrio é representada pela igualdade entre oferta e demanda por saldos monetários e pela igualdade entre o custo de tomar emprestado e o retorno gerado pelo empréstimo.

Figura 2 - Equilíbrio no mercado de crédito considerando-se custos de transação e a presença de intermediários financeiros.

Fonte: Relatório do Banco Mundial (1989) apud Spolador (2001)

A figura 2 mostra a situação em que são incluídos os custos de transação na concessão de crédito. Nesse caso, a curva S_d representa o montante que os bancos devem cobrar pela oferta de crédito para que sejam cobertos os custos do empréstimo. Os custos de transação são representados pela diferença vertical entre as curvas S_d e S . Assim, as instituições financeiras ofertam o montante X_d esperando obter um retorno correspondente a i_d . Os tomadores de empréstimo terão que pagar um custo correspondente a r_d . Assim, o custo de transação da operação corresponde a $r_d - i_d$, ou seja, a diferença entre o retorno da instituição financeira e o custo pago pelos tomadores de empréstimo.

Os custos de transação representam um empecilho na concessão de crédito na medida em que reduz a oferta de fundos. O Banco Mundial (1989) apud Spolador (2001) afirma que se

forem desenvolvidas novas ferramentas que reduzam esses custos a oferta de fundos aumenta, o que é mostrado na figura 2. Quando os custos de transação são reduzidos o custo despendido pelo tomador de empréstimo diminui de r_d para r_b . O retorno do agente financeiro aumenta de i_d para i_b . Nesse caso, o custo de transação corresponde a $r_b - i_b$, que é menor que o anterior e o montante de crédito concedido aumenta de X_d para X_b .

Segundo Guidetti e Araújo (1994) *apud* Spolador (2001), os custos de transação totais podem ser expressos pela seguinte equação:

$$t = b + d + l + dm + r \quad (3)$$

em que:

t = custos totais de transação

b = custo dos tomadores

d = custo dos depositantes

l = custo dos credores

dm = custo de mobilização dos depósitos

r = custo de regulação

O custo dos tomadores são aqueles de negociação dos empréstimos, fornecimento de garantias, custo de oportunidade etc. Os custos dos depositantes são aqueles relacionados ao tempo de procura do investimento mais adequado, realização de depósitos e retiradas e transporte. A mobilização dos depósitos representa a confecção de documentos, elaboração de seguro de empréstimo etc. Os custos de regulação são incorridos pelo Banco Central que supervisiona e controla as operações de empréstimo.

3 CRÉDITO RURAL NO BRASIL

Grande parte da literatura, como Spolador (2001); Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005), Bassinelo e Araújo (1994) e Gasques e Vila Verde (1995) que abordam o financiamento rural no Brasil apontam a instituição do Sistema Nacional de Crédito Rural em 1964 como um marco. É certo que antes desse período já existiam outras formas de financiamento do governo. Nada, porém, apresentou a dimensão do SNCR, sobretudo durante a década de 70 quando aconteceu uma das fases mais importantes de modernização da agricultura. Nas décadas subsequentes presenciou-se uma redução dos recursos disponibilizados pelo governo por meio desse sistema. Assim, as próximas seções apresentam a história do crédito rural no Brasil a partir da instituição do SNCR.

3.1 Financiamentos rurais nas décadas de 60, 70 e início dos anos 80.

A política de crédito rural instituída em 1965 pela Lei 4.829 estava inserida em um contexto de políticas de modernização da agricultura brasileira. Os principais objetivos da política de crédito agrícola, segundo Bassinelo e Araújo (1994) eram: financiar parte dos custos operacionais e de comercialização; estimular a formação de capital na agricultura; estimular a adoção de tecnologia moderna e fortalecer pequenos e médios produtores.

Os recursos destinados ao crédito rural eram provenientes de setores públicos e privados. Uma parte tinha origem nos depósitos à vista dos bancos comerciais os quais deveriam ser usados em aplicações compulsórias e a outra vinha de recursos governamentais oriundos da emissão de títulos públicos e da emissão de moeda. Esses recursos eram transferidos ao Banco do Brasil por

meio da conta movimento que essa instituição possuía junto ao Banco Central. Essa divisão de fundos para a agricultura permaneceu até meados dos anos 80.

Desde 1968 o governo havia implementado um regime de minidesvalorizações cambiais que favoreceram as exportações de produtos agrícolas. A expansão das exportações foi possibilitada também pelas alterações na política de crédito rural que levaram a aumentos significativos de recursos na agricultura e o rápido aumento do subsídio implícito nas taxas de juros (BASSINELLO e ARAÚJO, 1994). O valor real dos juros implementadas pelo governo na concessão de crédito rural estão indicadas na figura 3.

Figura 3 Taxas de juros reais incidentes sobre diferentes linhas de crédito rural no Brasil (% ao ano)²

Fonte: Bassinello e Araújo (1994)

² Os valores apresentados no gráfico são referentes ao crédito de custeio.

O gráfico mostra que as taxas de juros reais incidentes sobre as formas de financiamento agrícola foram negativas na maior parte do período considerado (entre 1969 e 1985). Houve queda acentuada em 1974, em 1980 a taxa de juros para o financiamento da comercialização chegou a -36% o que denota forte subsídio sobre a concessão do crédito.

A relação entre empréstimos agrícolas e o PIB agrícola, segundo os mesmos autores, chegou a mais de 50% no início dos anos 70 e a 84% em 1975. Foi visível o êxito da política agrícola de financiamento para a modernização e crescimento da agricultura.

A esse cenário somaram-se as políticas internas de desenvolvimento e infra-estrutura em que o país presenciou uma grande expansão do sistema rodoviário. Entre 1964 e 1986 houve um aumento de 155% na constituição de novas estradas, segundo Bacha (2004, p.157). Essa expansão foi importante porque possibilitou a ligação de novas áreas de fronteira agrícola, como o Centro-Oeste, com as demais regiões do país. Sobretudo, foi facilitado o escoamento da produção para os portos.

O setor agroindustrial foi beneficiado também com a Política de Garantias de Preços Mínimos – PGPM realizada por meio das Aquisições do Governo Federal – AGF (direta e indireta) e Empréstimos do Governo Federal – EGF. Esses instrumentos eram destinados ao financiamento da comercialização. A EGF apresentou grande participação na produção de algodão durante os anos 80 e a AGF foi direcionada sobretudo para a compra de alimentos da cesta básica, como arroz, feijão e milho (LEITE, 2004).

Figura 4 - Variação percentual anual do Produto Interno Bruto e do Produto Agrícola.

Fonte: Abreu (1990), apêndice estatístico.

A figura 4 mostra a variação do PIB agrícola e PIB real entre 1950 e 1987. Os dois indicadores apresentam alta variação ao longo dos anos, em alguns períodos, porém, o PIB agrícola manteve crescimento maior que o Produto Interno. Esses períodos foram: de 1958 até 1960, entre 1964 e 1966 e entre 1976 e 1977. Destaca-se esse último porque representa o período de implantação do SNCR a partir de 1964. A política de expansão do crédito teve clara influência no aumento do PIB agrícola que em parte acompanhou a expansão do Produto Interno.

A política de empréstimos do governo apresentou, porém, aspectos negativos. Um deles foi a concentração da renda nacional, o que também aconteceu nas áreas agrícolas. Uma outra questão foi a expansão da base monetária e conseqüente aumento da inflação.

A concentração da renda na agricultura esteve diretamente ligada ao grande volume de empréstimos concedidos e às taxas de juros subsidiadas. Como os empréstimos eram seletivos os intermediários financeiros buscaram repassá-los para grandes tomadores que também apresentam melhores garantias e menores custos de contratação.

A expansão da base monetária serviu em grande parte para atender ao aumento da demanda por crédito agrícola. O Banco Central repassava os recursos ao Banco do Brasil que os direcionava para a agricultura. O que aconteceu, porém, foi um desequilíbrio no Sistema de Financiamento (SNCR) e redução dos níveis de depósitos à vista nos bancos comerciais já que, com o aumento da inflação aumentou a procura por depósitos à prazo, como os fundos de investimentos, que realizavam correção monetária.

Assim, com a redução dos níveis de depósitos também no Banco do Brasil esse banco buscava mais recursos na conta movimento do Banco Central que era provida de recursos originários da expansão da base monetária. A conta movimento do Banco do Brasil com o Banco Central, por meio da qual os recursos eram transferidos, foi extinta em 1986 devido à preocupação dos gestores de políticas públicas com o aumento da inflação.

3.2 Financiamentos rurais a partir de meados dos anos 80

As mudanças no crédito rural puderam ser percebidas em meados dos anos 80 por meio de indicadores das fontes de financiamento. Em 1985 os recursos do Tesouro mais os Recursos Obrigatórios de repasse dos bancos representavam 96% do crédito rural, mas no final de 1999 essas fontes de financiamento eram responsáveis por apenas 2% desse tipo de crédito. Nesse ano as principais fontes de financiamento agrícola foram o FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador,

os Recursos Obrigatórios e a Poupança Rural que juntos representaram 79% do financiamento (GASQUES e SPOLADOR, 2003).

A redução dos recursos disponíveis por meio de crédito oficial podem ser vistas por meio da figura 5. Em 1980 o governo gastou mais de R\$ 94 bilhões para as linhas de financiamento agrícolas. Ao longo de toda a década de 80, salvo algumas exceções, houve reduções sucessivas no volume de recursos despendidos. Essa redução, como mostra a figura, continuou durante a década de 90 e só apresentou sensível recuperação a partir de 1998. Em 2005 estimou-se necessidade de financiamento de capital de giro para o custeio agrícola em R\$ 110 bilhões enquanto o governo anunciou disponibilidade de recursos a juros controlados em R\$ 33,2 bilhões, ou seja, apenas 30% do necessário.

Figura 5 - Crédito agropecuário oficial anual em mil reais

Fonte: Banco Central do Brasil

Essa redução dos recursos destinados à agricultura está ligada a um período longo de desequilíbrio macroeconômico e inflação elevada que aumentaram o déficit do governo e reduziram sua capacidade de financiamento por meio de poupança pública. Recorreu-se, então, ao financiamento da dívida pública por meio de recursos privados. Esse redirecionamento fez com que os investimentos públicos em atividades produtivas fossem prejudicados, especialmente a agricultura cujos riscos são maiores e apresenta ciclos produtivos mais longos.

Figura 6 - Razão entre o volume de crédito oficial concedido (em R\$) e a produção de grãos (em ton.) no Brasil.

Fontes: Banco Central do Brasil (2006) e CONAB (2006)

A figura 6 representa a razão entre volume de crédito oficial concedido e a produção de grãos em toneladas de 1990 até 2003. Belik e Paulillo (2001) destacam que mesmo com a redução do crédito oficial, a partir da segunda metade da década de 80, o volume da produção de

grãos, aves e suco de laranja aumentaram. Assim, o gráfico evidencia uma tendência de redução nessa razão, influenciada em grande parte pelo aumento da produção de grãos nos últimos anos.

Assim, nos anos 80 houve uma alteração da política de crédito que deixou de ser o principal elemento de transformação agrícola. A partir da segunda metade dessa década várias tentativas foram feitas no intuito de se buscarem novas formas de financiamento. Estas tiveram iniciativa do governo, mas os recursos eram predominantemente captados no mercado.

Algumas dessas formas de financiamento foram: a Caderneta de Poupança Rural, os fundos constitucionais em regiões como Centro-Oeste, Nordeste e Norte, os depósitos interfinanceiros rurais, depósitos remunerados especiais, fundos de *commodities* e Adiantamento de Contrato de Câmbio – ACC (GONÇALVES et al, 2005). Nessa década a intenção do governo era voltar ao padrão de financiamento verificado até os anos 70.

A Caderneta de Poupança Rural foi instituída em 1988 e era operacionalizada por meio do Banco do Brasil e em 1991 passou também para os bancos privados. Dos recursos depositados nessa poupança, 65% eram destinados ao crédito rural.

Os fundos constitucionais eram destinados ao financiamento de setores produtivos das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste. Os fundos para os financiamentos vinham da arrecadação do Imposto de Renda (IR) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). Os beneficiários dos fundos constitucionais eram prioritariamente pequenos produtores rurais que produziam alimentos básicos, associações e cooperativas de pequenos produtores (GASQUES e VILA VERDE, 1995).

Em alguns momentos os recursos disponibilizados pelo governo para programas de investimento e custeio não foram totalmente utilizados. Os principais motivos foram a falta de demanda devido às altas taxas de juros e a seletividade imposta pelos bancos que exigiam várias garantias para a concessão de crédito.

Segundo Spolador (2001), existia dificuldade de aquisição de crédito por parte dos agricultores e pecuaristas. A soma de vários planos de estabilização, inflação e mudanças de regras no setor aumentaram o nível de inadimplência entre os agropecuaristas o que restringiu o acesso ao crédito formal. O aumento da dívida dos agricultores foi consequência das diferenças entre as correções dos preços mínimos e as correções da dívida a partir de 1994. Dessa forma, passou-se a recorrer ao crédito no setor informal em que as taxas de juros são maiores.

Por outro lado, Gremaud e Toneto Jr. (2003) afirmam que a redução dos recursos da união destinada ao financiamento agrícola está relacionada, em parte, à ineficiência do sistema financeiro. Muitas das instituições que gerenciavam os repasses não deram devida atenção à recuperação dos recursos e, portanto, o sistema acabou operando com alta inadimplência e sem sustentabilidade. Pouco se desenvolveu no sentido de monitorar e gerenciar os recursos repassados aos produtores ao mesmo tempo em que eram verificados altos custos gerenciais em instituições financeiras como o Banco do Brasil.

No início dos anos 90 aumentou a participação de agentes informais que ofertavam recursos aos produtores. Segundo Gonçalves et al (2005), os principais financiadores eram firmas fornecedoras de insumos que correspondiam a 72% desse tipo de crédito, as cooperativas tinham participação de 11% e as usinas de açúcar e álcool 9%. Porém, nesse caso, as taxas de juros eram bem mais altas, em média três vezes maiores que aquelas praticadas pelo mercado formal.

A maioria das organizações que operavam no mercado informal³ era fornecedores de insumos que praticavam predominantemente os contratos de compra e venda. Esses contratos consistem no adiantamento de determinado montante de recursos para custeio com promessa de

³ De acordo com Martiel et al (1993), os mercados informais de crédito rural incluem emprestadores profissionais e não profissionais, firmas financeiras privadas, associações de poupança e crédito rotativo, traders e pessoas físicas.

pagamento futuro, geralmente com o próprio produto a ser colhido. Assim, esse mecanismo permitiu às indústrias processadoras e às *tradings* garantias de fornecimento de matérias primas.

Uma nova tendência de formas de financiamento se iniciou a partir de meados dos anos 90 e representou a obtenção de recursos para custeio por meio do mercado financeiro.

Em 1994 foi instituído o Certificado de Mercadoria com Emissão Garantida (CMG) que era um contrato de compra e venda de mercadorias emitido pelo detentor, ou seja, o produtor agropecuarista, cooperativa, beneficiador ou agroindustrial. Esse contrato era assegurado por banco e negociado em bolsas de cereais e de mercadorias. Existiam dois tipos de CMG, um com entrega da mercadoria no ato e com pagamento à vista (CMD-G) e a outra com pagamento à vista mas com entrega no futuro (CMF-G). Esses títulos, segundo Gonçalves et al (2005), foram criados com o intuito de permitir aos produtores a venda antecipada dos produtos e, portanto, gerar financiamento da produção e da comercialização; traria benefícios também para os compradores de matérias primas por meio da centralização e maior organização do mercado. Para o mercado de capitais representou a diversificação do *portifólio* de alternativas de investimento.

Em 1994 foi criada a Cédula do Produtor Rural – CPR, que permite, da mesma forma que a CMG, a venda antecipada à vista de parte da produção. A CPR representa um título transferível por meio de endosso e que dá o direito ao seu detentor de aquisição do produto de acordo com a qualidade e quantidade especificados; o preço da mercadoria especificada e as garantias oferecidas podem ser acordadas entre as duas partes contratantes; representa um ativo financeiro, sem incidência de ICMS que pode ser negociada em bolsas de mercadorias e futuros e que é registrada na CETIP – Central de Custódia e Liquidação de Títulos para se evitar a venda em duplicidade. A maior parte das operações realizadas com as CPRs, desde sua criação, foram de café e soja.

As CPRs tiveram relativo sucesso no financiamento agrícola e substituíram em parte os contratos de venda antecipada com as *tradings* e fornecedores de insumos e substituíram todo o mercado de CMGs. Segundo Gonçalves et al (2005) a CPR tem circulação facilitada em relação à CMG devido à possibilidade de negociação em mercado tanto de balcão quanto em bolsa além do que a CMG não permitia a transferência mediante endosso para a revenda, enquanto a CPR é passível de endosso e por isso representa um título com maior liquidez (TERRA, 2002).

Para os produtores a CPR representa crédito de custeio e financiamento da comercialização, mas também proteção quanto às oscilações de preços, pois ao ser emitida garante um preço determinado.

Para os financiadores a instituição da CPR representou a criação de normas e de maior transparência na operacionalização em contratos futuros. A CPR representa a comercialização antecipada da produção por parte de cooperativas e produtores e representa maior segurança em relação aos contratos instituídos no final dos anos 80, como o de “soja verde” e o “troca-troca”, por apresentar maiores garantias.

Em 2000 foi lançada a CPR financeira que possibilitou a liquidação desse título por meio de pagamento em dinheiro. Nessa nova modalidade é definido no contrato o índice de preços de referência para a liquidação do título na data de vencimento. A financeirização da CPR foi proposta pela BM&F e teve como objetivo permitir que outros agentes, como investidores, fundos de investimento e fundos de pensão pudessem diversificar suas operação por meio desse título. E mais do que isso, a instituição da CPR financeira ampliou de forma considerável a possibilidade de aquisição de recursos para aplicação no agronegócio.

Figura 7 - Número e valor (em mil R\$) total de CPRs compradas e avalizadas pelo Banco do Brasil no Brasil

Fonte: Souza (2006)

A figura 7 mostra o volume de CPRs emitidas que foram avalizadas pelo Banco do Brasil. Em 1994, quando foi criado o título, foram emitidas apenas 64 CPRs que mobilizaram um volume de recursos de mais de R\$ 26 milhões. A longo dos dez anos seguintes foi visível o aumento no número de CPRs emitidas e, portanto, o valor totalizado por elas. Assim, em 2004 foram emitidas 62.435 desses títulos que geraram um total de crédito de custeio de mais de R\$ 4,4 bilhões.

Segundo Bacha e Silva (2005), foram negociados entre R\$ 20 e R\$ 30 bilhões de reais em CPRs tanto financeiras quanto físicas durante a safra 2004/2005. Esse volume é bastante significativo se comparado aos R\$ 39,5 bilhões programados para crédito rural controlado. Por

outro lado, segundo Gonçalves et al (2005), grande parte das CPRs são as chamadas CPR's "de gaveta" não registradas e que apresentam taxas de juros menores. Estima-se que o montante de recursos adquiridos por meio das CPRs "de gaveta" emitidas chegou a cinco vezes o valor das CPRs registradas, por isso o volume expressivo de CPRs negociadas o que inclui, portanto, as CPRs "de gaveta".

4 OS NOVOS TÍTULOS DE FINANCIAMENTO

Seguindo a tendência das CPRs foram criados, no final de 2004, cinco novos títulos de financiamento do agronegócio que representam também captação de recursos no mercado financeiro. Os cinco títulos foram criados com o objetivo de aliviar a utilização de recursos do governo, aumentar a participação do setor privado no financiamento da agricultura e aumentar a disponibilidade de capital para o setor.

Esses títulos são os seguintes:

CDA/WA – Certificado de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário. São emitidos pelo armazém onde está depositado o produto com autorização do agente detentor do produto agropecuário, ou seja, o produtor rural.

CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio. Esse título pode ser emitido somente por cooperativas de produtores rurais ou pessoas jurídicas que exerçam atividade de beneficiamento, comercialização ou industrialização de produtos agrícolas.

LCA – Letra de Crédito do Agronegócio, tem como emitentes exclusivamente instituições financeiras públicas e privadas.

CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio. Esses títulos podem ser emitidos somente por companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.

De acordo com Silva (2006), os cinco novos instrumentos de financiamento descritos apresentam algumas características que garantem a segurança para que investidores, como fundos de investimentos, apliquem recursos nesse segmento. Essas características são:

“1) a garantia da instituição financeira ou seguro dos títulos; 2) papéis devidamente registrados em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Bacen ou pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM; e 3) a respectiva custódia em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Bacen ou em instituições autorizadas à prestação de serviços de custódia pela CVM.” (SILVA, 2006)

Silva (2006) aponta ainda algumas vantagens adicionais da utilização dos novos títulos. Existe uma desvinculação entre o setor bancário como intermediário financeiro e, portanto, os financiamentos são realizados diretamente entre o mercado financeiro e o agronegócio. Representam uma possibilidade de diversificação de investimentos para os investidores porque podem aplicar recursos diretamente no agronegócio. Pode-se ainda, realizar uma integração entre a comercialização física de produtos agrícolas, operações futuras da BM&F e operações financeiras de arbitragem.

4.1 Principais características e formas de utilização do CDA e do WA

O CDA e o WA são dois títulos emitidos conjuntamente e têm como função o financiamento de produtos agropecuários. Esses dois títulos foram criados para serem inseridos na dinâmica dos sistemas agroindustriais por meio do financiamento da estocagem e comercialização e complementar o custeio agrícola.

O CDA representa promessa de entrega futura de produtos agropecuários. Pode ser vinculado também à derivados de produtos agropecuários, subprodutos e resíduos de valor econômico. O WA é um título de crédito que representa penhor sobre o produto descrito no CDA. Os dois são emitidos simultaneamente pelo depositário a pedido do depositante, ou seja, o produtor rural ou detentor do produto agrícola. O depositário é representado pelo armazém onde o produto descrito no CDA é estocado. O registro do título é realizado por entidade registradora autorizada pelo Banco Central, nesse caso a CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação.

Figura 8 - Forma de comercialização do CDA/WA

Fonte de pesquisa.

A figura 8 mostra como o CDA/ WA podem ser emitidos e comercializados. Como o CDA representa o produto depositado no armazém, o primeiro passo na emissão do título é a entrega do produto agrícola para estocagem. O produtor deve solicitar ao armazém no qual o produto foi entregue a emissão do CDA e do WA de forma conjunta. Nem todos os armazéns podem emitir os títulos, mas somente aqueles que têm registro e autorização da BM&F.

Como mostra a figura, durante a transação 4 o produtor providencia o registro dos títulos em sistema de registro e liquidação financeira, como a CETIP no prazo máximo de dez dias. O título é entregue em custódia a uma instituição custodiante que pode ser um banco ou seguradora. As negociações com os títulos são registradas na CETIP à medida que vão ocorrendo. Essa instituição tem como função armazenar os dados referentes aos títulos, atualizar esses dados e facilitar a negociação eletrônica.

O CDA e o WA podem ser comercializados de forma separada. Quando isso acontece deve-se registrar na CETIP a taxa de juros e o valor do WA. Portanto, esse título desvincula-se do CDA, mas agora tem como lastro o produto descrito no CDA. Isso significa que se houver algum problema de liquidação do título na data de vencimento o produto armazenado deve ser vendido para que seja paga a dívida do WA. Assim, o CDA é endossado de acordo com o preço do produto nele descrito descontado do valor do WA.

Para que o detentor do CDA resgate o produto, mesmo antes do vencimento do WA, é necessário quitar a dívida do WA que agora representa um valor de liquidação fixo, ao contrário do CDA representado pelo produto agrícola e cujo preço, portanto, pode variar. A transação 10 representa, então, a quitação dos WA e a entrega do CDA ao armazém onde está a mercadoria. Dessa forma o detentor do CDA solicita o resgate do produto no armazém, o que acontece na transação 11.

Segundo especialistas da BM&F os principais agentes interessados na compra de CDAs são empresas que processam insumos agrícolas ou exportadoras. Para essas organizações a obtenção de títulos desse tipo dá a liberdade de resgatar o produto no armazém na data mais conveniente para a empresa sem que ela o tenha que estocar. Porém, segundo a legislação que regulamenta os títulos, o detentor do CDA é responsável pelas despesas de armazenagem do produto vinculado ao título.

Segundo Silva (2006), o principal objetivo do WA é facilitar o acesso ao crédito por produtores rurais e outros agentes do agronegócio a taxas de mercado. O objetivo do CDA é possibilitar que os produtos agrícolas sejam comercializados sem a transferência física da mercadoria, o que facilita a comercialização durante a entressafra e, portanto, reduz a característica de sazonalidade dos produtos agrícolas.

Segundo o mesmo autor, a emissão desses títulos pelo produtor rural é interessante porque o permite comercializar seu produto fora do período de excesso de oferta. Nesse caso o produtor adquire recursos junto ao mercado financeiro, dá como garantia o próprio produto depositado e ainda não incorre nos custos de armazenagem. O credor que tem o direito sobre o produto armazenado deve pagar os serviços de armazenagem, conservação e expedição, além de ser responsável pelas obrigações tributárias relativas à operação. O seguro sobre o produto armazenado, porém, é de responsabilidade do depositante, ou seja, o armazém.

Segundo Bacha e Silva (2005) esses dois títulos podem proporcionar uma nova dinâmica à venda de produtos agrícolas já que permitem a comercialização da mercadoria no mercado financeiro sem a transferência de forma física. Uma outra vantagem é atrair novos investidores como fundos de investimento para a agricultura, mas devem também atrair o interesse de empresas ligadas à produção agroindustrial que utilizam os produtos agropecuários como matéria prima.

O CDA e WA têm maior possibilidade de beneficiar os produtores de forma direta que os demais títulos. Mas, por outro lado, a emissão do CDA/WA representa muito mais uma possibilidade de venda futura e, portanto, a possibilidade de se auferir lucros maiores ao mesmo tempo em que o produtor não deixa seus recursos presos à produção estocada no armazém. Isso significa que o CDA/WA permite ao produtor a comercialização futura de seus produtos, mas com a vantagem de possuir em mãos os recursos da venda à vista.

4.2 Principais características e forma de utilização do LCA e CRA

Os títulos LCA e CRA são emitidos por instituições que possuem recebíveis referentes ao agronegócio. Espera-se que estes instrumentos proporcionem maior liquidez às instituições emitentes. O LCA representa promessa de pagamento em dinheiro e é exclusivo de emissão de instituições financeiras públicas ou privadas; o CRA também representa promessa de pagamento futura, mas é emitido por companhias securitizadoras de direitos creditórios.

Os chamados Direitos Creditórios do Agronegócio são um conjunto de dívidas de produtores ou organizações ligadas ao setor, como as cooperativas, representadas em títulos como CPRs, NPRs – Notas Promissórias Rurais, contratos de fornecimento futuro e outros títulos. A emissão de LCAs, CDCAs e CRAs representa uma transferência de dívidas de produtores e organizações para investidores do mercado financeiro, antes do vencimento dessas dívidas. Para a emissão dos títulos são especificadas para o investidor as notas e outros títulos que servem de lastro para a emissão.

As garantias podem ser especificadas no próprio título, mas no caso do LCA, por exemplo, a emissão por meio de uma instituição financeira já consolidada permite maior credibilidade ao título.

Algumas operações com LCAs já foram realizadas pelo Banco do Brasil durante 2005 cujas taxas negociadas variaram entre 19 e 20%. As taxas de juros referentes à emissão do LCA representam a Selic mais custos operacionais que envolvem a emissão e prêmio pelo risco, por isso, as taxas dos títulos dificilmente atingirão patamares inferiores a 15% enquanto a taxa referencial se mantiver ao redor de 13%.

Dessa forma, segundo Gonçalves et al (2005) a principal deficiência das atuais formas de financiamento agropecuários por meio do sistema financeiro é representada pelas altas taxas de juros. Segundo argumentam os autores os efeitos desejados pelo financiamento por meio do mercado financeiro somente serão possíveis se forem resolvidos antigos entraves da economia brasileira que impedem a redução da taxa de juros, a Selic. Enquanto esta se mantiver elevada as novas formas de financiamento chegarão aos produtores e demais agentes do agronegócio a taxas muito elevadas o que representa um custo inviável, sobretudo para pequenos e médios produtores.

Os títulos de direitos creditórios, como o LCA, CDCA e CRA beneficiam principalmente as instituições emitentes, ou seja, instituições financeiras, cooperativas de crédito agrícola e empresas jurídicas como fornecedores de insumos e *tradings* exportadoras. No caso do LCA algumas operações já foram realizadas pelo Banco do Brasil em que foram emitidos títulos lastreados em dívidas a receber do banco representadas por CPRs e outros direitos do agronegócio. A emissão dos títulos lastreados em direitos de crédito permitem às instituições financeiras um maior fluxo de recursos, maior liquidez para essas instituições e maior proteção contra a inadimplência, mas parece não garantir que os recursos sejam destinados à agricultura.

Na Lei n. 11.076 de 30 de dezembro de 2004, que instituiu os quatro títulos de financiamento, não consta nenhuma exigência relacionada a utilização dos recursos provenientes da emissão dos LCAs em operações de financiamento agrícola. Porém, os responsáveis pela

presidência do Banco do Brasil afirmaram que os recursos provenientes da emissão das LCAs serão destinados à compra de CPRs as quais financiam a produção⁴. Portanto, se for mantido esse procedimento, as LCAs lastreadas em direitos creditórios promoverão maior disponibilidade de recursos a serem utilizados como crédito agrícola. Os demais títulos lastreados em direitos creditórios têm maior possibilidade de realizarem maior dinamização do crédito agrícola, já que são emitidos por instituições diretamente ligadas ao agronegócio e, por isso, os recursos captados no mercado financeiro serão, conseqüentemente direcionados ao financiamento agrícola.

4.3 Principais características e forma de utilização do CDCA

O CDCA, assim como a LCA e o CRA, representa um título de crédito lastreado em direitos creditórios do agronegócio. É emitido por empresas participantes das cadeias produtivas agropecuárias, como cooperativas, fornecedores de insumos, indústrias processadoras e *tradings*. O título de crédito é uma promessa de pagamento futuro de um montante acrescido de taxas de juros que, no caso do CDCA, podem ser fixas ou flutuantes.

O CDCA representa, então, um conjunto de dívidas a receber de produtores rurais, cooperativas e outras instituições emitido por pessoa jurídica ou cooperativa que possuem esses direitos de crédito. Com a emissão, o direito de penhor sobre os direitos de crédito passa a ser do detentor do título. Essa é uma forma de capitalizar a instituição emitente e financiar o capital de giro dessa instituição.

A figura 9 representa a forma de emissão e negociação do CDCA. Na transação 1 a organização possui um volume de direitos de crédito a serem liquidados em data futura. Esses direitos de crédito são representados por vendas a crédito de cooperativas agropecuárias, como

⁴ A afirmação refere-se à entrevista concedida pelo vice-presidente do Banco do Brasil, Ricardo Conceição à revista Istoé Dinheiro de 9 de março de 2005.

venda antecipada de insumos para os produtores que podem entregar como garantia as CPRs. Para que o título seja emitido, os direitos de crédito a ele vinculados devem ser registrados em sistema de registro e liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central, bem como o próprio CDCA.

Vinculam-se os direitos de crédito ao CDCA por meio de um documento anexo, que também deve ser registrado e mencionado no título. Cada direito creditório possui um número de identificação registrado na instituição responsável pelo registro e liquidação dos títulos. O emissor do CDCA é responsável pela autenticidade dos direitos de crédito consignados ao título. A Lei 11.076 que instituiu os novos mecanismos de financiamento regulamenta ainda que esses direitos, após serem registrados e vinculados ao título não serão penhorados, seqüestrados ou arrestados.

Após o registro, o CDCA pode ser comercializado no mercado financeiro. Assim, a emissão ocorre ao longo da transação 3 e a comercialização do título se inicia na transação 4. Como outros títulos do mercado financeiro, o CDCA pode ser negociado entre vários agentes no mercado secundário de bolsa ou de balcão.

Na transação 5 a cooperativa recebe dos produtores os direitos de crédito e liquida o título pagando por ele o valor de face, que deve ser menor ou igual à soma dos direitos de crédito consignados ao título. Ao final da transação 6, os produtores terão saldado suas dívidas com a cooperativa e esta organização irá pagar o valor de face do título para o investidor detentor do CDCA.

Figura 9 - Forma de negociação do CDCA
Fonte de pesquisa.

5 ESTRUTURA DE CAPITAL NAS COOPERATIVAS E ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS

Segundo Bialoskorski Neto (2006), as cooperativas são formadas em decorrência de uma escassez inicial do fator de produção capital, situação em que não seria favorável e adequada a formação de uma “empresa de capital”⁵, como uma firma familiar. São organizações cujos objetivos não se limitam à maximização dos resultados, mas apresentam também objetivos sociais, como prestar serviços e melhorar o nível de renda dos cooperados.

As cooperativas são sociedades auto-gestionárias, que não visam ao lucro e são formadas a partir de quotas de capitais dos cooperados. O direito de controle sobre a organização pelos proprietários, os cooperados, não é proporcional ao capital investido; existe, nesse tipo de associação, o princípio igualitário de “um associado, um voto” (BIALOSKORSKI NETO, 1998). Assim, essas organizações apresentam algumas particularidades importantes que as diferem das “firmas de capital”, aquelas que visam ao lucro, enquanto a estrutura e composição do capital e das decisões financeiras.

Nessas organizações os cooperados são, ao mesmo tempo, proprietários e controladores. Isso quer dizer que a administração e a decisão sobre implementação de projetos e outras questões administrativas recaem sobre agentes que também são proprietários, ou seja, os cooperados (LAZZARINI, BIALOSKORSKI NETO e CHADDAD, 1999). Isso pode gerar problemas de ineficiência já que o associado é, ao mesmo tempo, agente e principal da mesma

⁵ Bialoskorski Neto (1998) utiliza o termo “firmas de capital” ou “empresas de capital” como aquelas em que predomina o fator de produção capital. Nas cooperativas, em contrapartida, o trabalho é o fator de produção dominante.

relação contratual e, por isso, os custos de *Agency* são maiores em cooperativas, devido a uma definição pouco clara sobre a separação entre propriedade e controle. No caso de empresas de capital, essa separação é mais clara e os custos de *Agency* são menores (BIALOSKORSKI NETO, 1998).

A estrutura de capital de uma organização é formada por capital próprio e por capital de terceiros. No caso das cooperativas, o capital próprio é formado pelo capital social, pelas quotas-parte e os fundos indivisíveis obrigatórios, o Fundo de Assistência Técnica e Organizacional – FATES e o fundo de contingência.

As quotas-parte são subscritas pelos cooperados quando da associação à cooperativa. O Capital Social pode ser remunerado por meio de uma taxa limitada de juros, que corrige o valor do capital ao longo do tempo; as quotas não podem ser transacionadas e, portanto, não representam uma forma capital especulativo. Não existem incentivos para que esse tipo de negociação ocorra, por dois motivos: o poder de decisão, entre os cooperados, independe do capital investido na associação, devido ao princípio de “um associado, um voto” e a divisão das sobras ocorre de acordo com o volume de operações econômicas de cada membro e, portanto, independe do volume de capital investido na cooperativa.

O Fundo de Assistência Técnica e Organizacional – FATES representa 5% das sobras e devem ser destinados exclusivamente às atividades educacionais aos cooperados. Os fundos de contingência, formados por 10% das sobras do exercício, são constituídos para aplicação nas atividades correntes da cooperativa e servem para suprir necessidades de caixa durante o ano fiscal. Tanto o FATES quanto os fundos de contingência não podem compor a divisão das sobras entre os cooperados.

A estrutura de capital das cooperativas é caracterizada por alta dependência de capital de terceiros, devido à dificuldade de aporte de capital próprio. Segundo Lazzarini, Bialoskorski Neto

e Chaddad (1999), a deficiência em se captar recursos próprios decorre dos problemas de direitos de propriedade verificados nas cooperativas. As sobras⁶ não são distribuídas de acordo com o capital investido; existe, então, uma falta de incentivo para que os cooperados invistam na cooperativa, pois as sobras são rateadas de acordo com o volume de operações que cada membro mantém na organização e, assim, não é proporcional ao capital investido.

A cooperativa somente poderia aumentar o volume de capital próprio por meio da capitalização efetivada pelos seus membros ou em decorrência de seus resultados. Pelas dificuldades de se efetuar essa capitalização as cooperativas recorrem ao capital de terceiros para o desenvolvimento de seus projetos de crescimento.

Com uma estrutura de capital em que existe forte dependência do capital de terceiros, existem custos financeiros altos, além das decisões sobre formas de aplicação de recursos e dos investimentos apresentarem custos de transação elevados, devido à morosidade das decisões internas nas cooperativas. Isso se deve à necessidade de decisões em assembleias.

Um outro problema destacado por Lazzarini, Bialoskorski Neto e Chaddad (1999) são os riscos percebidos por bancos e instituições financeiras no financiamento a cooperativas. Essas organizações apresentam um histórico, no Brasil, de dificuldade de pagamento de suas obrigações e, portanto, são vistas como investimentos de risco, o que aumenta os custos dos empréstimos e níveis de garantias exigidas. Além disso, as cooperativas agrícolas financiam a atividade agropecuária, que também apresenta alto nível de risco.

Para decisões de investimento, em qualquer organização, deve-se avaliar o custo do capital da empresa. Para isso, utiliza-se o conceito contábil custo médio ponderado do capital (CMPC), que representa o montante disponível de capital próprio vezes uma taxa de juros que

⁶ As cooperativas são organizações que não objetivam lucro, porém, ao final do ano fiscal, o volume de receitas pode ser maior que o montante de gastos e por isso denominam-se “sobras” e não lucro, a esses excedentes.

corresponde ao custo de oportunidade do capital, mais o capital de terceiros vezes a taxa de juros correspondente. Esse conceito pode ser expresso na seguinte relação:

$$CMPC = \frac{E}{V} Re + \frac{D}{V} Rd \quad (4)$$

em que:

E = capital próprio

D = capital de terceiros

V = capital próprio mais capital de terceiros (E + D)

Re = custo de oportunidade do capital próprio

Rd = taxa de juros relativa ao capital de terceiros

Ross et al (1998) consideram o CMPC como o retorno mínimo exigível de qualquer investimento que a empresa faça e que possua os mesmos riscos das operações existentes. Ele serve como taxa de desconto dos fluxos de caixa esperados de projetos implementados pela empresa.

No caso das cooperativas, existem problemas de avaliação do capital próprio. Apesar da simplicidade de cálculo do CMPC, nessas organizações o custo do capital próprio é considerado muito baixo ou quase nulo. Isso ocorre porque parte das sobras da cooperativa são destinadas a fundos indivisíveis e obrigatórios em função de exigências legais e estatutárias. Considera-se, então, que esse capital não tem custo ou apresente um custo muito baixo. Se se considera que o capital próprio seja nulo, então o CMPC será igual a:

$$CMPC = \frac{D}{V} Rd \quad (5)$$

Portanto, quando houver a participação de capital próprio, mas ainda assim se considerar apenas o custo do capital de terceiros (custo do capital próprio = 0), o custo médio ponderado do capital será subestimado, ou seja, será considerado com valor inferior àquilo que realmente representa.

Se a determinação da composição do capital da cooperativa for uma decisão interna, o baixo custo do capital próprio irá incentivar o aumento dessa fonte de recursos, reduzindo a participação de capital próprio e aumentando a participação de capital de terceiros. Isso tornaria o CMPC ainda mais baixo. Sabe-se que recursos próprios são restritos e a participação de capital de terceiros, especialmente em cooperativas de grande porte, é necessária.

A subestimação do custo do capital pode levar à aceitação de projetos de investimento com baixo valor presente líquido, ou valor presente líquido negativo. O custo médio do capital representa um indicador importante de decisão de uma organização porque avalia as possibilidades de fluxos de caixa futuros positivos e, portanto, representa um importante componente da análise de competitividade de uma empresa. Nesse sentido, Lazzarini, Bialoskorski Neto e Chaddad (1999) argumentam que a determinação do CMPC de uma cooperativa merece especial atenção quanto ao cálculo.

Os autores apontam ainda algumas formas de se aumentar o aporte de capital nas cooperativas. Dentre essas formas a emissão de títulos seria uma solução. Os entraves apontados pelos autores são o ambiente institucional que é pouco favorável para a emissão de títulos e o

restrito acesso ao mercado de capitais em que as empresas de grande porte apresentam maiores vantagens.

Assim, a capacidade das cooperativas em financiar seus clientes é condicionada pelo seu orçamento e pela disponibilidade de capital de giro. As cooperativas, que apresentam as características de estrutura de capital já mencionadas, apresentam maiores dificuldades na captação de recursos. “Agora, este limite pode ser fortemente ampliado, pois a empresa pode usar as CPR’s recebidas de seus clientes para lastrear CDCA’s a serem colocados no mercado e, com isso, obter novos recursos para ampliar suas vendas” (BRASIL, 2005).

Nesse contexto, o CDCA representa uma alternativa de capitalização das cooperativas agropecuárias. Com esse instrumento parte das barreiras institucionais para a emissão de títulos foi ultrapassada porque o CDCA permite às cooperativas lastrearem direitos de crédito relativos às vendas a prazo e ofertarem esses direitos no mercado de capitais. Por outro lado, essa é uma forma de investidores institucionais aplicarem recursos no agronegócio.

Assim, cabe nesse estudo uma análise qualitativa e quantitativa das possíveis vantagens e custos relativos à emissão do CDCA. O capítulo 7 estrutura a forma como o título é emitido, quais agentes econômicos fazem parte da negociação e quais os custos e receitas incorridos por esses agentes até que o título seja liquidado. A proposta do presente estudo é, portanto, mensurar custos e possíveis receitas para emissão do CDCA e verificar quais taxas de juros seriam viáveis para a que as cooperativas utilizem esse instrumento de forma a gerar capital de giro em suas operações, inclusive para a continuidade do financiamento aos produtores.

6 ANÁLISE DA TOMADA DE DECISÃO PELOS AGENTES ENVOLVIDOS NA EMISSÃO DO CDCA E OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

A metodologia deste estudo consistiu nas seguintes etapas:

- Primeiro, na análise da tomada de decisão pelos agentes envolvidos na emissão do CDCA, ou seja, desde o produtor rural até a empresa emitente.
- Segundo, foram identificados, de acordo com a literatura disponível, os possíveis custos de operação e de transação incorridos pelos produtores cooperados e suas cooperativas. Como existem várias definições para esses custos, delimitou-se, no estudo, aqueles mais importantes e aqueles que são passíveis de mensuração e análise. A descrição dos custos de operação e transação estão no capítulo 2, que trata do referencial teórico.
- Na terceira etapa, foram realizadas entrevistas em cooperativas agropecuárias, buscando identificar possibilidades e necessidades de utilização de financiamentos, como o CDCA, e entrevistas em uma cooperativa de produtores de grãos e em uma cooperativa de cafeicultores. Posteriormente, houve entrevistas em um escritório de advocacia de São Paulo, que estruturou algumas das operações já realizadas com o CDCA e onde foi possível obter informações sobre muitos dos custos envolvidos nas operações. Uma quarta entrevista foi realizada em uma das usinas de cana que emitiram o CDCA, para obter maiores detalhes sobre a forma de emissão do título, o interesse da organização nessa forma de financiamento e alguns dos custos envolvidos na emissão.
- A quarta etapa do estudo consistiu na análise das operações realizadas pelas usinas de açúcar e álcool, a partir das informações do mercado e de pesquisa acadêmica.

- A quinta etapa do estudo consistiu na análise dos custos de transação e operação envolvidos nessas operações e a viabilidade de emissão desses títulos.
- A sexta etapa deste estudo representa o estudo de caso da cooperativa de cafeicultores em que as informações disponíveis possibilitaram a análise de suas formas de financiamento e das operações a crédito com seus cooperados. Este estudo de caso teve como objetivo analisar a possibilidade de emissão do CDCA por uma cooperativa agropecuária.

A emissão do CDCA envolve três ou mais agentes econômicos: o produtor rural, a cooperativa agropecuária⁷ e o investidor⁸. O produtor rural se depara com a decisão de comprar insumos para o plantio em uma operação a crédito na cooperativa ou contratar um empréstimo em uma instituição financeira, para custeio da lavoura⁹. Para tomada de decisão sobre uma operação a crédito, o produtor rural deve levar em conta quatro variáveis: a taxa de juros a ser paga pelo empréstimo, os custos de operação e transação incorridos e o prazo de pagamento.

O produtor, a cooperativa e a instituição financeira, ao realizarem operações a crédito, incorrem em custos de transação e operação. Existem diferenças conceituais e metodológicas relacionadas à forma de se medir os custos de transação. Como foi apresentado no capítulo 2, que trata do referencial teórico, o presente estudo considera como custos de transação aqueles definidos por Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005) e por Chaddad e Lazzarini (2003), analisados segundo o enfoque institucional da Economia dos Custos de Transação. Por questões metodológicas, denominaram-se custos de operação os “custos de transação” apresentados por Pessoa (1996) e por Barros e Araújo (1995).

⁷ O título pode ser emitido por qualquer empresa ligada ao agronegócio. Este estudo restringe a análise apenas para as cooperativas agropecuárias.

⁸ O título pode ser comercializado no mercado secundário; por isso, vários agentes podem comercializá-lo antes da liquidação.

⁹ Existe, ainda, a possibilidade de realização de operações a crédito com outras organizações, como fornecedores de insumos e *tradings*.

A análise das decisões financeiras dos agentes envolvidos nas operações de crédito e de emissão do CDCA está dividida em duas seções. A primeira delas apresenta os custos incorridos pelos produtores e a segunda, os custos das cooperativas e a tomada de decisões por parte desses dois agentes.

6.1 Decisões de financiamento tomadas pelo produtor rural

A decisão de realizar uma operação a crédito, pelo produtor rural, envolve quatro elementos: custos de transação, operação, financeiro (taxa de juros) e prazo de pagamento. Por questões de simplificação, não será considerado o prazo de pagamento nas decisões do produtor.

Os custos de transação incorridos pelo produtor rural, em operações a crédito, segundo Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005), são: custos de seleção entre diferentes formas de financiamento (CSF), de reciprocidade (CR), de negociação (CN) e de acordos pós-contratuais (CPC).

Os custos de operação, incorridos pelo mesmo agente nas operações a crédito, são: custos de organizar e providenciar garantias, registro de documentos e pagamento de serviço de terceiros. Estes últimos são representados por pagamentos a técnicos responsáveis pela avaliação da propriedade. Algumas instituições de crédito, sobretudo bancos comerciais, exigem que sejam realizadas avaliações e elaborações de projetos, com as previsões de custos da propriedade para que o crédito seja efetuado. Esses gastos são de responsabilidade do produtor rural.

Por fim, é considerada a taxa de juros a ser paga pela operação a crédito. Tanto os custos de transação quanto operacionais e financeiros, incorridos pelo produtor rural, estão evidenciados na tabela 1.

Tabela 1: Custos incorridos pelo produtor em operações de crédito

Custos de transação
Custo de seleção entre diferentes formas de financiamento (CSF)
Custos de reciprocidade (CR)
Custos de negociação (CN)
Custos de acordos pós-contratuais (CPC)
Custos de operação
Custos de organizar e providenciar garantias
Registro de documentos
Pagamento de serviço de terceiros
Custos financeiros
Taxa de juros a ser paga pelo empréstimo

Fontes: Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005), Pessoa (1996) e Barros e Araújo (1995)

Considere, então, que o produtor analise, primeiramente, a contratação de um empréstimo em um banco, em que é estabelecida a seguinte relação:

$$Vp_B = Ve(1 + r_B)^n + C_{PB} + C_{PB} \cdot (1 + r_B)^{n-1} + C_{PB} \cdot (1 + r_B)^{n-2} + \dots + C_{PB} \cdot (1 + r_B)^1 + C_{PB} \cdot (1 + r_B)^0$$

em que:

Vp_B = valor da dívida do produtor a ser paga no futuro, em que a letra “B” subscrita representa a transação de crédito com o banco;

Ve = empréstimo contraído pelo produtor

r_B = taxa de juros bancários da transação de crédito rural;

n = número de períodos de capitalização dos juros;

Ct_{PB} = custos de transação incorridos pelo produtor na transação de crédito com o banco;

Co_{PB} = custos de operação incorridos pelo produtor na transação de crédito com o banco.

Caso o produtor rural decida realizar uma operação a crédito na cooperativa, ele pagará um valor que corresponde à seguinte relação:

$$Vp_{coop} = Ve(1 + r_{coop})^n + Ct_{PC} + Co_{PC}$$

em que:

Vp_{coop} = valor total da operação de compra a crédito despendida pelo produtor com a cooperativa,

em que o subscrito “coop” representa transação com a cooperativa;

Ve = venda a crédito realizada entre produtor e cooperativa na transação 1;

r_{coop} = taxa de juros cobrada pela cooperativa;

n = número de períodos de capitalização da taxa de juros;

Ct_{PC} = custos de transação incorridos pelo produtor para operação a crédito com a cooperativa;

Co_{PC} = custos de operação incorridos pelo produtor para operação a crédito com a cooperativa.

Os custos de transação e de operação e o risco da cooperativa na concessão de crédito compõem a taxa de juros e, portanto, influenciam na tomada de decisão por parte do produtor.

Chaddad e Lazzarini (2003) argumentam que as instituições que concedem crédito compõem a taxa de juros cobrada dos tomadores, considerando-se a taxa de juros que efetivamente recebem, os custos de transação necessários para se efetivar a operação e os custos

para se adquirir informações. Assim, foram considerados esses elementos como componentes da taxa de juros cobrada nas operações a crédito. A composição da taxa de juros proposta por esses autores, nessas operações, segue a seguinte relação:

$$r_t = r_e + Ct + I \quad (8)$$

em que:

r_t = taxa de juros cobrada do tomador pela operação a crédito;

r_e = taxa de juros recebida pelo prestador pela operação a crédito;

Ct = custos de transação pré e pós-contratuais;

I = custos de aquisição de informações¹⁰.

A taxa recebida pelo prestador r_e apresenta a seguinte composição:

$$r_e = r + i + s \quad (9)$$

em que:

r = taxa de juros real;

i = inflação esperada para o período;

s = prêmio pelo risco.

¹⁰ Os custos de transação e de informação, nesse caso, representam uma proporção do montante a ser pago pelo prestador.

Por meio das entrevistas realizadas nas cooperativas agropecuárias, foi possível identificar que a composição da taxa de juros nessas organizações é semelhante à estrutura e composição apresentada por Lazzarini e Chaddad (2003). A taxa de juros, cobrada dos produtores, apresenta um componente de risco e de custos mais a taxa de juros do empréstimo contratado pela própria cooperativa em uma instituição financeira.

Nas cooperativas entrevistadas, grande parte das vendas a crédito para os cooperados é realizada por meio da venda de defensivos e fertilizantes a prazo. Esses insumos são comprados por meio de recursos de terceiros, sobretudo repasses realizados pelos bancos comerciais, provenientes do Crédito Rural. Sobre o montante desses repasses anuais, incide uma taxa de juros que a cooperativa transfere para os cooperados. Porém, além da taxa de juros referente a esses repasses, a cooperativa cobra dos produtores um adicional referente ao risco de inadimplência e aos custos das operações.

Dessa forma, a taxa de juros cobrada dos cooperados, nas operações a crédito, pode ser representada pela equação seguinte, que é semelhante àquela proposta por Lazzarini e Chaddad (2003):

$$r_{coop} = r_e + Ct + Co + I + S, \quad (10)$$

em que:

r_{coop} = taxa de juros cobrada dos cooperados nas operações a crédito com a cooperativa;

Ct = custos de transação incorridos pela cooperativa nas transações a crédito;

Co = custos de operação incorridos pela cooperativa nas transações a crédito;

$/$ = custos de obtenção de informações sobre os cooperados¹¹;

s = taxa de inadimplência esperada.

A taxa efetivamente recebida pela cooperativa é representada apenas por r_e , que é a taxa de repasse¹² de recursos cobrada pelos bancos comerciais. Essa taxa é aquela controlada pelo SNCR¹³, no caso de repasses dessa natureza.

Os demais componentes da taxa de juros são referentes aos custos incorridos pela organização para a realização das operações a crédito. Para a realização dessas operações, a cooperativa incorre em custos para efetivar a compra de insumos das operações a crédito e para realizar negociações com todos os agentes da operação. Como as cooperativas não objetivam lucro, os componentes adicionais nas taxa de juros são referentes apenas aos custos; não existem componentes de lucro nessas taxas.

Os custos de transação, de operação e financeiros, incorridos pela cooperativa e repassados aos cooperados por meio da taxa de juros, estão evidenciados na tabela 2. A descrição de cada um dos custos apresentados nessa tabela está no capítulo 2, que trata do referencial teórico utilizado para o estudo. Em linhas gerais, os custos de transação são aqueles para se firmar e administrar contratos; no caso apresentado, contratos relacionados às operações a

¹¹ Os custos de operação, transação e de informação, nesse caso, representam uma proporção do montante a ser pago pela cooperativa nas transações a crédito.

¹² Utiliza-se, aqui, o termo “repasse” e não “empréstimo”, entre bancos comerciais e cooperativas agropecuárias, porque essas operações não são caracterizadas como operações de empréstimo. Os bancos comerciais devem destinar um percentual de seus depósitos à vista para o financiamento agrícola e, dessa forma, recorrem às cooperativas. Estas atuam como intermediárias entre os bancos e os produtores, porque apresentam maior frequência nas transações com seus cooperados e, portanto, têm maiores condições de avaliação de risco de inadimplência e de realização de acordos pré e pós-contratuais.

¹³ No caso das duas cooperativas entrevistadas, de produtores de grãos e de cafeicultores, a compra de insumos é realizada quase que totalmente por meio dos recursos repassados pelos bancos comerciais, referentes ao Crédito Rural. Não se descarta, porém, a possibilidade da compra de insumos ser realizada por meio de recursos de outras fontes. Nesse caso, a cooperativa possivelmente repassaria aos cooperados os juros correspondentes a uma segunda fonte de recursos.

crédito. Os custos de operação são os custos de manutenção e administração da organização que realiza as operações a crédito com os produtores. Nesse caso, os custos de operação são: despesas com salários de funcionários, manutenção da cooperativa, contratação de serviços de terceiros etc.

Tabela 2: Custos incorridos pela cooperativa para realização de operações a crédito com os produtores

Custos de transação
Custos de negociação (CN)
Custo de redação do contrato (CC)
Custos de desenvolvimento de recursos humanos e de infra-estrutura específicas para a operação (CRHI)
Custos de acordos pós-contratuais (CSD)
Custos de operação
Custos diretos
Despesas com pessoal
Contratação de serviço de terceiros
Custos indiretos
Despesas com pessoal em outras atividades
Despesas fixas
Despesas variáveis
Custos dos impostos incidentes
Custos financeiros
Juros referentes aos repasses dos bancos comerciais
Risco
Risco de inadimplência

Fontes: Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005), Pessoa (1996) e Barros e Araújo (1995)

O valor recebido pela cooperativa apresenta, então, a seguinte forma:

$$V_{coop} = V_e(1 - T_e) / (1 - T_e) \quad \text{ou} \quad V_{coop} = V_e \quad (1)$$

Considerou-se a taxa de juros como r_e , e não como r_{coop} , porque a primeira representa a taxa efetivamente recebida pela concedente de crédito, no caso, a cooperativa. A segunda taxa é aquela que os cooperados efetivamente pagam nas transações a crédito. Portanto, a cooperativa recebe os juros pagos pelos cooperados já descontados os custos incorridos por ela nessas operações.

É importante destacar que, para este estudo, a taxa de juros cobrada pelos bancos nas transações de empréstimo diretamente com os produtores rurais¹⁴ é diferente daquela cobrada nas cooperativas. No caso dos bancos comerciais, o Governo Federal exige que 25% dos depósitos à vista sejam aplicados no financiamento agropecuário. Como os bancos consideram esse tipo de crédito arriscado e pouco atrativo, o governo complementa a taxa de juros cobrada nessas operações de crédito, de forma a cobrir os custos e o risco referentes à concessão de empréstimo. Assim, a taxa de juros paga pelos produtores, em empréstimos a juros controlados, varia de 8,75% a 9,5%, mas a taxa que os bancos recebem é representada pela taxa de juros que o tomador paga mais um complemento realizado pelo governo (GASQUES e VILLA VERDE, 2003).

Nas transações de crédito com bancos comerciais, os produtores pagarão taxas de juros geralmente mais baixas, mas incorrerão, eles próprios, em custos de transação e operação que são

¹⁴ É importante destacar que tanto as cooperativas quanto os produtores realizam empréstimos em bancos. Aqui, analisa-se as operações de empréstimo realizadas diretamente entre produtores e um banco comercial.

maiores do que os custos percebidos em operações a crédito com empresas do agronegócio e cooperativas.

A seguir, são apresentadas as relações de empréstimo entre produtores e bancos comerciais¹⁵. A taxa de juros recebida pelos bancos é diferente daquela paga pelos produtores. Como a análise, desta seção, é restrita à decisão de financiamento pelo tomador, serão analisadas apenas a taxa de juros e o montante pago pelo empréstimo. Assim, apresenta-se a relação de crédito entre produtor e o banco:

$$Vp_B = V_e(1 + r_B)^T \Phi, / \Phi = 15.465 \quad T\Phi = 1(10) \quad 0 \quad 1 \quad 30$$

em que:

V_B = valor recebido pelo banco quando da liquidação da dívida do produtor;

r_B = taxa de juros (entre 8% e 9,5%);

E as demais variáveis são as mesmas definidas anteriormente.

A diferença entre a taxa de juros cobrada pelos bancos nas operações de crédito rural r_B e aquelas cobradas pelas cooperativas r_{coop} é que, nesta última, a organização inclui os custos operacionais, de transação, de coleta de informações mais um *spread* devido ao risco, como foi apresentado por meio da equação 10. A taxa de juros nas cooperativas deve cobrir o que Lazzarini e Chaddad (2003) denominam fricções e corresponde aos custos de transação pré-contratuais e pós-contratuais presentes nas operações de empréstimo e também nas operações a

¹⁵ Apesar das operações de empréstimo entre produtores e bancos comerciais e das operações a crédito nas cooperativas serem diferentes, elas têm a mesma finalidade, que é possibilitar o custeio da produção agrícola. Por isso, essas duas operações são aqui comparadas.

crédito. No presente trabalho, foram considerados, além dos custos de transação, os custos de operação. Nos bancos, ao contrário, a taxa paga pelo tomador corresponde aos juros definidos pelo SNCR, que são as taxas que variam, atualmente, entre 8,75% e 9,5%. Uma constatação razoável dessa questão é que:

$$r_B < r_{coop} \quad (13)$$

As taxas de juros praticadas pelas cooperativas podem ser maiores que aquelas do sistema bancário, a juros controlados. A próxima etapa da análise é verificar se o montante despendido pelo produtor (entre juros, custos operacionais e de transação) é maior nas transações a crédito com a cooperativa ou com os bancos. A análise dos custos de transação e operação aqui apresentada é baseada nas entrevistas realizadas nas cooperativas agropecuárias.

Tabela 3 - Custos de transação, operação e financeiro incorridos pelos cooperados nas transações a crédito com as cooperativas entrevistadas

Custos de transação	Cooperado - cooperativa
Custos de reciprocidade (CR)	baixo
Custos de seleção entre diferentes formas de financiamento (CSF)	médio
Custos de negociação (CN)	baixo
Custos de acordos pós-contratuais (CPC)	baixo
Custos de operação	
Custos para organizar e providenciar garantias	baixo
Registro de documentos	médio
Pagamento de serviço de terceiros	baixo
Custos financeiros	
Taxa de juros a ser paga pelo empréstimo	médio

Fonte de pesquisa.

Na tabela 3, é apresentada uma avaliação qualitativa dos custos incorridos pelo produtor rural em operações a crédito nas cooperativas. A principal característica que determina os custos de transação entre produtor e cooperativa é a frequência nas transações. Quanto maior a frequência das transações entre esses dois agentes, menor é a assimetria de informação, menores são os custos de transação e maiores são as possibilidades de realização da operação a crédito. Nas duas cooperativas agropecuárias entrevistadas, a possibilidade de realização de operações a crédito é avaliada de acordo com a frequência com que o cooperado entrega seu produto, compra insumo e quita suas obrigações com a organização.

O custo de reciprocidade, conforme a tabela 3, é representado por exigências feitas nas operações de financiamento em alguns bancos comerciais. Essas exigências são, por exemplo, abertura de fundo de investimento, aquisição de cartão de crédito, cadastramento de débito automático em conta corrente etc. Esse tipo de exigência não foi identificada em cooperativas agropecuárias, nas operações a crédito com os cooperados, e, nas entrevistas realizadas, não foi identificada nenhuma forma de contrapartida necessária para que o produtor pudesse realizar a operação a crédito. Porém, não foi excluída a possibilidade de existência desse custo nesse tipo de operação; por isso, considera-se um custo baixo.

O custo de seleção entre diferentes formas de financiamento, apresentado na tabela 3, é aquele necessário para a avaliação entre as opções de operações e financiamentos possíveis, a serem contratados, ou seja, envolve avaliação entre operações diferentes e entre agentes diferentes: cooperativas agrícolas, cooperativas de crédito, bancos comerciais, fornecedores de insumos etc. Esse custo envolve o custo de deslocamento para pesquisa das formas de financiamento e o custo de oportunidade do produtor, ou seja, o quanto ele deixa de ganhar empregando seu tempo realizando um levantamento sobre as formas de financiamento. Não

representa um custo baixo, devido à variedade de operações possíveis de serem realizadas e a complexidade de algumas delas. Por isso, deve ser um custo médio.

Os custos de negociação, entre o produtor rural e a cooperativa, são relativamente baixos, já que o formato das operações a crédito, nessas organizações, é pré-estabelecido e o produtor, muitas vezes, não apresenta margem para a negociação. Os elementos definidos pelas cooperativas entrevistadas são: taxa de juros, montante a ser emprestado e prazo de pagamento. A taxa de juros das vendas a crédito, na cooperativa de cafeicultores, é a mesma do Crédito Rural, em uma parte das operações, ou seja, 8,75% ao ano. Em outra parte, a taxa cobrada é aquela determinada para os repasses do Funcafé, que hoje é de 9,5% ao ano. Os custos de operação envolvidos nas transações de compra de insumos e respectiva entrega aos cooperados, o risco de inadimplência incorrido pela cooperativa e os de transação são adicionados ao valor do próprio insumo.

No caso da cooperativa de produtores de grãos, a taxa de juros cobrada dos produtores representa a taxa do Crédito Rural mais um *spread*, devido ao risco de inadimplência mais uma margem referente aos custos de operação e transação. Esse *spread* varia de acordo com as condições de mercado e do nível de inadimplência. Em anos em que as condições de mercado de grãos são menos favoráveis, a cooperativa aumenta o *spread* sobre a taxa de juros do Crédito Rural, do qual a organização capta recursos¹⁶. A composição da taxa de juros da cooperativa de produtores de grãos é bastante semelhante àquela definida por Lazzarini e Chaddad (2003) e expressa na equação 10.

O valor das vendas a crédito realizadas com os cooperados depende, nas duas cooperativas, da área plantada e do volume de transações que o cooperado realiza anualmente

¹⁶ As formas de captação de recursos pelas cooperativas e as operações a crédito realizadas por elas são mais bem analisadas no capítulo 8.

com a cooperativa, ao longo dos últimos anos. A frequência nas transações também determina as garantias exigidas pela cooperativa. Quanto maior a frequência nas transações, menos garantias são exigidas dos cooperados.

O prazo da transação também é estabelecido pela organização cooperativa. Nas duas cooperativas entrevistadas, o prazo da grande maioria das operações a crédito é de um ano; representa o período entre um plantio e outro, no caso dos produtores de grãos, e o tempo entre uma adubação e outra, no caso dos cafeicultores.

Os custos de acordos pós-contratuais são aquelas despesas decorrentes de inadimplência e são representativos para o credor. No caso dos cooperados, esses custos são reduzidos e correspondem a custos com renegociação de contratos e pagamento de litígio e advogados.

Os custos de transação e operação, incorridos pela cooperativa, para a efetivação das transações a crédito com os cooperados, são repassados a estes por meio de aumentos do *spread* na taxa de juros, no caso da cooperativa de cafeicultores, ou por meio de margem de custos adicionada ao valor dos insumos nas vendas a crédito, no caso da cooperativa de produtores de grãos.

Foram destacadas, ainda, três formas de custos de operação incorridos pelo produtor: os custos para providenciar garantias, registro de documentos e pagamento de serviço de terceiros. As principais garantias fornecidas às cooperativas entrevistadas nas operações a crédito são o penhor da safra, por meio de CPR's, e notas promissórias rurais.

O custo financeiro, ou seja, os juros a serem pagos nas operações a crédito com as cooperativas entrevistadas, não representa um valor alto. Essas taxas, conforme apresentado, são compostas, sobretudo, pelos juros referentes ao Crédito Rural, repassados para as cooperativas pelos bancos comerciais. Além da taxa de juros referente ao Crédito Rural, a taxa de juros cobrada dos produtores é composta, também, de um *spread* referente ao risco e aos custos

operacionais e de transação. Como as taxas apresentam essa composição, estas são maiores que aquelas verificadas na concessão de empréstimo por meio do Crédito Rural e, portanto, considerou-se que esse é um custo financeiro médio.

Deve-se ressaltar que, no caso da cooperativa de cafeicultores, apesar da taxa cobrada dos cooperados ser a mesma do Crédito Rural controlado, os custos de operação e de transação e o *spread* por inadimplência são incluídos no preço dos insumos.

Nas operações de empréstimo realizadas nos bancos comerciais, os custos de transação são maiores que aqueles incorridos pelo produtor nas transações a crédito com empresas do agronegócio, como *tradings* e fornecedores de insumos. Essa constatação pode ser verificada em Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005). Nas cooperativas agropecuárias, as operações a crédito de venda de insumos são semelhantes às realizadas em outras empresas do agronegócio, porém, como apresentado, nas cooperativas agropecuárias a frequência das transações entre cooperados e a cooperativa é maior. Considerando que o montante a ser pago pelo produtor, ao banco, mais os custos incorridos na contratação de empréstimo sejam maiores que a compra a prazo na cooperativa, então a seguinte relação é verdadeira:

$$Vp_{coop} < Vp_B \quad (14)$$

Assim, supõe-se que o produtor prefira realizar uma operação a crédito com a cooperativa. A análise da tomada de decisão do produtor rural quanto à forma de operação a ser contratada é importante, neste estudo, porque está diretamente ligada à emissão do CDCA. Isso significa que, se não existissem vendas a crédito nas cooperativas agropecuárias ou se essas operações fossem em baixa escala, possivelmente, a emissão do CDCA não seria viabilizada. Isso

ocorre porque esse título deve, por lei (Lei n. 11 076 – Anexo A), apresentar, como lastro, direitos creditórios de direito da cooperativa emitente. Esses direitos creditórios são provenientes das operações entre cooperativas e seus cooperados e podem ser, por exemplo, CPR, notas promissórias e outras formas de garantias de pagamento futuro.

A constatação de que os produtores prefiram realizar operações a crédito a contratar um empréstimo em um banco é condição para que exista um volume considerável de direitos creditórios nas cooperativas e, portanto, condição para que o CDCA seja emitido.

6.2 Decisão de oferta de crédito e emissão do CDCA pelas cooperativas

As cooperativas tomam decisão, quanto à realização de operações a crédito com os produtores, levando em conta a relação expressa na equação 10, ou seja, a taxa de juros praticada nessas operações devem ser maiores ou iguais à soma dos custos incorridos pela organização mais a taxa de juros a ser paga por essas organizações em operações de empréstimo mais os custos de coleta de informações e um prêmio pelo risco.

Para a emissão do CDCA, a cooperativa utiliza os direitos creditórios relativos às operações a crédito realizadas com os produtores rurais. Esse título deve apresentar um valor de face menor ou igual à soma de direitos creditórios especificados no título. Considera-se, então, que o valor de face do CDCA seja:

$$CDCA_{VF} \leq Ve(1+r_{coop})^{T\phi} / \Phi \quad 18.496 \quad T\phi(15) \quad 0 \quad 0$$

em que:

$CDCA_{VF}$ = valor de face do título;

e as demais variáveis são as mesmas definidas anteriormente.

Assim, a cooperativa irá vender, na transação 4 da figura 10, o CDCA ao valor de face descontado da taxa de juros, que representa a remuneração financeira do título. O valor de emissão, ou valor descontado do título, é, portanto:

$$CDCA_{DE} = \frac{CDCA_{VF}}{(1 + r_M)^{T\phi}} = \frac{15.422}{(1 + 0,10)^1} = 13.930,18$$

em que:

$CDCA_{DE}$ = valor do título descontado;

r_M = taxa de juros de venda (taxa de mercado).

Figura 10 - Forma de negociação e liquidação do CDCA e os custos financeiros.

Fonte de pesquisa

A percepção do risco, pelo investidor, está diretamente associada à credibilidade da instituição que o emite e, em parte, pelo risco de inadimplência dos produtores em saldar suas dívidas com a cooperativa, já que o CDCA está lastreado em direitos de crédito. Porém, outras

garantias podem ser fornecidas pela instituição que emite o título e, por isso, a sua liquidação não fica condicionada apenas ao recebimento dos direitos de crédito (BRASIL, 2004).

Como a cooperativa incorre em custos para a emissão do título, a receita da cooperativa, ao final da transação 4, apresentada na figura 10, será o valor de face descontado da respectiva taxa de juros menos os custos de transação e operação incorridos por essa organização, o que pode ser representado na seguinte equação:

$$RCDCA = \frac{CDCA_{VF}}{(1 + i_m)^n} - Ct_{et} - Co_{et} \quad (17)$$

em que:

$RCDCA$ = receita da cooperativa ao emitir o título durante a transação 4;

Ct_{et} = custos de transação incorridos pela cooperativa para a emissão do título, em que o subscrito “et” representa “emissão do título”;

Co_{et} = custos de operação incorridos pela cooperativa para a emissão do título;

e as demais variáveis são as mesmas definidas anteriormente.

Os custos de transação e operação relativos à emissão do CDCA estão indicados na tabela 4. Da mesma forma como foi indicado nas seções anteriores, os custos de transação e de operação são aqueles relacionados no capítulo 2, que trata do referencial teórico utilizado neste estudo.

Tabela 4 - Custos incorridos pela cooperativa para a emissão do CDCA

Custos de transação
Custos de negociação (CN)
Custos de redação do contrato (CR)
Custos de desenvolvimento de recursos humanos e de infra-estrutura específica para a operação (CRHI)
Custos de acordos pós-contratuais (CSD)
Custos de operação
Custos de registro na CETIP
Registro de CPRs
Registro do CDCA
Registro do contrato de compra e venda
Contratação de serviço de terceiros
Empresa de monitoramento agrícola
Monitoramento econômico e financeiro
Risk Office
Escritório de advocacia
Empresa de rating
Custos dos impostos incidentes
IOF
IR
CPMF
Custos financeiros
Taxa de juros a ser paga pelo empréstimo

Fonte de pesquisa

Assim, para que a cooperativa emita o título, o valor de face mais os custos incorridos na emissão devem ser menores ou iguais à receita da cooperativa nas transações de crédito com os produtores. Então, a seguinte relação deve se manter:

$$CDCA_{VF} + Ct_{CT} + Co_{CT} \leq Ve(1+r_{coop})^T / \Phi \quad 18.328 (18) \quad \Phi = 1.0$$

Portanto, o valor de face do CDCA deve ser tal que:

$$CDCA_{VF} \leq Ve(1+r_{coop})^{T\phi} - Ct_{CT} + Co_{CT} \quad (18.555 \quad T\phi = 1,09) \quad 0,13$$

Ou seja, o valor do título a ser pago no momento de sua liquidação deve ser menor ou igual aos direitos de crédito que a cooperativa irá receber antes da liquidação do título, menos os custos de transação e operação incorridos pela cooperativa. Os custos necessários à emissão do CDCA são analisados no capítulo 7, que trata das operações já realizadas.

Deve-se considerar, ainda, que o título, enquanto dívida com terceiros, entra no cálculo do custo médio ponderado do capital da cooperativa (CMPC). Assim, tem-se a seguinte relação:

$$CMPC = \left(\frac{CDCA}{V} \right) r_{CDCA} + \left(\frac{D}{V} \right) Rd + \left(\frac{E}{V} \right) Re \quad (20)$$

em que:

CMPC = custo médio ponderado do capital;

V = capital da cooperativa (capital de terceiros mais capital próprio);

D = montante de capital de terceiros;

Rd = taxa de juros do capital de terceiros;

E = montante de capital próprio;

Re = taxa de juros do capital próprio (custo de oportunidade do capital).

A avaliação do CMPC da cooperativa é importante para verificar se determinado tipo de empréstimo é atrativo em relação às formas de crédito disponíveis. O CMPC é geralmente utilizado em empreendimentos para se analisar se a taxa de retorno de determinado projeto está condizente com o custo financeiro pago pela empresa. Segundo Ross et al. (1998), o custo médio ponderado do capital representa a taxa mínima de retorno de um investimento. Por outro lado, pode ser entendido, também, como o retorno global que a empresa deve apresentar sobre os seus ativos.

Em operações de emissão de CDCA's é importante a análise do CMPC da cooperativa para se analisar a forma de endividamento dessa organização e se o custo financeiro do título é condizente com o custo financeiro das obrigações já existentes.

No capítulo 8 serão analisadas as operações de financiamento da cooperativa de cafeicultores. Neste caso, devido à dificuldade de mensuração do custo do capital próprio e à baixa utilização desse capital nas operações a crédito com os cooperados, utilizou-se o custo médio ponderado do capital de terceiros. Este conceito é semelhante ao apresentado anteriormente, mas se exclui o capital próprio.

7 ANÁLISE DOS CUSTOS DE OPERAÇÃO E TRANSAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO REALIZADAS POR MEIO DO CDCA

O estudo das operações de emissão do CDCA foi realizado por meio de três fontes de informações: os relatórios disponibilizados pelos agentes envolvidos nas operações, as entrevistas em um dos escritórios de advocacia, que apresentou participação em várias operações, e entrevista em uma das empresas que emitiram o título¹⁷. Houve contribuição de outros participantes das operações, por telefone, para o esclarecimento de dúvidas e informações com relação aos custos de operação. As operações montadas nesta seção buscam evidenciar os custos de transação e de operação incorridos pelas empresas que emitiram os títulos¹⁸.

Este capítulo está dividido em três seções. A primeira representa uma descrição das operações de emissão do CDCA. A segunda seção analisa os custos de operação necessários para a efetivação das operações estudadas. A terceira seção é representada pela análise dos custos de transação.

7.1 Operações de emissão do CDCA

Nas operações realizadas, em que houve participação de investidores internacionais, foi possível considerar uma taxa de juros menor do que aquela praticada internamente. Por outro lado, os custos de operação e transação foram maiores que as operações que ocorreram no mercado interno.

¹⁷ As operações analisadas neste estudo são baseadas nas emissões de CDCA's por usinas de açúcar e álcool.

¹⁸ Alguns dos agentes envolvidos nas operações concederam entrevistas, mas não permitiram sua identificação. Não serão, aqui, identificados; somente serão apresentadas as atividades e serviços que prestam.

Nas operações mais complexas, em que houve a participação de investidores internacionais, foi necessária a participação de vários agentes institucionais para dar credibilidade à operação e conferir o menor risco possível ao investidor. Nas operações realizadas com participação de investidores brasileiros, os custos e o número de agentes envolvidos foram menores, mas as taxas de juros praticadas foram maiores. Com base nessas operações já realizadas, foi montado um modelo de operação, que está indicado na figura 11.

Na figura 11, cada momento da operação representa uma transação diferente. Na primeira transação, um conjunto de produtores adquire insumos para a produção em troca da emissão de uma CPR física do produto em favor da empresa emitente do CDCA.

Para que o CDCA seja emitido, é necessário que este esteja lastreado em direitos de crédito que, geralmente, são CPR's. As CPR's físicas são promessas de entrega futura de um produto agrícola em troca de recursos para o custeio da lavoura. Dessa forma, a empresa emitente do CDCA contrata o monitoramento das lavouras dos produtores que emitiram as CPR's, já que esses títulos garantem o penhor do produto agrícola em favor da empresa que detém essas CPR's. Nesse caso, a empresa de monitoramento se torna a fiel depositária do produto cultivado nas lavouras, além de ser responsável por sua conservação, produção e produtividade.

Esse procedimento de monitoramento e controle, bem como a consultoria econômica financeira e de risco, existem para que a operação seja o menos arriscada possível ao investidor. A intenção da empresa emitente dos títulos de financiamento é mostrar e assegurar que irá honrar com o pagamento no prazo determinado e, para isso, incorre em custos extras de operação e transação que minimizam as possíveis perdas decorrentes de fatores climáticos ou outros fatores ocasionais que podem comprometer o produto ligado aos direitos de crédito que, nesse caso, servirão de pagamento para o credor.

Figura 11 - Modelo de emissão do CDCA com participação de investidores estrangeiros.

Fonte de pesquisa.

Na transação 3, representada na figura 11, a empresa emitente do CDCA entrega as CPR's a uma instituição custodiante e realiza contratos de compra e venda do produto das CPR's com uma *trading* exportadora. Os contratos de compra e venda para a exportação são importantes para evitar o “descasamento de moeda”, quando se trata de uma operação realizada no mercado financeiro internacional. Ao se lastrear o título com produtos que serão exportados, o valor desse lastro passa a ser cotado em dólar. Portanto, haveria um risco cambial caso o pagamento do título fosse realizado em moeda nacional. Como a receita proveniente da exportação e a liquidação do CDCA estão em moeda estrangeira, não existe risco de desvalorização cambial.

Ao longo da transação 5, os contratos de compra e venda com as *tradings* são também registrados e entregues em custódia à mesma instituição custodiante da transação 3, para que representem uma garantia adicional para o CDCA.

A transação 8 representa o registro do CDCA pela empresa emitente e a entrega do título à mesma instituição responsável pela custódia das CPR's e do contrato de compra e venda da *commodity*. Em seguida, o título é comprado por um investidor no mercado primário e pode ser ainda comercializado no mercado secundário. A taxa de juros e o prazo foram definidos pela empresa emitente e pelo investidor, de acordo com as condições do mercado internacional. Para a definição da taxa de juros levou-se em consideração, entre outros aspectos, o *rating* da operação devidamente apresentado por uma instituição especializada nesse tipo de avaliação. Portanto, o risco da operação é fundamental para a definição da taxa de juros.

Na transação 10, a empresa emitente do CDCA recebe o produto dos produtores, realiza o processamento e entrega o produto para a *trading* exportadora, como cumprimento do contrato de compra e venda. O valor a ser recebido pelo contrato é creditado diretamente pela *trading* em uma conta destinada à liquidação do título em seu prazo de maturação.

Nas operações realizadas no mercado internacional, o prazo de vencimento do CDCA foi de três anos. Foi estipulado um prazo maior de vencimento porque as operações, realizadas da forma apresentada na figura 11, tiveram como objetivo alavancar recursos para substituir dívidas de curto prazo por uma dívida mais barata de longo prazo.

As operações efetuadas para a emissão do CDCA no mercado internacional tiveram avaliação de risco realizada por empresas de *rating*. Nesse caso, a avaliação de toda a operação, incluindo as garantias, os contratos realizados para a estruturação dessas operações, os agentes envolvidos, a estrutura financeira e contábil da empresa que está emitindo o título, o parecer jurídico de uma instituição especializada e outras questões adicionais são importantes para tornar o ativo financeiro atrativo ao mercado internacional. Segundo especialistas jurídicos, que participaram da estruturação dessas operações, a avaliação do risco da operação é muito importante em operações mais arriscadas.

Portanto, na estrutura apresentada na figura 11, além dos custos evidenciados, ainda existem os custos referentes à empresa de *rating* e os custos de consultores jurídicos.

Nas operações realizadas, foi contratada uma consultoria econômica e financeira de algumas empresas que emitiram o título. Essa consultoria tem como objetivo evitar a falta de liquidez da empresa. Pode ser contratado, também, o monitoramento do risco da operação, já que existe o risco de variação de preços da *commodity* na qual o CDCA é lastreado. A empresa de gestão de risco avalia a possibilidade de redução do preço da *commodity*, no mercado, no longo e curto prazos, e indica possíveis ações para a redução de risco de preço.

O lastro do CDCA foi realizado com uma certa “folga”, ou seja, o valor do produto necessário para a liquidação do título é menor do que aquela efetivamente consignada ao título. Na data de emissão, o valor da *commodity* indicada nas CPR’s de lastro do título representava de

120% a 130% do valor total de liquidação do título. Esse procedimento é realizado para evitar que possíveis reduções no preço da *commodity* comprometam a liquidação do CDCA.

Na figura 12 está evidenciada uma segunda operação de financiamento por meio do CDCA. Nesse caso, o título é emitido no mercado financeiro nacional, em que as exigências para a redução do risco são menores.

Na primeira transação da operação, indicada na figura 12, a empresa realiza vendas a crédito aos produtores de insumos para a produção e recebe CPR's como garantia. As CPR's são registradas na CETIP e entregues a uma instituição custodiante. A empresa emitente do CDCA pode realizar contratos de venda na BM&F, com a finalidade de minimizar o risco de variação do preço da *commodity* representada nas CPR's as quais servirão de lastro para o CDCA. No período seguinte, a empresa realiza contrato de venda futura da mercadoria.

Ao longo da transação 5, a empresa contrata consultoria econômica e financeira de empresa especializada que intermedeia as negociações com o investidor, que será comprador primário do CDCA. Em seguida, o CDCA é emitido, registrado e entregue em custódia à mesma instituição custodiante das CPR's. Ao ser emitido, o CDCA é registrado já vinculado às CPR's cujo produto será base da sua liquidação.

Decorrido o período de liquidação das CPR's, a empresa recebe a *commodity* dos produtores, realiza o beneficiamento do produto e entrega para a empresa com a qual realizou o contrato de venda. Ao mesmo tempo, a empresa liquida o contrato de venda na BM&F. A receita proveniente do contrato de venda é destinada, então, à liquidação do CDCA.

Os custos referentes a cada transação, evidenciada na figura 12, serão analisados na próxima seção.

Figura 12 - Modelo de emissão do CDCA com participação de investidores nacionais

7.2 Análise dos custos de operação incorridos pelo emissor do CDCA

Foi realizada a análise dos custos de operação incorridos pelas empresas do agronegócio, para que fosse viabilizada a emissão do título no mercado financeiro internacional e nacional. A seção 7.2.1 refere-se à análise das operações de financiamento no mercado financeiro internacional e a seção 7.2.2 analisa das operações de emissão no mercado financeiro nacional.

7.2.1 Custos de operação de emissão do CDCA no mercado financeiro internacional

Os custos descritos na tabela 5 estão relacionados às operações que tiveram participação de investidores internacionais e são provenientes das entrevistas realizadas com os responsáveis pela estruturação das operações e as organizações que fizeram parte das operações já realizadas com os títulos.

Nessas operações, foram contratadas diversas instituições que tiveram como função dar credibilidade às operações e minimizar o risco ao credor. Alguns custos não foram considerados porque são muito peculiares a determinadas operações. Os custos de registro de garantias adicionais na CETIP, por exemplo, podem nem sempre ser necessários, porque nem todas as operações exigem garantias adicionais e esses custos são relativamente baixos.

Os custos com “fiéis depositários” da mercadoria de lastro do CDCA nem sempre são necessários. A “fiel depositária” é uma empresa que defende os interesses do credor, mas que é contratada pelo emissor do título. Essa empresa, geralmente, é a mesma empresa que realiza o monitoramento das lavouras e tem como função adicional cuidar para que nenhuma eventualidade comprometa a qualidade ou a integridade do produto já armazenado. Como o período de armazenamento é relativamente baixo, já que o produto processado logo é direcionado ao cumprimento do contrato de compra e venda, não foi considerado esse custo nas tabelas de

simulação da emissão do CDCA. Sabe-se que esse custo varia entre 0,11% a 0,16% do valor da mercadoria depositada, dependendo do volume depositado e de qual mercadoria. Esse valor é cobrado mensalmente.

Tabela 5 - Custos de operação para emissão do CDCA – operação com participação de investidores estrangeiros (valores em R\$)

Custos de operação	Valor único	Custo mensal
Custos de registro na CETIP		
Registro de CPRs	14,00	
Registro do CDCA	0,004%	
Registro do contrato de compra e venda	25,00	
Contratação de serviço de terceiros		
Empresa de monitoramento agrícola		1.290
Monitoramento econômico e financeiro		8.000
Risk Office		8.000
Escritório de advocacia	0,10%	
Empresa de rating	30.000	
Custos dos impostos incidentes		
IOF	isento	
IR	isento	
CPMF	0,38%	
Custos financeiros		
Taxa de juros a ser paga pelo empréstimo	11%	
Fonte de pesquisa		

Algumas das operações realizadas tiveram custos com “fiéis-depositários” para reduzir o risco da operação frente ao investidor. Por outro lado, a mercadoria que representa o lastro do título é entregue pelo produtor, processada pela empresa que emitiu o CDCA e logo em seguida revendida para o cumprimento do contrato de compra e venda, portanto, ela não permanece armazenada por muito tempo. Esse seria um custo bastante considerável se a mercadoria ficasse

armazenada por bastante tempo em que para cada mês decorrido da armazenagem incidiria um custo de depósito.

Na tabela 5 estão indicados os custos mais recorrentes relacionados à emissão do CDCA, em que existe a participação de investidores internacionais. Estão evidenciados o custo de registro na CETIP relativos à uma CPR, ao CDCA e ao contrato de compra e venda realizado com uma *trading* exportadora. Os custos são de R\$ 14 por CPR e R\$ 25 por contrato de compra e venda. O registro do CDCA tem o valor de 0,004% do valor nominal (de face) do título por ano.

A empresa de monitoramento agrícola cobra um valor, em dólar, correspondente à área plantada a ser monitorada. Considerou-se o valor correspondente ao monitoramento de até 5.000 hectares, que é de US\$ 600. Para transformar esse valor em reais, foi utilizada a cotação média do dólar de outubro de 2006 que foi de R\$ 2,14, obtendo-se, então, um valor mensal de monitoramento de R\$ 1.290. Esse valor, portanto, pode aumentar de acordo com a área a ser monitorada e varia também de acordo com o tipo de cultura.

Para as operações que tiveram a participação de investidores internacionais, foi contratada consultoria econômica financeira permanente na empresa, que tem como objetivo principal cuidar da gestão financeira da empresa e impedir que ela se torne insolvente. Para uma operação específica de uma empresa de grande porte, na qual foi possível obter informações, o custo mensal com esse tipo de serviço é de R\$ 8.000 mensais. Sabe-se que esse custo pode variar de acordo com o tamanho da empresa a ser monitorada e de acordo com a empresa contratada.

O *Risk Office*, apresentado na tabela 5, é uma empresa de monitoramento do risco da transação. Após a estruturação da operação e a emissão do título, essa empresa monitora possíveis adversidades que podem comprometer as garantias envolvidas na emissão do título. Uma dessas adversidades pode ser, por exemplo, a redução do valor da *commodity* de lastro do título. Outros exemplos importantes são as mudanças significativas na economia, que podem

comprometer a estrutura da operação. Portanto, o *Risk Office* tem a função de monitorar possíveis mudanças e indicar como essas mudanças afetam a operação.

O escritório de advocacia atua de modo a montar o desenho jurídico da operação. Segundo as palavras de um dos advogados entrevistados, “o escritório de advocacia realiza uma amarração bastante forte das operações por meio da *Legal Opinion*¹⁹”. Por meio da estruturação da operação, o escritório mostra ao investidor como o investimento entra na empresa e como ele irá receber o pagamento no período de maturação do título. São evidenciadas também, ao investidor, as formas jurídicas de execução das garantias, caso o emissor do título seja inadimplente. Nas operações maiores, o custo com o escritório foi de 0,10% do valor de emissão do título.

De acordo com as informações adquiridas na empresa de *rating*, que realizou uma das operações, o custo de avaliação da estrutura operacional envolvida na emissão de um título como o CDCA depende principalmente da qualidade das informações e documentação disponível. Se a operação tiver uma documentação completa e que facilite a análise, o custo de avaliação de risco é menor. Para as operações de emissão do CDCA, os custos variaram entre R\$ 30.000 e R\$ 35.000. A avaliação é válida por um ano e pode ser atualizada por 20% do valor inicial, caso a operação seja estruturada em um prazo maior.

Até junho de 2006, o IR – Imposto de Renda era cobrado sobre os rendimentos auferidos pelos investidores. Em 13 de junho de 2006, a Lei n. 11.311 tornou os títulos do agronegócio, instituídos pela Lei n. 11.076 (Anexo A), isentos de IR.

¹⁹ *Legal Opinion* é um termo técnico que representa Parecer Jurídico.

Tabela 6 - Simulação de emissão do CDCA com valor de face de US\$ 5.000.000 e prazo de um ano no mercado financeiro internacional^a

Simulação 1	
Valor de face do título: US\$ 5.000.000	
Valor de face descontado da taxa de juros US\$ 4.504.504	
Período: 1 ano	
Taxa de juros 11% a.a.	
Dólar comercial (contação média de outubro de 2006): R\$ 2,14	
Custos de operação	Custo anual
Custos de registro na CETIP	424,59
Registro de CPRs	14,00
Registro do CDCA	385,59
Registro do contrato de compra e venda	25,00
Contratação de serviço de terceiros	247.047,64
Empresa de monitoramento agrícola	15.408,00
Monitoramento econômico e financeiro	96.000,00
Risk Office	96.000,00
Escritório de advocacia	9.639,64
Empresa de rating	30.000,00
Custos dos impostos incidentes	36.630,63
IOF	isento
IR	isento
CPMF	36.630,63
Custo total de operação	284.102,86
Percentual do valor do título descontado da taxa de juros	2,95%
Custos financeiros	
Juros a ser pago pelo empréstimo	1.060.360,36
Taxa de juros a ser paga pelo empréstimo	11% a.a.
Custos totais	
Custos financeiros mais custos de operação	1.344.463,22
Relação custos totais/ valor título descontado da taxa de juros	13,95%
Relação custos de operação/custos totais	21,13%

^a Os valores dos custos estão em R\$.

Fonte de pesquisa.

Um dos objetivos desse estudo é apresentar os custos de operação incorridos por empresas do agronegócio e cooperativas agrícolas, de forma específica, quando da emissão do CDCA. Como muitos desses custos dependem do valor do título, optou-se por realizar uma simulação para cada tipo de operação: nacional e internacional.

A tabela 6 representa uma simulação dos custos de operação para a emissão do CDCA no mercado financeiro internacional com valor de face, descontado da taxa de juros²⁰, de US\$ 5 milhões e prazo de um ano. Essa simulação foi realizada para exemplificar com detalhes os custos incorridos pela empresa emitente e o percentual desses custos em reação ao valor do título.

O custo com contratação de serviços de terceiros, no caso apresentado, é de R\$ 247.047 e representa 2,56% do valor de face descontado da taxa de juros. Os custos totais de operação representam 2,95% do valor de face descontado. O custo total, incluindo o custo financeiro, é de R\$ 1.344.463 e representa 13,95% do valor do título descontado²¹.

Por meio da tabela 6, é possível perceber que o maior custo para a emissão do título é o custo financeiro e representa 11% do valor de emissão. A taxa de juros acordada entre o emissor do título e o credor é baseada na *Libor - London Interbank Offer Rate*²², que é a taxa de juros de referência no mercado financeiro internacional. Para emissões do CDCA considerou-se essa taxa de juros mais um *spread* referente ao risco.

²⁰ A análise dos custos totais e de operação foram feitas como percentual do valor de face descontado da taxa de juros, ou valor de emissão do título e não do valor de face do título. Optou-se por seguir essa regra porque o valor de face descontado da taxa de juros é o valor que a empresa efetivamente recebe, na forma de empréstimo, no momento que o CDCA é emitido.

²¹ O valor do título em dólares foi convertido em reais para se comparar com os custos de operação. Foi utilizada a taxa de câmbio média de outubro de 2006 que foi de R\$ 2,14.

²² Segundo Ross et al (1998), a *Libor* é a taxa cobrada por quase todos os bancos internacionais uns dos outros por empréstimos de eurodólares de um dia para o outro no mercado de Londres. A *Libor* é uma peça fundamental de formação e preços de títulos a curto prazo e de outras emissões do governo e de empresas privadas. As taxas de juros são, geralmente, cotadas sobre a forma de um *spread*, ou diferença, em relação à *Libor*, e flutuam de acordo com as variações dela.

Como mostra a figura 13, a taxa de juros *Libor* variou entre 4,9% e 5,7% em 2006, em que o regime de capitalização é anual. Dessa forma, considerando-se um histórico de emissões de CDCA's no mercado financeiro internacional, cujas taxas de juros variam entre 10% e 12%, pode-se considerar um *spread* referente ao risco que variou entre 4,6% e 6,6%, aproximadamente. Considerou-se, nesse caso, a média da taxa de referência *Libor* que foi de 5,34%.

Figura 13 - Taxa de juros de referência Libor – valor anual mês a mês e média em 2006.

Fonte: MoneyCafe (2007)

A empresa que emite o CDCA no mercado financeiro internacional incorre em custos de operação fixos e variáveis. Os custos de operação fixos são aqueles que não se alteram,

independente do valor do título, mas os custos de operação variáveis são proporcionais ao valor de emissão do título.

Quanto maior o valor de emissão, maiores os custos variáveis e, portanto, maiores os custos totais (custo de operação fixo e variável e custo financeiro). O custo de operação fixo, para as operações no mercado internacional, foi estimado em R\$ 237.447 para o modelo de operação apresentado na figura 11 e é representado por: registro de CPR's e contratos de exportação, monitoramento das lavouras, contratação de um gerenciador de risco, empresa de monitoramento econômico e financeiro e contratação de uma empresa de *rating*. Os custos de operação variáveis são: os honorários do escritório de advocacia, registro do CDCA, CPMF – Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras e o custo financeiro, ou seja, os juros pagos no final do período.

Para operações de emissão em que o valor de face do título é de US\$ 1.110.000 (cujo valor descontado²³ é de US\$ 1 milhão), os custos de operação (fixos mais variáveis) são de aproximadamente R\$ 247.887. Por outro lado, caso um título de US\$ 22.200.000 (valor descontado de US\$ 20.000.000) fosse emitido, os custos totais seriam de, aproximadamente, R\$ 444.671. A figura 14 mostra a razão entre os custos e o valor de emissão do título, bem como a razão entre os custos de operação e os custos totais (custos de operação mais custo financeiro).

A primeira curva da figura 14 representa a razão entre os custos de operação e os custos totais, que são os custos de operação mais os custos financeiros. A curva mostra que essa razão decresce à medida que o valor do CDCA aumenta, ou seja, os custos de operação se tornam proporcionalmente menores que os custos totais. Isso ocorre por dois motivos: o primeiro é que o custo financeiro (os juros a serem pagos) aumenta à medida que o valor do título aumenta e

²³ Ao longo do texto será utilizada também a denominação “valor de emissão” para o valor de face do título descontado da taxa de juros.

contribuiu para que a razão diminua. O segundo motivo é que parte dos custos totais são compostos por custos fixos que são “diluídos” à medida que aumentam os custos totais (custos de operação fixos, mais custos de operação variáveis, mais custo financeiro). Como os custos de operação aumentam na mesma proporção, tanto no numerador, quanto no denominador, devido aos aumentos nos custos de operação variáveis, o que define a variação da razão é, então, o custo financeiro. Como os custos financeiros são sempre crescentes, à medida que o valor do título aumenta a tendência dessa razão é ser sempre decrescente. A razão entre custos de operação e custos totais, chamada aqui de “razão 1” (R_1), é representada da seguinte forma:

$$R_1 = \frac{C_{op}}{C_{op} + C_{fin}}, \quad (21)$$

em que:

C_{op} = custos de operação (fixos mais variáveis);

C_{fin} = custo financeiro (juros).

Como mostra a figura 14, com um valor de face descontado de US\$ 1 milhão, os custos de operação representam mais de 53% dos custos totais. Por outro lado, se o valor do título aumenta, essa razão diminui e chega a menos de 10%, caso seja emitido um CDCA de US\$ 20 milhões de valor descontado, por exemplo.

A segunda curva da figura 14 representa os custos de operação como percentual do valor do título descontado da taxa de juros. A razão entre os custos de operação e esse valor decresce à medida que o valor do título aumenta. Como mencionado acima, os custos de operação são

compostos por custos fixos e variáveis. Os custos fixos representam uma grande parte dos custos totais de operação e são “diluídos” à medida que o valor do título aumenta, ou seja, a razão entre custos fixos e o valor do título é sempre decrescente à medida que o valor deste aumenta porque os custos fixos se tornam proporcionalmente menores ao valor de emissão do título.

Figura 14 - Custos de operação como percentual do valor de face do título, descontado da taxa de juros, e custo de operação como percentual dos custos totais, em operações de um ano, realizadas no mercado financeiro internacional.

Os custos variáveis, por sua vez, aumentam proporcionalmente ao valor do título e, por isso, a razão entre os custos variáveis e esse valor é constante. Como o custo de operação é composto por custos fixos e variáveis, a razão entre custos de operação e o valor do título descontado, representado na figura 14, serão inicialmente decrescentes, mas tendem à razão entre os custos variáveis e o valor do título à medida que o valor deste aumenta. Isso ocorre porque o “peso” dos custos fixos se torna cada vez menores em relação ao valor do título. A razão entre o

custo de operação e o valor do título descontado, chamada aqui de “razão 2” (R_2), pode ser representada da seguinte forma:

$$R_2 = \frac{C_{op}}{ValorDesc}, \quad (22)$$

em que:

$ValorDesc$ = Valor de face do título descontado da taxa de juros.

O custo de operação total sem se considerar o custo financeiro representa mais de 11% do valor de face descontado de US\$ 1 milhão, mas representa 1,59% de um título com valor descontado de US\$ 11 milhões e é ainda menor quando o valor do título aumenta. Em operações em que esse valor é de US\$ 20 milhões, o percentual dos custos de operação, em relação ao valor do título, é de 1,04%. Assim, a partir de um valor de emissão acima de US\$ 8 milhões a razão entre os custos e o valor do título se estabiliza entre 2% e 1%.

A figura 15 mostra o percentual de custos totais, incluindo o custo financeiro, como percentual do valor do título descontado da taxa de juros. Quando a empresa emite um título cujo valor descontado é de US\$ 1 milhão, os custos totais representam 22,58% desse valor. Por outro lado, quando esse valor aumenta para US\$ 10 milhões os custos totais representam aproximadamente 12,70% do valor de emissão e ainda, para um empréstimo de US\$ 20 milhões os custos totais representam 12,04% desse valor.

A razão apresentada no gráfico, chamada aqui de “razão 3” (R_3), pode ser representada da seguinte forma:

$$R_3 = \frac{C_{op} + C_{fin}}{ValorDesc} \quad (23)$$

Figura 15 - Custos de operação e financeiro como percentual do valor de empréstimo em operações de um ano

Como foi mencionado anteriormente, os custos de operação são formados pelos custos fixo e o variável e o custo financeiro é representado pelo juros. À medida que o valor do título aumenta, a razão entre custos fixos e esse valor se tornam cada vez menores. Dessa forma, a razão apresentada acima diminui bastante enquanto os valores de emissão do título estão entre US\$ 1 e US\$ 10 milhões, mas tende a ser constante para valores maiores. Isso ocorre porque à medida que o valor do título aumenta, os custos fixos são “diluídos” e, assim, passa a prevalecer a razão entre os custos financeiros mais os custos de operação variáveis e o valor de emissão do título. Como esses últimos aumentam na mesma proporção que o valor do título, a razão entre

eles é constante e, por isso, a curva representada na figura 15 tende para uma razão constante de aproximadamente 12%. Essa razão tende a 12% porque representa justamente a soma do custo financeiro, de 11%, mais o custo de operação variável, de 1%.

Na figura 16 é apresentada a razão entre os custos de operação (custos fixos mais custos variáveis) e o valor do título descontado e a razão entre os custos de operação e os custos totais para operações de três anos. As razões apresentadas na figura 16 são semelhantes às aquelas apresentadas para as operações de um ano. Nesse caso, porém, os custos de operação são maiores e, portanto, o percentual desses, com relação ao valor do título, também é maior. Em uma situação em que se emite um título de US\$ 1 milhão, os custos de operação ao longo dos três anos representam mais de 67% desse valor. Para títulos de US\$ 10 milhões os custos de operação representam 9,66% desse valor.

Figura 16 - Razão entre os custos de operação e o valor de face do título descontado da taxa de juros e razão entre custos de operação e custos totais para operações de três anos no mercado financeiro internacional

Fonte de pesquisa.

A figura mostra também os custos de operação como percentual dos custos totais, incluindo o custo financeiro. Para títulos de US\$ 1 milhão de valor de face descontado, os custos de operação representam aproximadamente 46% dos custos totais. Para um título de US\$ 20 milhões os custos de operação representam 4,36% dos custos totais.

A primeira curva da figura 16, que é a razão entre os custos de operação (custos fixos mais custos variáveis) e o valor de face do título descontado é decrescente porque, para valores mais altos de emissão, o custo fixo tem um peso menor no valor dos custos de operação. À medida que o valor de emissão do título aumenta, os custos fixos são “diluídos” e a razão diminui. Mas por outro lado, essa razão diminui também porque os custos variáveis aumentam na mesma proporção que o valor do título; se estes aumentassem mais que proporcionalmente ao valor do título, a razão poderia se tornar crescente a partir de determinado valor de emissão do título. Por isso, à medida que a razão entre custos fixos e o valor do título se torna cada vez menor, a razão entre os custos de operação (custos fixos mais custos variáveis) tende para um valor constante, representado pela razão entre os custos variáveis e o valor de emissão do título. Isso ocorre porque os custos variáveis variam na mesma proporção do valor do título, ao contrário dos custos fixos, que não mudam, independente do valor do título.

A segunda curva apresentada na figura 16, representa a razão entre os custos de operação (custos fixos mais custos variáveis) e o custo total (custos de operação mais custo financeiro). Nesse caso, essa razão será sempre decrescente porque o custo financeiro aumenta à medida que o valor do título aumenta. A diferença entre as operações de um ano e aquelas de três anos, no mercado financeiro internacional, é que no primeiro caso os custos financeiros são menores justamente porque são referentes a apenas um ano. No caso das operações de três anos os custos financeiros serão maiores que nas operações de um ano e os custos de operação ao longo desses

três anos também aumentam, mas não aumentam na mesma proporção que o aumento do custo financeiro. Por isso, a razão entre custos de operação e custos totais nas operações de três anos são menores.

A figura 17 mostra o custo total (financeiro mais custos de operação) como percentual do valor do título descontado, em operações de três anos no mercado financeiro internacional. Nesse caso, a razão entre os custos e o valor de emissão do título é bem maior do que aquela apresentada para operações de um ano. Isso ocorre porque os custos de operação, nesse caso, e os juros correspondentes a três anos são maiores. Os custos de operação aumentam porque as despesas provenientes de contratações de serviços de terceiros, como o *Risk Office*, empresa de consultoria financeira etc., são prolongadas por três anos. No caso da empresa de *rating*, a avaliação da operação é contratada antes da emissão do título, mas é necessário realizar atualizações anuais e, por isso, a empresa incorre em custos decorrentes dessas atualizações.

A razão apresentada na figura 17 diminui à medida que o valor do título aumenta. A “razão 2”, representada pela equação 22, tem, como numerador, os custos totais formados pelos custos de operação fixos e variáveis e custo financeiro e, como denominador, o valor de emissão do título. Quando o valor do título aumenta, os custos fixos se tornam cada vez menores, em relação a esse valor, e, por isso, a razão diminui em um primeiro momento. Para valores de emissão maiores que US\$ 9 milhões, a razão entre custos totais e valor de emissão do título passa a diminuir pouco porque os custos fixos têm menor influência e os custos financeiros e os custos variáveis aumentam na mesma proporção que o valor de emissão do título. Por isso, a razão se estabiliza a partir dos valores de emissão acima de US\$ 10 milhões.

Figura 17 - Custos de operação e financeiro como percentual do valor do empréstimo para operações de 3 anos no mercado financeiro internacional

No caso de um valor de emissão de US\$ 1 milhão por meio do CDCA, os custos totais representam 146,13% desse valor. Essa razão diminui à medida que o valor de emissão do título aumenta; representa 87,08% do valor de emissão do título quando a empresa emite um valor de US\$ 10 milhões e 83,02% quando a empresa emite US\$ 20 milhões. O custo financeiro da transação é 36,76%, ou seja, 11% capitalizados durante os três anos. O percentual restante corresponde ao custo de operação.

As figuras apresentadas, em que são evidenciados os custos de emissão do CDCA no mercado financeiro internacional, mostram que, para valores mais baixos de emissão do título, os custos de operação são relativamente altos. De forma geral, isso acontece devido ao “peso” dos custos fixos para valores de emissão mais baixos, geralmente abaixo de US\$ 9 milhões, à taxa de

câmbio considerada na análise. As figuras demonstram também que, para operações no mercado internacional, é mais vantajosa a emissão de valores de títulos mais altos.

Essa questão restringe a possibilidade de emissão do CDCA por empresas de capital ou cooperativas, de pequeno porte. Isso acontece porque essas empresas não devem apresentar um volume de negócios que comporte um aporte de capital de terceiros alto e porque os custos de operação para aportes de capital menores seriam altos, se comparado ao valor de emissão do título. De acordo com os especialistas entrevistados, a possibilidade de emissão do CDCA no mercado financeiro, tanto internacional como nacional, está ligada não somente ao tamanho da empresa, mas também ao setor a que pertence a cooperativa ou a empresa de capital emitente, ou seja, ao risco de inadimplência que essa empresa apresenta.

Segundo José Sidney Gonçalves (2006)²⁴, possivelmente, algumas empresas de comercialização em cadeias de produção agrícola com dificuldades não teriam êxito na emissão do CDCA devido à baixa aceitação do mercado financeiro. Confirmando as idéias apresentadas por José Sidney Gonçalves, a maioria das operações verificadas são representadas por empresas presentes em sistemas agroindustriais que apresentam atual crescimento. Por outro lado, algumas das empresas que emitiram CDCA's apresentam alto nível de endividamento de curto prazo e seriam consideradas investimentos arriscados no mercado financeiro de forma geral.

O que se pretende evidenciar aqui é que essas empresas, mesmo apresentando um alto nível de endividamento, emitiram CDCA's a taxa de juros relativamente baixa. Os principais motivos para essa captação de recursos foram que essas empresas estão inseridas em sistemas agroindustriais em crescimento e com boas perspectivas de expansão e que o CDCA permitiu que fossem agregadas uma série de garantias adicionais que tornasse a operação, e não a empresa, um

²⁴ Entrevista concedida por José Sidney Gonçalves, pesquisador do IEA – Instituto de Economia Agrícola e especialista em financiamento agrícola, em outubro de 2006.

investimento de baixo risco. Por isso, o *spread* referente ao risco, da empresa emitente do CDCA, depende do sistema agroindustrial no qual está inserido, da forma de endividamento que essa empresa apresenta e, principalmente, da forma como está estruturada a operação de emissão.

7.2.2 Custos de operação de emissão do CDCA no mercado financeiro nacional

Nas operações em que os investidores são nacionais, os custos de operação são menores, porém, o custo financeiro é maior. Na tabela 7 estão descritos esses custos, que são incorridos pela empresa emissora do CDCA. A principal diferença entre os dois tipos de operação é que, no caso das operações no mercado nacional, as emitentes não incorrem em altos custos com contratação de serviços de terceiros porque a necessidade de monitoramento é menor. O principal custo nesse caso é a taxa de juros, que variou de acordo com o período de emissão do título e o tipo de operação realizada.

A tabela 7 mostra os custos de registro do lastro do CDCA, do próprio título, custos de contratação de terceiros, como empresa de consultoria econômica e financeira e escritório de advocacia, além do imposto incidente.

Para exemplificar, os custos de operação e financeiro incorridos pelo emissor do título foi feita a “simulação 2” apresentada na tabela 8. Em uma situação em que o valor de face descontado da taxa de juros é de R\$ 5 milhões, tem prazo de um ano e taxa de juros de 16% ao ano, os custos de operação são de R\$ 74.239 e representam 1,48% do valor de face descontado. Os custos financeiros mais os custos de operação representam 17,48% do valor descontado. Nesse caso, a proporção entre os custos de operação e custos totais, incluindo o custo financeiro, é de 6,66%.

Tabela 7 - Custos de operação e financeiro para a emissão do CDCA – participação de investidores nacionais (valores em R\$)

Custos de operação	Valor único
Custos de registro na CETIP	
Registro de CPRs	14,00
Registro do CDCA	0,004%
Registro do contrato de compra e venda	25,00
Contratação de serviço de terceiros	
Empresa de consultoria econômica e financeira	0,10%
Escritório de advocacia	0,10%
Custos dos impostos incidentes	
IOF	isento
IR	isento
CPMF	0,38%
Custos financeiros	
Taxa de juros a ser paga pelo empréstimo	16%

Fonte de pesquisa.

Nem todas as empresas que emitiram CDCA's no mercado financeiro nacional apresentaram a taxa de juros apresentada, algumas apresentaram um *spread* de risco menor o que, portanto, define uma taxa de juros menor. Acredita-se, entretanto, pelas operações analisadas que a taxa de juros de 16% caracteriza bem as emissões de CDCA's no mercado financeiro nacional.

As variações na taxa de juros de emissão do CDCA são influenciadas, também, pelas variações na taxa de juros de referência. Utilizou-se, na simulação apresentada, uma taxa de juros do CDCA de 16% para as operações realizadas em 2006, quando a taxa de referência *Selic* era de 15,25%, ou seja, o *spread*, sobre a taxa de juros de referência, é de aproximadamente 0,75 pontos percentuais.

Tabela 8 - Simulação de emissão do CDCA em R\$ com valor de face de R\$ 5.000.000 e período de um ano

Simulação 2	
Valor de face do título descontado da taxa de juros: R\$ 5.000.000	
Período: 1 ano	
Taxa de juros de referência do período (Selic - maio 2006): 14,75%	
Taxa de juros do título: 16% a.a.	
Custos de operação	Custo 1 ano
Custos de registro na CETIP	239,00
Registro de CPRs (por unidade)	14,00
Registro do CDCA	200,00
Registro do contrato de compra e venda	25,00
Contratação de serviço de terceiros	55.000,00
Empresa de consultoria econômica e financeira	50.000,00
Escritório de advocacia	5.000,00
Custos dos impostos incidentes	19.000,00
IOF	isento
IR	isento
CPMF	19.000,00
Custo total de operação	74.239,00
Percentual do valor do título descontado	1,48%
Custos financeiros	
Juros a ser pago pelo empréstimo	800.000,00
Taxa de juros a ser paga pelo empréstimo	16% a.a.
Custos totais	
Custos financeiros mais custos de operação	874.239,00
Relação custos totais/ valor do título descontado	17,48%
Relação custos de operação/custos totais	8,49%

Fonte de pesquisa

Nas operações realizadas no mercado financeiro nacional, os custos fixos são baixos em relação ao total de custos incorridos pela empresa emitente. Os custos fixos, nesse caso, representam o registro de CPR's e contratos de compra e venda que representam apenas 0,0008%

(R\$ 39) do valor de emissão na simulação apresentada na tabela 8. Os demais custos variam de acordo com o valor do título. Os custos variáveis são proporcionais e aumentam em R\$ 1.864, aproximadamente, para cada R\$ 100.000 adicionais de valor adicional. Os custos totais (custos de operação mais custo financeiro) representam, então, 18,64% do valor de face descontado do título²⁵. Isso acontece porque, nesse caso, os custos fixos são bastante baixos. Os custos de operação representam 12,12% dos custos totais.

Nas operações em que existia a participação de investidores internacionais havia maior participação de terceiros, cujos serviços eram pagos mensalmente e representavam uma despesa fixa. Esses custos tornavam-se proporcionalmente menores à medida que o valor de emissão do título aumentava.

Figura 18 - Metas de taxa de juros Selic entre 2007 e 2011 e média da taxa de juros Selic em 2006

Fonte: Banco Central do Brasil

É importante analisar a dinâmica de emissão do CDCA de acordo com a taxa de referência *Selic*. Sabe-se que esses títulos são emitidos com um *spread* sobre essa taxa e, por isso,

quanto menor a taxa de referência, menor o custo financeiro referente ao título. A figura 18 mostra as metas de taxas de juros *Selic* para os próximos anos. De acordo com os dados do Banco Central, a meta *Selic* média²⁶ para 2007 é de 12,30%, mas esta deve decrescer para os próximos anos, chegando a 9,75% em 2011.

Nas operações de emissão do CDCA, o *spread* sobre a taxa de juros está entre 0,5 e 0,75 pontos percentuais. Utilizou-se, então, para as previsões de taxa de juros de emissão desse título, o *spread* mais conservador, de 0,75. A figura 19 mostra as possíveis taxas de juros referentes à emissão do CDCA no mercado financeiro nacional, de acordo com as metas da taxa de referência *Selic*, estipuladas pelo Banco Central. Para as taxas de juros de emissão do CDCA, considerou-se que o *spread* em relação à taxa de referência não varia. A figura mostra, também, a proporção dos custos totais em relação ao valor do título descontado para cada taxa de juros *Selic* prevista. No eixo das ordenadas estão as taxas de juros de referência, por ano, entre 2007 e 2011.

A proporção entre os custos totais (de operação mais financeiro) e o valor de emissão do título são menores a medida que a taxa de juros diminui. Isso ocorre porque com taxas de juros menores os custos financeiros são menores e estes compõem o custo total de emissão do CDCA. Para uma taxa *Selic* de 12,3%(previsão para 2007), a taxa de juros do CDCA no mercado financeiro nacional seria de 13,05% e os custos totais representariam 14,94% do valor de emissão do título. A figura 19 mostra que, se as previsões da taxa *Selic* se mantiverem, as reduções da taxa de juros de emissão do título também diminuem e, conseqüentemente, a proporção entre os custos totais e o valor de emissão do título. Em uma situação em que a taxa de juros *Selic* estivesse em 9,75%, meta estipulada para 2011, a taxa de juros do CDCA seria de 10,5% e a proporção entre custos totais e valor do título seria de 11,94%.

²⁶ Utilizou-se a taxa de juros média anual disponibilizada no site do Banco Central na seção "balcão do investidor".

Figura 19 - Taxa de juros *Selic* mais *spread*, referente à taxa de juros do CDCA, e percentual dos custos totais em relação ao valor do título descontado, de acordo com a taxa de juros

A figura 20 mostra a projeção da razão entre os custos de operação e os custos totais (custo de operação mais custo financeiro) de acordo com as projeções da taxa de juros *Selic*, estimadas pelo Banco Central. A razão apresentada na figura 20 pode ser representada pela equação 21. Essa razão é crescente à medida que a taxa de emissão do título diminui.

A razão representada na figura 20 aumenta devido a três motivos. Primeiro, nas operações de emissão do título no mercado financeiro internacional, os custos de operação variáveis representam a grande maioria dos custos de operação. Como foi discutido anteriormente, os custos fixos são praticamente irrisórios, se comparados aos custos variáveis de operação, pois estes aumentam proporcionalmente ao valor do título. Segundo, consideraram-se as previsões de taxas de juros, que são decrescentes para os próximos anos. A redução do custo financeiro contribuiria para a redução do custo total da operação (custo financeiro mais custo de operação),

assim, a razão entre os custos de operação e os custos totais aumentam a medida que o custo financeiro diminui. Isso quer dizer que o “peso” dos custos de operação se torna maior, em relação ao custo financeiro, ao custo total e ao valor de emissão do título.

Figura 20 - Projeção de custos de operação como percentual dos custos totais de acordo com as previsões de taxas de juros estimadas para os próximos anos

A figura 20 mostra que, para valores da taxa de juros *Selic* de referência de 15,84%, média observada em 2006, os custos de operação representavam 10,64% dos custos totais, mas para uma previsão de taxa de juros *Selic* média de 10,50%, para o ano de 2011, por exemplo, os custos de operação representariam 15,22% dos custos totais.

As figuras 19 e 20 evidenciam que os custos de operação são consideráveis em relação ao valor de emissão do título e em relação aos custos totais, mesmo em operações no mercado

financeiro nacional, em que os custos de operação são menores que aqueles verificados no mercado financeiro internacional.

É importante frisar que os custos de operação apresentados nessa seção, independentes se considerados como fixos ou variáveis, podem ser diferentes daquilo que foi apresentado e dependem, entre outros fatores, de acordos entre as partes envolvidas nas transações. O que se pretende apresentar é uma estimativa de custos de uma operação padrão realizada com o CDCA.

Um exemplo de acordos são aqueles entre as empresas de consultoria e a empresa contratante, nesse caso, a emissora do título. Sabe-se que os honorários da empresa de consultoria podem representar um valor fixo mensal ou um percentual do valor do empréstimo adquirido pela contratante. Se esse percentual varia de acordo com o montante a ser adquirido pela contratante, então, geralmente, quanto maior o valor do empréstimo, menor o percentual a ser cobrado sobre esse valor.

Em algumas empresas foi necessária a contratação de monitoramento da lavoura e, por isso, os custos fixos de operação eram maiores que no caso apresentado. Considera-se, porém, que a operação padrão apresentada nesse estudo, com emissão de CDCA, no mercado financeiro internacional, representa uma boa aproximação das demais operações.

Assim como nas operações no mercado financeiro internacional, nas operações de emissão do CDCA no mercado financeiro nacional, o *spread* referente ao risco e, portanto, o custo financeiro, varia de acordo com algumas características do emitente. Essas características são: as condições financeiras e de endividamento da empresa, do sistema agroindustrial no qual está inserido e a forma como a operação é estruturada. Maiores níveis de endividamento, sobretudo de curto prazo, alto nível de imobilização do patrimônio, tempo de existência, lucratividade etc. influenciam a taxa de juros referente às emissões de CDCA's. Mas, a forma

como a operação é estruturada, segundo especialistas entrevistados, pode diminuir o *spread* de risco de uma empresa com uma estrutura patrimonial e de lucratividade não favorável.

Com base nas informações coletadas e nas entrevistas realizadas, é possível verificar que o CDCA representa um título de financiamento bastante flexível. Essa flexibilidade se deve às várias formas de se estruturar uma operação de emissão. A forma de estruturação de uma operação é representada principalmente pela quantidade de garantias fornecidas ao credor pelo emitente do CDCA. Dentre essas garantias estão o lastro do título, as garantias físicas e financeiras adicionais (terras, produto agrícola, ações etc.) e garantias institucionais, como o monitoramento da operação e a certificação e avaliação dessa operação. Assim, a forma de se estruturar uma operação de emissão de CDCA está diretamente relacionada às características da empresa emitente.

A principal diferença entre o CDCA e outras formas de financiamento, como aquelas provenientes do sistema bancário, segundo especialistas na emissão desses títulos, é que o CDCA é mais flexível que outras formas de financiamento, pelos motivos apresentados, e permite maior aporte de recursos, já que pode ser emitido no mercado financeiro internacional, onde a oferta de capital é maior. Além disso, o CDCA, por meio de uma maior oferta das garantias apresentadas, pode ser emitido por empresas que possivelmente não seriam aceitas em outras operações de captação de recursos.

7.3 Análise dos custos de transação incorridos pela empresa emitente na emissão do CDCA

Os custos de transação *ex-ante* apresentados no capítulo 3 são aqueles de negociação, redação de contratos e desenvolvimento de recursos humanos para a operação. Os custos de transação *ex-post* são aqueles de acordos pós-contratuais, segundo Marino, Zylbersztajn e

Almeida (2005). Lazzarini e Chaddad (2003) argumentam que os custos de monitorar e controlar os tomadores também são custos de transação *ex-post* incorridos por credores em operações a crédito.

Os custos de transação nas operações de emissão do CDCA podem ser analisados em dois momentos: durante a venda a crédito, geralmente de insumos, entre o produtor rural e a empresa emitente do CDCA e ao longo da transação, em que ocorre a emissão do título propriamente dita, entre a emitente e o investidor.

A tabela 9 apresenta os custos de transação incorridos pela empresa emitente em transações a crédito com produtores rurais e para a emissão do CDCA. No primeiro momento, em que a transação ocorre entre o produtor rural e a empresa, este agente incorre em custos de negociação que são aqueles necessários para definir os acordos do contrato, como a taxa de juros, o prazo e as garantias exigidas do produtor rural pela empresa emitente do CDCA. Lazzarini e Chaddad (2003) argumentam que os custos de negociação representam, entre outros aspectos, os custos de oportunidade dos agentes envolvidos na transação. A remuneração desses agentes em alguma atividade alternativa é o custo de oportunidade da negociação dos termos do acordo.

Essas operações já eram bastante recorrentes nas empresas analisadas, mesmo antes da emissão do título ocorrer. Por isso, os termos do acordo, as garantias necessárias e a taxa de juros praticada entre as duas partes já eram conhecidas e pré-estabelecidas.

Um aspecto importante das operações a crédito entre as empresas analisadas e os produtores, era que estes últimos apresentavam algum vínculo com a empresa emitente. Devido à alta frequência nas transações, à baixa assimetria de informação e a especificidade de ativo, os custos de negociação das operações a crédito podem ser relativamente baixos.

Tabela 9 - Custos de transação incorridos pelas empresas emitentes para a efetivação da emissão do CDCA

Custos de transação	Custos transação emitente - produtor	Custos de transação emitente - investidor
Custo de negociação	baixo	alto
Custo de redação do contrato	baixo	alto
Custo de desenvolvimento de recursos humanos e de infra-estrutura específicas para a operação	baixo	médio
Custo de acordos pós-contratuais	baixo	baixo
Custo de controle e monitoramento	alto	-

Fonte de pesquisa

Como mostra a tabela 9, os custos de redação de contratos poderão ser baixos devido aos mesmos motivos relacionados aos custos de negociação, ou seja, a alta frequência desse tipo de transação e a reduzida assimetria de informações entre os agentes. Os custos de desenvolvimento de recursos humanos e infra-estrutura específica para a operação podem, também, ser baixos em empresas que já apresentem pessoas responsáveis pelas operações a crédito entre a empresa e produtores, por isso, não são necessários grandes investimentos em infra-estrutura e especialização de mão-de-obra, como no exemplo analisado na seção anterior.

Os custos de acordos pós-contratuais são necessários em situações em que existe inadimplência, segundo Marino, Zylbersztajn e Almeida (2005). Esses custos estão relacionados às despesas com litígio, despesas judiciais entre outras, que assegurem o pagamento ao credor. Nas transações analisadas, a inadimplência tem sido relativamente baixa, mas sabe-se que esse é um fator condicionado às variações de preços e efeitos climáticos ocasionais. Em épocas em que o preço da *commodity*, que representa a liquidação da transação a crédito, está relativamente baixo, os custos de acordos pós-contratuais são altos porque o nível de inadimplência é maior.

Nos casos particulares analisados em que o produto relacionado às CPR's é a cana-de-açúcar, os custos de acordos pós contratuais são baixos devido ao fato de que os principais usineiros são também produtores rurais que emitem CPR's em seu próprio favor. Essa situação não necessariamente se aplica a todas as empresas que realizam operações a crédito.

Os custos de monitoramento e controle, indicados na tabela 9, são particularmente altos quando as operações a crédito são realizadas para a emissão de CDCA's. Como foi apresentado na seção anterior, os custos de monitoramento das lavouras representam boa parte dos custos totais, incorridos pela empresa emitente, nas operações de emissão do CDCA no mercado internacional. Nas operações em que os investidores são nacionais, os custos de monitoramento das lavouras nem sempre são necessários.

Os custos de negociação entre a empresa emitente e o investidor são altos porque existe uma infinidade de termos a serem acordados entre as partes para a efetivação da transação. Esses termos são: a taxa de juros do título, as garantias envolvidas, os direitos creditórios que servem de lastro do CDCA, os agentes envolvidos na operação etc. Os custos de negociação necessários para a efetivação da emissão do CDCA são mais altos quando a empresa deve recorrer a um maior número de garantias para a emissão do título. Isso ocorre porque nessas operações estão envolvidos mais agentes além da empresa emitente e o credor, e as negociações, para a efetivação da operação, ocorrem também entre a empresa emitente e esses outros agentes.

Os custos de redação de contrato são aqueles necessários para o estabelecimento da operação, como registro de garantias, instrumentos que assegurem a credibilidade da transação, seguros etc. Muitos desses custos foram analisados na seção anterior e foram classificados como custos de operação. Nas operações analisadas, em que houve emissões de CDCA's no financeiro internacional, o contrato estabelecido entre credor e emissor apresentou uma série de salvaguardas que pudessem reduzir a assimetria de informações entre os dois agentes. Dentre essas salvaguardas estão o monitoramento gerencial da empresa por meio de terceiros, o estabelecimento e registro de contratos de exportação e de garantias adicionais aos direitos de crédito, a contratação de gerenciamento do risco da operação etc.

Esses custos, analisados nas seções anteriores, são necessários uma vez que a empresa emitente apresenta informação privilegiada com relação à própria atividade e à sua gestão e “saúde financeira”. A empresa emitente busca, então, fornecer as informações necessárias ao credor e reduzir o risco deste, mas, para isso, a empresa deve incorrer em uma série de custos, como redação de contratos e negociação.

As operações de emissão do CDCA são relativamente novas, já que o título existe há apenas dois anos. Devido a isso, existe um custo de aprendizado sobre as regras de emissão do título. Nesse caso, os custos de desenvolvimento de recursos humanos e infra-estrutura necessários para a operação foram classificados como “médios”, como apresentados na tabela 9.

Até o momento em que as entrevistas haviam sido realizadas, nenhum acordo foi realizado posteriormente ao estabelecimento dos contratos. Como as operações envolvem uma série de garantias, além do lastro em produto físico, acredita-se que dificilmente ocorrerá inadimplência com relação à liquidação do título, por isso acredita-se que os custos pós-contratuais, apresentados na tabela 9, sejam relativamente baixos.

8 ANÁLISE DAS OPERAÇÕES FINANCEIRAS NAS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS

Foram realizadas entrevistas em duas cooperativas agropecuárias, uma de cafeicultores e a outra de produtores de grãos. Essas duas cooperativas foram escolhidas por se tratarem de empresas de referência nas regiões onde atuam e por apresentarem grande participação na comercialização, processamento e industrialização de *commodities* agropecuárias. A cooperativa de cafeicultores apresenta grande volume anual de exportações, possui marca própria de café torrado e realiza operações de financiamento no mercado nacional e internacional.

Foi possível obter informações mais detalhadas sobre o balanço, custos financeiros e as operações da cooperativa de cafeicultores. As informações obtidas na cooperativa de produtores de grãos são qualitativas e referem-se às operações a crédito realizadas entre a organização e seus cooperados e são importantes a título de comparação entre as duas organizações. Porém, o estudo de caso apresentado nesse capítulo envolve apenas a cooperativa de cafeicultores. As entrevistas tiveram como objetivo a análise das operações de financiamento e análise dos custos financeiros e de transação.

8.1 Análise das operações de financiamento da cooperativa de cafeicultores

A cooperativa de cafeicultores entrevistada tem, como atividades principais, a venda de insumos para os cooperados, a padronização e comercialização de café e cereais, a prestação de serviços aos cooperados, como assistência técnica, e repasse de recursos financeiros.

Os financiamentos e repasses aos cooperados são realizados de várias formas. Por meio de adiantamentos por conta de venda, empréstimo de numerários, financiamentos de insumos e

financiamentos especiais, como o FUNCAFÉ. A maioria das operações a crédito tem como contrapartida o penhor da produção ou a transferência de notas promissórias, hipotecas ou a entrega, pelo produtor, de Cédulas do Produtor Rural (CPR's).

As vendas a crédito realizadas com os cooperados têm, geralmente, duração de um ano e são realizadas, na maioria das vezes, no período de adubação dos cafezais, entre setembro e novembro.

Uma parte dos recursos destinados à compra de insumos, nessa cooperativa, é provenientes do Crédito Rural subsidiado do governo federal. O governo exige que 25% dos depósitos à vista nos bancos comerciais sejam destinados ao financiamento da agricultura. Alguns desses bancos optam em repassar esses recursos às cooperativas agropecuárias, as quais apresentam maior freqüência nas transações com produtores rurais e têm maior facilidade de monitoramento de suas atividades. A tabela 10 mostra o volume de recursos provenientes do Crédito Rural em relação aos demais recursos presentes na cooperativa. O Crédito Rural representou 28% do volume total de recursos obtidos pela cooperativa em 2005. A maior parte se deve ao FUNCAFÉ – Fundo de Defesa da Economia Cafeeira, que foi de 32%.

O capital de giro em moeda estrangeira corresponde a empréstimos de curto prazo no mercado internacional, em que a cooperativa garante o pagamento por meio de contratos de exportação. São as operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio – ACC, em que o risco de variação cambial é reduzida devido à liquidação do empréstimo por meio da venda do produto físico no mercado internacional. Dessa forma, a cooperativa pode obter recursos a custos reduzidos (5,5%) como mostra a tabela 10.

Tabela 10 - Fontes de recursos da cooperativa de cafeicultores e custo médio ponderado do capital de terceiros ^a

Fontes de recursos em 2005	Encargos financeiros	Valor	% total	Custo financeiro
Capital de giro (moeda estrangeira)	5,50%	43.515.406,00	13%	2.393.347,33
Crédito Rural	8,75%	93.267.760,00	28%	8.160.929,00
Capital de giro (moeda nacional)	9,75%	6.499.974,00	2%	633.747,47
Capital de giro (moeda nacional)	8,75%	73.961.750,00	22%	6.471.653,13
FUNCAFÉ	9,50%	104.270.853,00	32%	9.905.731,04
Outros	10,75%	8.387.117,00	3%	901.615,08
Total		329.902.860,00	100%	28.467.023,03
Custo médio ponderado do capital de terceiros:	8,63%			

^a. Os encargos financeiros e o custo médio ponderado do capital são taxas anuais

Fonte: Balanço patrimonial da cooperativa em 31 de dezembro de 2005 e entrevista com diretor financeiro.

Os recursos provenientes do Crédito Rural dos bancos comerciais são utilizados pela cooperativa para a compra de insumos que são repassados aos cooperados por meio de vendas a crédito. Em 2005, as vendas de insumos foram de R\$ 260.111.000 e grande parte desse valor esteve relacionada a vendas a crédito.

As vendas de insumos a crédito são realizadas com juros de 8,75% ao ano ou por meio de CPR's a juros de mercado. A tabela 11 a seguir mostra algumas das linhas de financiamento e repasses a cooperados realizados em 2005 e as respectivas taxas de juros cobradas.

A tabela 11 mostra que a maior parte dos financiamentos a cooperados é realizado por meio de CPR's em contrapartida a vendas antecipadas de insumos. As CPR's físicas representam 36,31% do total de financiamento aos cooperados, enquanto que os contratos de venda de insumos a prazo representam 30,77% do total. É importante destacar que as CPR's físicas representam garantias nas vendas a crédito realizadas entre o cooperado e a cooperativa, portanto, as CPR's são uma contrapartida das vendas de insumos. As vendas a crédito de insumos representam, então, 67,08% do total.

Tabela 11 - Financiamentos e repasses aos cooperados realizados pela cooperativa de cafeicultores

Financiamentos e repasses a cooperados em 2005	Média tx juros	Montante	% total	Custo financeiro anual
Adiantamento por conta de venda	26,10%	6.136.032	2,03%	1.601.198
Empréstimos de numerários	24,00%	4.387.542	1,45%	1.053.010
Empréstimos de numerários 2	30,77%	13.678.634	4,52%	4.208.916
Financ Insumos (TJLP + 16%a.a.)	22,50%	1.444.781	0,48%	325.076
Insumos (8,75%)	9,50%	93.098.353	30,77%	8.844.344
Financiamentos especiais (IGP-M + 4,9%a.a.)	6,11%	22.751.004	7,52%	1.390.086
FUNCAFÉ	6,25%	50.354.315	16,64%	3.147.145
Outros (TJLP+ 7% a.a.)	13,80%	836.725	0,28%	115.468
Produtos agrícolas para recebimento futuro (CPRs)	16,00%	109.846.274	36,31%	17.575.404
Total		302.533.660	100%	38.260.645
Custo financeiro médio pago pelos cooperados	12,65%			

Fonte: Balanço patrimonial de 2005 e entrevista com diretor financeiro.

O Custo Médio Ponderado do Capital de Terceiros (CMCT) da cooperativa de cafeicultores é relativamente baixo. Esse resultado é decorrente do baixo valor dos financiamentos obtidos pela cooperativa, em que grande parte deles se deve capacidade da cooperativa em se financiar por meio de recursos a juros controlados que são, em geral, baixos. O CMCT representa uma referência para as decisões de contratação de financiamentos e para a destinação dos recursos dentro da organização. Uma das atividades da cooperativa é representada por vendas a crédito e financiamentos. A tabela 11 mostra que a receita financeira média referente a financiamentos e repasses a cooperados é maior que o custo de captação de recursos pela cooperativa.

8.2 Possibilidade de emissão do CDCA pela cooperativa de cafeicultores e por cooperativas agropecuárias em geral

Como foi apresentado no capítulo 6, a emissão do CDCA envolve três agentes: o produtor rural, a cooperativa (ou alguma outra organização participante do agronegócio) e o investidor. A possibilidade de emissão do título pela cooperativa só ocorre se esta possui direitos de crédito decorrentes de operações a crédito com os cooperados ou outras operações que gerem esses direitos. Os direitos creditórios existem nas cooperativas porque em muitos casos os produtores preferem realizar esse tipo de operação a contratar um empréstimo em uma instituição financeira, como um banco comercial. A vantagem das cooperativas em relação aos bancos comerciais é que naquelas os custos de transação e operação são menores que nas operações de empréstimo realizadas nos bancos.

Para decisões de emissão do CDCA a cooperativa deve analisar os custos de transação, operação e custos financeiros a serem incorridos nessa operação. A análise das operações já realizadas mostram que os custos de emissão do CDCA no mercado financeiro internacional, bem como os custos de transação são relativamente altos. A emissão de CDCAs no mercado financeiro nacional envolve custos de operação e transação mais baixos, mas as empresas emitentes incorrem em custos financeiros maiores, 16% no caso apresentado. Sabe-se, porém, que os juros utilizados nas operações de emissão do CDCA variam de acordo com a performance da empresa emitente, da situação financeira desta e da forma como a operação é estruturada.

Como mostra a tabela 10, o custo médio ponderado do capital de terceiros em 2005, na cooperativa de cafeicultores estudada, foi de aproximadamente 8,63%. Esse baixo custo se deve às linhas de financiamento disponíveis para a cooperativa de cafeicultores, que realiza operações

de empréstimo por meio de adiantamento de contrato de câmbio e por meio de repasses do Crédito Rural pelos bancos comerciais.

Nas operações de emissão do CDCA no mercado financeiro internacional a taxa de juros média praticada foi de 11% e no mercado financeiro nacional foi de 16%. Ou seja, as duas taxas são maiores que o custo financeiro de captação dessa cooperativa. A tabela 12 mostra uma situação em que o CDCA seria emitido pela cooperativa de cafeicultores no mercado financeiro internacional. Como o custo financeiro de emissão nesse caso é mais alto que o custo ponderado do capital de terceiros presente na cooperativa, esse custo se torna maior caso o CDCA seja emitido a um valor, por exemplo, de R\$ 8,38 milhões simulando a substituição de “Outros” que representava, na tabela 10, as demais fontes de recursos da cooperativa. Mas o aumento, nesse caso, foi de apenas 0,01 ponto percentual em relação ao custo médio verificado na cooperativa, ou seja, de 8,63% para 8,64% do CMCT.

Tabela 12 - Simulação de captação de recursos por meio do CDCA no mercado financeiro internacional e correspondente custo médio ponderado do capital de terceiros incluindo o custo financeiro de emissão do CDCA.

Fontes de recursos em 2005	Encargos financeiros	Valor	% total	Custo financeiro
Capital de giro (moeda estrangeira)	5,50%	43.515.406,00	13%	2.393.347,33
Crédito Rural	8,75%	93.267.760,00	28%	8.160.929,00
Capital de giro (moeda nacional)	9,75%	6.499.974,00	2%	633.747,47
Capital de giro (moeda nacional)	8,75%	73.961.750,00	22%	6.471.653,13
FUNCAFÉ	9,50%	104.270.853,00	32%	9.905.731,04
CDCA	11,00%	8.387.117,00	3%	922.582,87
Total		329.902.860,00	100%	28.487.990,83
Custo médio ponderado do capital de terceiros:	8,64%			

Fonte: Balanço patrimonial da cooperativa em 31 de dezembro de 2005 e entrevista com diretor financeiro.

O item outros apresentado na tabela 10 é composto por formas de financiamento diversos da cooperativa. O custo financeiro referente a esse item representa uma média dessas formas de financiamento. Portanto, nessa composição pode haver custos maiores que 10,75% e que podem

também ser maiores que o custo financeiro de emissão do CDCA. Assim, mesmo em cooperativas com a estrutura de balanço como apresentado para o estudo de caso, a emissão do CDCA pode ser vantajosa. Deve-se, ainda, analisar os custos de operações e transação envolvidos em cada caso.

Essa simulação demonstra que, mesmo com um custo financeiro acima da média apresentada nesse estudo de caso, a operação de emissão do CDCA no mercado financeiro internacional ainda pode representar uma fonte razoável de recursos mesmo em cooperativas com baixos custos financeiros de captação.

Por outro lado, caso houvesse uma redução dos juros praticados na emissão do título no mercado financeiro nacional, decorrentes de reduções da taxa básica de juros Selic, o custo financeiro de emissão se aproximaria do custo financeiro médio apresentado pela cooperativa. Para emissão de títulos com taxa de juros de 16%, por exemplo, o custo financeiro médio na cooperativa aumentaria para 8,75%, mas para custos de captação menores esse custo médio diminuiria. Isso demonstra que a cooperativa não apresentaria grandes aumentos no seu CMCT caso fossem emitidos CDCAs à taxa de juros praticada atualmente no mercado financeiro nacional. Isso acontece também porque, uma emissão de R\$ 8,3 milhões, como apresentado na tabela 12, representa uma parcela relativamente pequena em relação ao montante total de captação da cooperativa.

Nas tabelas 11 e 12 não são apresentados os custos de operação, relativos às operações a crédito, incorridos pela cooperativa. Também não é incluído o custo de operação relativo à emissão do CDCA. Nessas tabelas são apresentados apenas os custos financeiros. Possivelmente, para emissões realizadas pela cooperativa de cafeicultores apresentada, os custos de operação, relativos à emissão do CDCA, seriam menores devido à forma do endividamento apresentado por essa organização. Isso ocorreria porque a situação de endividamento dessa cooperativa é

relativamente favorável à emissão do título e, por isso, não seriam necessários uma série de garantias adicionais à emissão.

Por meio das entrevistas realizadas na cooperativa de cafeicultores e na cooperativa de produtores de grãos foi possível perceber que as duas seguem formas semelhantes de operações com seus cooperados. Por meio de estudos anteriores com essas organizações, além das entrevistas realizadas para esse trabalho, verifica-se que as cooperativas agropecuárias, de forma geral, apresentam operações semelhantes, sobretudo aquelas relativas à venda de insumos. Nessas operações, como já apresentado no caso da cooperativa de cafeicultores, os produtores adquirem insumos para a produção em operações a crédito e liquidam a operação quando da colheita do produto agrícola, seja este café, soja, milho, sorgo, algodão, cana-de-açúcar etc.

Para que essas operações sejam realizadas, as cooperativas adquirem recursos junto aos bancos comerciais referentes ao Crédito Rural, por exemplo, e compram insumos com esses recursos que serão, então, destinados aos produtores. O período entre a realização da venda a crédito e a liquidação da operação, por meio da entrega do produto, é de aproximadamente um ano. Decorrido um ano, a cooperativa recebe o produto agrícola, o processa e vende. Dessa forma essa cooperativa quita os repasses realizados pelos bancos.

Nesse período de um ano a cooperativa se descapitaliza porque utilizou grande parte do capital de terceiros adquirido para a compra de insumos. Além disso, algumas cooperativas não conseguem atender a toda a demanda por operações a crédito de venda de insumos dos cooperados, como o caso da cooperativa de produtores de grãos. Nesse sentido, existe uma necessidade de capital de giro ou capital de curto prazo nessas organizações. Esse capital seria necessário para o financiamento da compra de insumos para atender a toda demanda dos cooperados, mas também para financiar as atividades correntes da cooperativa no período entre safra.

O CDCA poderia ser, então, utilizado para financiar o capital de giro da cooperativa no período entre safra, levantar maior quantidade de recursos para as operações a crédito de venda de insumos.

Tabela 13 - Taxa de juros referente a empréstimos de capital de giro nos 12 maiores bancos comerciais do Brasil – dados de janeiro de 2007

Posição	Instituição	Taxa de juros mensal (%)			Taxa de juros anual (%)
		Mínima	Máxima	Média	Média
1	BCO DO BRASIL S A	0,72	5,19	1,61	21,13
2	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	1,29	5,17	2,71	37,83
3	BCO BRADESCO S A	1,40	6,14	2,83	39,78
4	BCO ITAU S A	1,16	6,50	2,46	33,86
5	BCO.SANTANDER BANESPA	0,44	5,46	2,06	27,72
6	UNIBANCO UNIAO BCOS BRAS S	1,82	4,00	1,88	25,05
7	BCO ABN AMRO REAL S A	1,34	6,50	2,20	29,84
8	BCO J SAFRA S A	1,00	1,97	1,47	19,14
9	HSBC BANK BRASIL SA BCO	2,60	4,85	3,32	47,98
10	BCO VOTORANTIM S A	1,55	3,10	1,83	24,31
11	BCO NOSSA CAIXA S A	1,99	5,30	3,21	46,10
12	CITIBANK N A	1,08	4,81	1,27	16,35
Média simples das taxas de juros		1,37	4,92	2,24	30,76

Fonte: Banco Central do Brasil

A tabela 13 mostra a relação das taxas de juros para empréstimos de capital de giro, para pessoa jurídica, praticadas nos principais bancos comerciais no Brasil. A média dessas taxas para essas instituições, para o início de 2007 foi de 30,76%. A instituição que apresentou taxa de juros mais baixa foi o Citibank cuja taxa de juros foi de 16,35%, enquanto que a instituição que apresentou maior taxa de juros para esse tipo de empréstimo foi o HSBC Bank Brasil S.A. cuja taxa de juros anual foi de 47,98%. Segundo informações do Banco Central as taxas de juros praticadas dependem da avaliação da instituição para a qual é concedido o empréstimo. Nesse caso, para se calcular uma taxa média para cada banco, foi utilizada a ponderação do montante de empréstimo por instituição e a respectiva taxa de juros. Para a média total anual apresentada na

tabela 13, não foi possível realizar uma ponderação por montante de empréstimos por instituição financeira.

Por outro lado, a figura 21 mostra a média mensal das taxas de juros de empréstimos para capital de giro em todas as instituições financeiras cadastradas no Banco Central em 2006. Essas taxas de juros, assim como aquelas apresentadas na tabela 13, são referentes a empréstimos realizados para pessoas jurídicas. Essas taxas apresentaram média mínima de 31,47% em novembro de 2006 e média máxima de 37,33% em fevereiro de 2006.

Figura 21 – Média da taxa de juros referente a empréstimos de capital de giro praticada nos bancos comerciais em 2006 (% anual)

Fonte: Banco Central do Brasil.

Essas informações denotam que o CDCA, enquanto forma de financiamento do capital de giro de cooperativas, ou outras empresas do agronegócio seria mais vantajoso se comparado às linhas de financiamento de capital de giro do mercado. Nesse sentido, um CDCA emitido no mercado financeiro nacional a taxas que giram em torno de 16% seriam especialmente vantajosas.

Está se analisando aqui as opções de empréstimos de recursos a curto prazo porque, devido às características de operações a crédito nas cooperativas agropecuárias, estas apresentam necessidade maior de capital no período entre safras em que estas estão descapitalizadas. Como o custo financeiro das operações com o CDCA no mercado financeiro nacional não foram maiores que 16%, justifica-se, então, a vantagem desse título como fonte de captação para capital de giro em relação aos empréstimos realizados por meio do sistema bancário a juros de mercado.

No caso das operações no mercado financeiro internacional as taxas de juros foram ainda menores. O que se deve analisar além do custo financeiro, para cada emitente, são os custos de operação e transação envolvidos na operação de emissão do CDCA.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desse estudo foi analisar a viabilidade do CDCA – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio enquanto instrumento de capitalização das cooperativas agropecuárias. A hipótese utilizada era de que esse título de financiamento representa uma fonte viável de recursos, em que os custos de transação e operação necessários à emissão são também viáveis.

O estudo da forma de emissão do título indica que este depende, no caso da emissão por cooperativas agropecuárias, da existência de direitos de crédito cujos devedores são os produtores cooperados. Nesse sentido, foi analisada a tomada de decisão por esses produtores e concluiu-se que estes preferem realizar operações a crédito nas cooperativas do que alavancarem recursos com outras instituições financeiras. Isso ocorre devido ao baixo custo de operação e transação com a cooperativa. Nessas organizações a frequência das transações entre cooperado e cooperativa é grande e as exigências feitas pela cooperativa são menores em relação aos bancos comerciais e, por isso, as cooperativas agropecuárias apresentam uma série de direitos de crédito que podem ser utilizados como lastro para a emissão do CDCA.

O estudo dos custos de transação, operação e financeiro necessários para a emissão do CDCA aponta que esses custos dependem do volume de recursos transacionados na emissão, do tempo até a liquidação do título, do risco envolvido na operação e da estruturação da operação.

Em algumas das operações analisadas, principalmente aquelas para a emissão do título no mercado internacional e para empresas com alto nível de endividamento de curto prazo, os custos de transação e operação se mostraram relativamente altos devido à complexidade das operações em que são exigidas várias formas de garantias para que estas fossem viabilizadas. Nessas

operações os custos relativos dependem do valor de emissão do título. Os custos de operação são relativamente maiores para valores de emissão mais baixos.

As cooperativas agropecuárias entrevistadas, sobretudo a cooperativa de cafeicultores, que representa o estudo de caso do presente trabalho, apresenta acesso considerável ao Crédito Rural dos bancos comerciais e outras linhas de financiamento como o Funcafé que são linhas de financiamento do governo. Essas linhas de financiamento apresentam taxas de juros relativamente mais baixas que o mercado. Por isso, o custo médio ponderado do capital de terceiros nessa cooperativa também é baixo em função do montante de crédito proveniente das fontes controladas pelo governo. Isso indica que, possivelmente, essa cooperativa emitiria um título de financiamento como o CDCA, a custos financeiros e de operação como tem sido praticado atualmente no mercado, apenas em situações particulares.

Algumas ressalvas devem ainda ser feitas com relação às considerações apresentadas acima. Apesar dos custos de operação e transação apresentados terem se mostrado altos para as emissões de CDCAs, esses custos dependem de alguns fatores. Esses fatores são: a forma de endividamento da empresa emitente, a forma como a operação é estruturada, o setor agroindustrial em que a empresa emitente está inserida, o desempenho desse setor e as garantias que é capaz de fornecer.

As empresas com custos financeiros altos e alto nível de endividamento de curto prazo, incorrem em maiores custos de operação e transação. Isso ocorre porque nesses casos essas empresas oferecem um grande volume de garantias e devem contratar agentes que irão dar credibilidade à operação como o monitoramento e a auditoria das operações da cooperativa. Dessa forma, a análise que o investidor faz recai não somente sobre a empresa emitente, mas, também, sobre a estruturação da operação. Quanto mais complexa essa estruturação, maiores são os custos de transação e operação necessários para a efetivação da transação.

Caso a cooperativa de cafeicultores apresentada decidisse realizar uma emissão de CDCA os custos de operação e transação seriam possivelmente inferiores àqueles observados nas operações de emissão no mercado financeiro internacional analisadas nesse estudo, uma vez que o exemplo foi de um setor e de uma empresa que apresentava maior risco e que exigia um spread maior.

Nessas operações, foram necessárias uma série de garantias para a efetivação da emissão do título devido ao nível e qualidade do endividamento nessas empresas analisadas. Possivelmente, o risco envolvido em uma operação de emissão do CDCA pela cooperativa de cafeicultores apresentada seria menor. Isso aconteceria porque a cooperativa de cafeicultores estudada apresenta um bom nível de alavancagem por meio de capital de terceiros com um custo financeiro baixo, além de que essa cooperativa tem apresentado grande participação na comercialização de café tanto no mercado nacional, quanto no mercado internacional.

A análise dos custos nas operações de emissão no mercado financeiro internacional demonstraram que para operações com valores mais baixos que US\$ 8 milhões, esses custos seriam relativamente altos comparados ao valor do título. Isso ocorre devido à proporção dos custos fixos nessas operações. Quando o valor de emissão aumenta, esses custos se tornam proporcionalmente menores em relação ao valor de emissão do título. Para um valor de emissão de US\$ 1 milhão, por exemplo, o custo de operação representaria mais de 11% do valor de emissão do título e o custo total (custo financeiro mais custo de operação) representaria mais de 22% do valor de emissão. Para valores de emissão de US\$ 20 milhões, por exemplo, os custos de operações representam aproximadamente 1% desse valor e o custo total, incluindo o custo financeiro representa 12% do valor de emissão. Essa questão indica que em necessidades baixas de aporte de capital, os custos de operação para emissões no mercado financeiro internacional

poderiam não compensar a emissão desse título para empresas que apresentariam maiores riscos de inadimplência devido à forma de endividamento apresentada.

Com relação ao custo financeiro das operações com o CDCA tanto no mercado financeiro internacional, quanto no nacional, sabe-se que, apesar de ser relativamente alto para a cooperativa de cafeicultores entrevistada, esse ainda poderia servir como complemento para captação de recursos nessa organização. Nem todas as linhas de financiamento nessa cooperativa são provenientes de linhas de financiamento controladas pelo governo e algumas delas apresentam custos financeiros mais elevados. Portanto, o CDCA serviria de complemento para a captação de recursos nas cooperativas mesmo em situações como o estudo de caso apresentado, em que o custo médio ponderado do capital de terceiros é relativamente baixo.

Sabe-se ainda que, nas operações realizadas no mercado financeiro nacional a taxa de juros praticada para a emissão do título é influenciada pela taxa de referência Selic, pela forma como é estruturada a operação e pelas condições financeiras da empresa emitente. Portanto, em um horizonte de redução da taxa de juros Selic, em que existe metas de redução estipuladas pelo Banco Central para os próximos cinco anos, o custo financeiro das operações de emissão de CDCAs será também reduzido. Nesse contexto, mais empresas participantes do agronegócio, inclusive cooperativas, teriam vantagens na emissão desse título.

Assim como os custos de operação e transação, o custo financeiro das operações varia de acordo com a organização emitente. Quanto menor o risco de inadimplência, percebido pelo investidor, menor é o *spread* relativo ao risco negociado nas operações de emissão e a taxa de juros acordada entre as duas partes. O risco da operação está associado, assim como foi indicado com relação aos custos de operação e transação, ao setor no qual está inserida a organização emitente e ao desempenho e condições financeiras da empresa.

Nas operações analisadas buscou-se indicar um custo financeiro que refletia uma média dos custos verificados em algumas das operações analisadas. Portanto, a definição da taxa de juros a ser praticada nas operações de emissão do CDCA, assim como os custos de operação e transação, depende da avaliação da empresa emitente e de como a operação é estruturada.

A cooperativa de produtores de grãos, apesar de apresentar acesso a recursos a juros controlados e, portanto, mais baixos que aqueles de mercado, não conseguem atender ao total de demanda por vendas a crédito dos produtores cooperados. Nessa situação, o CDCA poderia ser utilizado, então, para a complementação dos recursos necessários para a efetivação das operações a crédito demandada pelos cooperados. Como os recursos para a compra de insumos e repasse desses aos produtores são limitados, a cooperativa de produtores de grãos impõe maiores restrições no acesso às vendas a crédito e deixa de atender ao total da demanda por insumos nessas vendas. Portanto, o CDCA seria uma fonte adicional de recursos a custos razoáveis que poderiam ser repassados aos produtores e ainda permitir a expansão da oferta de insumos em operações a crédito nas cooperativas agrícolas nas situações de restrição de recursos como acontece na cooperativa de grãos entrevistada.

Sabe-se, por outro lado, que a cooperativa de cafeicultores entrevistada apresenta relativas vantagens em relação a cooperativas menores. Apresenta posição de destaque nas atividades de processamento e comercialização dos produtos recebidos dos cooperados, além de participarem na exportação de café. Esse posicionamento de mercado faz com essa organização apresente maiores facilidades de acesso ao Crédito Rural e outras linhas de crédito como o Funcafé. Porém, nem todas as cooperativas dispõem das mesmas vantagens e algumas apresentam dificuldades de captação de recursos no mercado financeiro. Portanto, possivelmente a emissão de títulos de financiamento como o CDCA poderia beneficiar mais as organizações cooperativas que têm dificuldade de acesso a linhas de financiamento a juros controlados.

Quando verificar-se em quais situações seria vantajoso para as cooperativas emitirem o CDCA e porque ele pode ser importante para o financiamento agrícola verifica-se que esse título pode ser utilizado para aporte de capital nessas organizações. O CDCA poderia servir de aporte de capital quando, por exemplo, não é possível atender toda a demanda por insumos nas operações a crédito com os cooperados. Nesse caso, a emissão do título é especialmente vantajosa se comparada a outras formas de captação de recursos de curto prazo, como os empréstimos para capital de giro dos bancos comerciais. Nesse caso, as taxas de juros médias bancárias são muito mais altas que aquelas praticadas para emissões do CDCA tanto no mercado financeiro nacional quanto internacional.

O CDCA seria, então, uma forma de aporte de capital interessante para o financiamento do capital de giro da cooperativa. Esta tem papel importante na oferta de insumos a prazo para o custeio das lavouras que apresentam ciclo anual. Como a necessidade de adubação e custeio se dá ano a ano, existe uma necessidade maior de recursos por parte dos produtores rurais no segundo semestre de cada ano, quando são realizadas as vendas a crédito. As cooperativas agrícolas nesse período se descapitalizam porque destinam grande parte de recursos para a compra de insumos e repasse desses aos cooperados. Portanto, ao longo do ano as cooperativas agrícolas que realizam vendas a crédito possuem uma série de direitos de crédito os quais têm geralmente prazo de um ano. Além da baixa oferta de recursos no período entre safras, algumas cooperativas, como a de produtores de grãos entrevistada, não consegue atender toda a demanda por insumos nas operações a crédito. Dessa forma, o CDCA seria uma forma adicional de captação de recursos para atender a essa demanda.

O CDCA pode, nesse caso, ser emitido com prazos mais reduzidos, menores que um ano. Isso aconteceria no caso de uma necessidade de aporte de capital antes do período de liquidação dos direitos de crédito da cooperativa, provenientes das operações a crédito com os produtores.

O CDCA pode servir ainda, como estudado em algumas operações, para a substituição de dívidas de curto prazo que apresentam custos financeiros mais elevados. Nessas operações o CDCA foi emitido com prazo de vencimento de três anos e, portanto, serviu para substituir as dívidas de curto prazo por uma de longo prazo com um custo financeiro menor.

Portanto, o CDCA pode ser importante para o financiamento do crédito de custeio nas cooperativas agropecuárias que não conseguem atender à toda demanda por parte dos cooperados e pode ser importante também para o alongamento das dívidas de curto prazo de empresas do agronegócio, inclusive organizações cooperativas.

Uma das possíveis limitações do estudo se deve à dificuldade de análise de uma emissão real de CDCA por cooperativas agropecuárias uma vez que ainda não havia ocorrido emissão desse título pelas organizações estudadas. Por outro lado, as operações realizadas com o título devem ser muito peculiares a cada tipo de organização emitente, tanto os custos de operação quanto o custo financeiro variam de acordo com as características do emissor e de acordo com o acordo com o credor. Por isso, há uma dificuldade adicional de se analisar a possibilidade de emissão do CDCA para organizações que ainda não tiveram operações com o título, pois o contexto em que a forma de emissão e as condições acordadas variam de operação para operação.

A principal conclusão a ser apresentada é que o CDCA representa um título bastante flexível em termos de custos financeiros e de operação. Flexível no sentido que os custos envolvidos na emissão estão bastante relacionados às condições do emissor. Quanto mais arriscada a operação, maior será o custo financeiro e também maiores os custos de operação. No caso de emissões de CDCAs com valores maiores os custos de operação se tornam proporcionalmente menores e, portanto, aumenta a viabilidade do título.

A decisão de emissão por parte de cooperativas agropecuárias ou outras formas de organizações não leva em conta o custo financeiro por si só. Como foi evidenciado, os custos de

transação e operação também devem ser considerados e analisados nas operações de financiamento por meio do CDCA. Por outro lado, a decisão de emissão é influenciada também pelo custo médio ponderado do capital na organização emitente e, portanto, das linhas de financiamento e forma de endividamento que essa organização possui.

Como foi apresentado no capítulo 7, em um contexto em que as taxas de juros de mercado estão caindo, devido a reduções na taxa de referência Selic, as taxas de juros de emissão do CDCA no mercado financeiro nacional também deverão diminuir. Isso indica que as taxas de financiamento agrícola, praticadas no mercado, têm se aproximado das taxas de juros das linhas de financiamento controladas pelo governo. Isso pode continuar a ocorrer se não houver mudanças na política agrícola. Em um horizonte temporal de cinco ou seis anos, se as metas de juros estipuladas pelo Banco Central forem efetivadas, poderá haver uma equalização do custo financeiro da totalidade das linhas de financiamento disponíveis para a agricultura. Nesse possível contexto, os custos de operação e transação serão ainda mais importantes para a análise da tomada de decisões sobre as formas de contratação de diferentes operações a crédito.

Por outro lado, questiona-se também o posicionamento do governo em relação a uma situação que existiria uma grande aproximação em relação às taxas de juros de mercado e aquelas praticadas nas linhas controladas. Se essa aproximação levaria a uma redução destas taxas em que, novamente, haveria uma diferença entre o custo financeiro praticado no mercado e o custo financeiro observado em linhas de crédito governamentais.

O CDCA se apresenta como uma boa ferramenta para a redução da escassez de recursos agrícolas. Essa forma de financiamento, em conjunto com os demais títulos pode sim direcionar recursos do mercado de capitais para a agricultura. O CDCA, enquanto forma de captação de curto prazo pode permitir um aumento do crédito de custeio para produtores rurais por meio de cooperativas agropecuárias. Para corroborar essa afirmação há a análise das operações já

realizadas que, apesar de ainda não ter alcançado as cooperativas agropecuárias, atenderam bem outras empresas do agronegócio. E ainda, o título serviu para reestruturar empresas que se encontravam endividadas e com poucas possibilidades de captação de recursos para essa reestruturação.

Para estudos posteriores sugere-se a análise de uma variedade maior de sistemas agroindustriais e de cooperativas agropecuárias para definir quais as dificuldades financeiras nessas organizações e qual seria um perfil de emissão de CDCA nessas organizações. O presente estudo conclui que a emissão do CDCA, por cooperativas agropecuárias, é possível em situações específicas, mas não é possível prever quais tipos de acordos podem ser feitos entre organizações cooperativas e o investidor. O CDCA é um título de financiamento que pode ser “moldado” de acordo com a organização que o emite.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, M.P et al. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889 – 1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

AKERLOF, G.A. The market for lemons: quality, uncertainty and market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, volume 84, n.3: 488-500, ago. 1970.

ALMEIDA, L.F. *Determinantes da estrutura de capital: contratos de crédito para financiamento da soja no Brasil*. Não publicado. Artigo apresentado para conclusão da disciplina “Teoria da Administração Financeira” do Programa de Pós-Graduação em Administração. FEA/USP, 2006.

BACHA, C.J.C. *Economia e política agrícola no Brasil*. 1ª Edição. São Paulo: Atlas, 2004.

BACHA C.J.C.; SILVA G.S. Mudança no modelo e os novos instrumentos de financiamento do agronegócio. *Revista de Agronegócio da FGV*, São Paulo, set. 2005.

BARROS, G.S.C.; ARAÚJO, P.F.C. Estimativas de custos bancários de transação no Brasil. *Série Pesquisa*, Piracicaba: ESALQ/USP, n. 50: 37p., 1995.

BASSINELLO, F.I.R.; ARAÚJO, P.F.C. *Inter-relações entre setor agrícola e sistema financeiro*. Relatório parcial do projeto “Uso de derivativos no desenvolvimento da política de crédito rural”. ESALQ/USP, 1994.

BANCO DO BRASIL. Disponível em: <www.agronegocios-e.com.br/agronegocios/index.jsp>. Acesso em 19 de junho de 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.com.br>. Acesso em 28 de novembro de 2005.

BELIK, W.; PAULILLO, L.F. O financiamento da produção agrícola na década de 90: ajustamento e seletividade. In: LEITE, S. (Org.). *Políticas públicas e agricultura no Brasil*. Porto Alegre: Ed. da Universidade/UFRGS, 2001.

BIALOSKORSKI NETO, S. *Cooperativas: economia, crescimento e estrutura de capital*. 1998. 202p. Tese (Doutorado em Economia Aplicada), Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – ESALQ, Universidade de São Paulo, Piracicaba.

_____. *Economia das organizações cooperativas: uma análise da influência da cultura e das instituições*. 2004. 166p. Tese (Livre Docência). Faculdade de Economia Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – FEARP, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

_____. *Aspectos econômicos das cooperativas*. Série Cooperativismo. Belo Horizonte: Mandamentos, 2006.

BM&F – Bolsa Brasileira de Mercadorias e Futuros. Disponível em: <www.bbmnet.com.br> Acesso em 20 de maio de 2006.

BRASIL. Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis n. 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei n. 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 20 jan. 2006.

BRASIL. *Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Plano agrícola e pecuário: safra 2005/2006*. Brasília: MAPA/SPA, 30p. 2005.

CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação. Disponível em: <www.cetip.com.br>. Acesso em 10 de outubro de 2006.

CONAB – Companhia Nacional de Abastecimento Disponível em: <www.conab.gov.br>. Acesso em 20 de junho de 2006.

COSTA, D.R.M. *Rating de cooperativas agropecuárias: uma contribuição metodológica*. 2005. 236p. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – ESALQ, Universidade de São Paulo, Piracicaba.

GASQUES, J.G.; VERDE, C.M.V. *Novas fontes de recursos, propostas e experiências de financiamento rural*. IPEA, dez. 1995 (IPEA. Texto para discussão, 392).

GASQUES, J.G.; VERDE, C.M.V. *Gastos públicos na agricultura, evolução e mudanças*. IPEA, abril. 2003 (IPEA. Texto para discussão, 948).

GASQUES, J.G.; SPOLADOR, H.F.S. *Taxa de juros e políticas de apoio interno à agricultura*. Brasília: Espia, 2003 (Texto para Discussão, 952).

GONÇALVES J.S. et al. Padrão do financiamento das agro-commodities com base nos novos títulos financeiros. In: In: XLIII Congresso da Sociedade Brasileira de Economia e Sociologia Rural, 2005, Ribeirão Preto. Anais do XLIII Congresso da Sociedade Brasileira de Economia e Sociologia Rural SOBER, 2005.

GONÇALVES, J.S. Plano de safra 2006/2007 e a crise: menos que o necessário, mais que o esperado. *Análises e Indicadores do Agronegócio*, IEA, São Paulo, volume 1, n. 6: 7p. junho 2006. Disponível em : <www.iea.sp.gov.br>. Acesso em 15 de junho de 2006.

GREMAUD A.P.; TONETO JR. R. A descentralização do financiamento rural na Indonésia é um exemplo para o Brasil? *Revista Econômica do Nordeste*, volume 34, n. 4: 591-606, out./dez.

2003.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - Sistema de Dados Agregados. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/sidra>>. Acesso em 25 de novembro de 2005.

JAFFEE, D.M.; RUSSEL, T. Imperfect information, uncertainty, and credit rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, volume 90, n.4: 651-666, nov. 1976.

KUPFER, David et al. *Economia Industrial, Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil*. 2ª edição. São Paulo: Campus, 2002.

LAZZARINI, S.G.; CHADDAD, F.R. O papel dos agentes privados no financiamento da produção agrícola: teoria e evidências nos EUA. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, BRA, volume 3, n.41: 29-52, 2003.

LAZZARINI, S.G.; BIALOSKORSKI, S.; CHADDAD, F.R. Decisões financeiras em cooperativas: fontes de ineficiência e possíveis soluções. *Revista Gestão e Produção*, São Carlos, volume 6: 257-268, dez. 1999.

LEITE, S.P. Padrão de financiamento, setor público e agricultura no Brasil. In: LEITE, S. (Org.). *Políticas públicas e agricultura no Brasil*. Porto Alegre: Ed. da Universidade/UFRGS, 2001.

MARINO, M. K. ; FLORENCIO, L. ; ZYLBERSZTAJN, D. Access Costs to Agriculture Credit in Brazil. In: IAMA -15th Annual World Food & Agribusiness Symposium. *IAMA -15th Annual World Food & Agribusiness Symposium*, Chicago, 2005, v. 1. p. 1-1.

MILGROM, P.; ROBERTS, J. *Economics, Organization and Management*. New Jersey: Prentice Hall International Editions, 1992.

MONEY CAFE. Disponível em: <www.moneycafe.com>. Acesso em 03 de janeiro de 2007.

PESSOA, A.S.M. Custos bancários de transação do crédito rural no Brasil. Dissertação (Mestrado em Economia). 1996. 140p. Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – ESALQ, Universidade de São Paulo, Piracicaba.

ROSS, S.A. et al. *Princípios de administração financeira*. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 1998.

SILVA, G.S. Novos instrumentos de financiamento do agronegócio brasileiro e uma análise das alternativas de investimento para o CDA/WA. 2005. 243p. Dissertação (Mestrado em Economia). 2006. Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – ESALQ, Universidade de São Paulo, Piracicaba.

SPOLADOR, H. F. S. Reflexões sobre a experiência brasileira de financiamento da agricultura. 2001. 102p. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – ESALQ, Universidade de São Paulo, Piracicaba.

TERRA, L.H. A cédula do produtor rural (CPR) como alternativa de financiamento e *hedging* de preços para a cultura da soja. 2002. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

VON PISCHKE, J. D. Preconditions for Sustainable Agricultural Finance and Credit Systems. In: OECD Proceedings, Agricultural Finance and Credit Infrastructure in Transition Economies. *Center for Co-operation with non-Members*, OECD, Paris, 1999: 38-53.

WILLIAMSON, O.E. *Las instituciones económicas del capitalismo*. 1ª edição. México: Fondo de Cultura Económica, S.A. de Economía Contemporánea, 1989.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Questionário aplicado nas cooperativas agropecuárias

1. Operações a crédito cooperativa – produtor

- a. A cooperativa realiza vendas a crédito para os produtores?
- b. Como são feitas essas vendas?
- c. Qual o prazo dessas vendas?
- d. Qual a taxa de juros?
- e. Os produtores devem apresentar algum tipo de garantia para a cooperativa?
- f. A cooperativa coleta informações sobre o produtor e sua atividade?
- g. Qual o custo dos funcionários que realizam esse tipo de operação? (funcionários da loja agropecuária)
- h. Existem impostos incidentes nesse tipo de transação?

2. Operação de emissão do CDCA

- a. Quais tipos de operações de financiamento a cooperativa realiza?
- b. A cooperativa tem interesse na emissão de títulos de financiamento como o CDCA?
- c. A qual nível de taxa de juros a cooperativa teria interesse em emitir o CDCA?

APÊNDICE B – Roteiro das entrevistas com os especialistas na emissão do CDCA

1. Qual a função do CDCA? Em que ele pode melhorar o financiamento agrícola?
2. Quais operações podem ser realizadas com esse título?
3. Que tipo de consultoria o escritório realiza com os novos títulos?
4. Existem vantagens específicas para cooperativas de produtores rurais em utilizar esse título?
5. Existe algum tipo de operação específica que as cooperativas podem realizar que seja diferente das demais empresas do agronegócio?
6. Quais os custos de operação necessários para a emissão do título?
7. O mercado financeiro recebe bem esses títulos? O risco não é alto para os investidores?

ANEXOS

ANEXO A – Lei 11.076 que institucionaliza os novos títulos de financiamento.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
CASA CIVIL
SUBCHEFIA PARA ASSUNTOS JURÍDICOS

LEI Nº 11.076, DE 30 DE DEZEMBRO DE 2004.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

CAPÍTULO I
DO CDA E DO WA

Seção I
Disposições Iniciais

Art. 1º Ficam instituídos o Certificado de Depósito Agropecuário - CDA e o Warrant Agropecuário - WA.

§ 1º O CDA é título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, depositados em conformidade com a [Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000](#).

§ 2º O WA é título de crédito que confere direito de penhor sobre o produto descrito no CDA correspondente.

§ 3º O CDA e o WA são títulos unidos, emitidos simultaneamente pelo depositário, a pedido do depositante, podendo ser transmitidos unidos ou separadamente, mediante endosso.

§ 4º O CDA e o WA são títulos executivos extrajudiciais.

Art. 2º Aplicam-se ao CDA e ao WA as normas de direito cambial no que forem cabíveis e o seguinte:

I - os endossos devem ser completos;

II - os endossantes não respondem pela entrega do produto, mas, tão-somente, pela existência da obrigação;

III - é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas.

Art. 3º O CDA e o WA serão:

I - cartulares, antes de seu registro em sistema de registro e de liquidação financeira a que se refere o art. 15 desta Lei, e após a sua baixa;

II - escriturais ou eletrônicos, enquanto permanecerem registrados em sistema de registro e de liquidação financeira.

Art. 4º Para efeito desta Lei, entende-se como:

I - depositário: pessoa jurídica apta a exercer as atividades de guarda e conservação dos produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei, de terceiros e, no caso de cooperativas, de terceiros e de associados, sem prejuízo do disposto nos [arts. 82 e 83 da Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971](#);

II - depositante: pessoa física ou jurídica responsável legal pelos produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei entregues a um depositário para guarda e

conservação;

III - entidade registradora autorizada: sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil.

Art. 5º O CDA e o WA devem conter as seguintes informações:

- I - denominação do título;
- II - número de controle, que deve ser idêntico para cada conjunto de CDA e WA;
- III - menção de que o depósito do produto sujeita-se à [Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000](#), a esta Lei e, no caso de cooperativas, à [Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971](#);
- IV - identificação, qualificação e endereços do depositante e do depositário;
- V - identificação comercial do depositário;
- VI - cláusula à ordem;
- VII - endereço completo do local do armazenamento;
- VIII - descrição e especificação do produto;
- IX - peso bruto e líquido;
- X - forma de acondicionamento;
- XI - número de volumes, quando cabível;
- XII - valor dos serviços de armazenagem, conservação e expedição, a periodicidade de sua cobrança e a indicação do responsável pelo seu pagamento;
- XIII - identificação do segurador do produto e do valor do seguro;
- XIV - qualificação da garantia oferecida pelo depositário, quando for o caso;
- XV - data do recebimento do produto e prazo do depósito;
- XVI - data de emissão do título;
- XVII - identificação, qualificação e assinatura dos representantes legais do depositário;
- XVIII - identificação precisa dos direitos que conferem.

Parágrafo único. O depositante e o depositário poderão acordar que a responsabilidade pelo pagamento do valor dos serviços a que se refere o inciso XII do caput deste artigo será do endossatário do CDA.

Seção I

I Da Emissão, do Registro e da Circulação dos Títulos

Subseção I

Da Emissão

Art. 6º A solicitação de emissão do CDA e do WA será feita pelo depositante ao depositário.

§ 1º Na solicitação, o depositante:

- I - declarará, sob as penas da lei, que o produto é de sua propriedade e está livre e desembaraçado de quaisquer ônus;
- II - outorgará, em caráter irrevogável, poderes ao depositário para transferir a propriedade do produto ao endossatário do CDA.

§ 2º Os documentos mencionados no § 1º deste artigo serão arquivados pelo depositário junto com as segundas vias do CDA e do WA.

§ 3º Emitidos o CDA e o WA, fica dispensada a entrega de recibo de depósito.

Art. 7º É facultada a formalização do contrato de depósito, nos termos do [art. 3º da Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000](#), quando forem emitidos o CDA e o WA.

Art. 8º O CDA e o WA serão emitidos em, no mínimo, 2 (duas) vias, com as seguintes destinações:

- I - primeiras vias, ao depositante;
- II - segundas vias, ao depositário, nas quais constarão os recibos de entrega dos

originais ao depositante.

Parágrafo único. Os títulos terão numeração sequencial, idêntica em ambos os documentos, em série única, vedada a subsérie.

Art. 9º O depositário que emitir o CDA e o WA é responsável, civil e criminalmente, inclusive perante terceiros, pelas irregularidades e inexactidões neles lançadas.

Art. 10. O depositante tem o direito de pedir ao depositário a divisão do produto em tantos lotes quantos lhe convenha e solicitar a emissão do CDA e do WA correspondentes a cada um dos lotes.

Art. 11. O depositário assume a obrigação de guardar, conservar, manter a qualidade e a quantidade do produto recebido em depósito e de entregá-lo ao credor na quantidade e qualidade consignadas no CDA e no WA.

Art. 12. Emitidos o CDA e o WA, o produto a que se referem não poderá sofrer embargo, penhora, seqüestro ou qualquer outro embaraço que prejudique a sua livre e plena disposição.

Art. 13. O prazo do depósito a ser consignado no CDA e no WA será de até 1 (um) ano, contado da data de sua emissão, podendo ser prorrogado pelo depositário a pedido do credor, os quais, na oportunidade, ajustarão, se for necessário, as condições de depósito do produto.

Parágrafo único. As prorrogações serão anotadas nas segundas vias em poder do depositário e nos registros de sistema de registro e de liquidação financeira.

Art. 14. Incorre na pena prevista no [art. 178 do Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940](#) - Código Penal aquele que emitir o CDA e o WA em desacordo com as disposições desta Lei.

Subseção II Do Registro

Art. 15. É obrigatório o registro do CDA e do WA em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil, no prazo de até 10 (dez) dias, contado da data de emissão dos títulos, no qual constará o respectivo número de controle do título, de que trata o inciso II do art. 5º desta Lei.

§ 1º O registro de CDA e WA em sistema de registro e de liquidação financeira será precedido da entrega dos títulos à custódia de instituição legalmente autorizada para esse fim, mediante endosso-mandato.

§ 2º A instituição custodiante é responsável por efetuar o endosso do CDA e do WA ao respectivo credor, quando da retirada dos títulos do sistema de registro e de liquidação financeira.

§ 3º Vencido o prazo de 10 (dez) dias sem o cumprimento da providência a que se refere o caput deste artigo, deverá o depositante solicitar ao depositário o cancelamento dos títulos e sua substituição por novos ou por recibo de depósito, em seu nome.

Subseção III Da Circulação

Art. 16. O CDA e o WA serão negociados nos mercados de bolsa e de balcão como ativos financeiros.

Art. 17. Quando da 1ª (primeira) negociação do WA separado do CDA, a entidade

registradora consignará em seus registros o valor da negociação do WA, a taxa de juros e a data de vencimento ou, ainda, o valor a ser pago no vencimento ou o indicador que será utilizado para o cálculo do valor da dívida.

Parágrafo único. Os registros dos negócios realizados com o CDA e com o WA, unidos ou separados, serão atualizados eletronicamente pela entidade registradora autorizada.

Art. 18. As negociações do CDA e do WA são isentas do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários.

Art. 19. Os negócios ocorridos durante o período em que o CDA e o WA estiverem registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil não serão transcritos no verso dos títulos.

Art. 20. A entidade registradora é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos no período em que os títulos estiverem registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil.

Seção III Da Retirada do Produto

Art. 21. Para a retirada do produto, o credor do CDA providenciará a baixa do registro eletrônico do CDA e requererá à instituição custodiante o endosso na cártula e a sua entrega.

§ 1º A baixa do registro eletrônico ocorrerá somente se:

I - o CDA e o WA estiverem em nome do mesmo credor; ou

II - o credor do CDA consignar, em dinheiro, na instituição custodiante, o valor do principal e dos juros devidos até a data do vencimento do WA.

§ 2º A consignação do valor da dívida do WA, na forma do inciso II do § 1º deste artigo, equivale ao real e efetivo pagamento da dívida, devendo a quantia consignada ser entregue ao credor do WA pela instituição custodiante.

§ 3º Na hipótese do inciso I do § 1º deste artigo, a instituição custodiante entregará ao credor, junto com a cártula do CDA, a cártula do WA.

§ 4º Na hipótese do inciso II do § 1º deste artigo, a instituição custodiante entregará, junto com a cártula do CDA, documento comprobatório do depósito consignado.

§ 5º Com a entrega do CDA ao depositário, juntamente com o respectivo WA ou com o documento a que se refere o § 4º deste artigo, o endossatário adquire a propriedade do produto nele descrito, extinguindo-se o mandato a que se refere o inciso II do § 1º do art. 6º desta Lei.

§ 6º São condições para a transferência da propriedade ou retirada do produto:

I - o pagamento dos serviços de armazenagem, conservação e expedição, na forma do inciso XII e do parágrafo único do art. 5º desta Lei;

II - o cumprimento das obrigações tributárias, principais e acessórias, relativas à operação.

Seção IV Do Seguro

Art. 22. Para emissão de CDA e WA, o seguro obrigatório de que trata o [art. 6º, § 6º, da Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000](#), deverá ter cobertura contra incêndio, raio, explosão de qualquer natureza, danos elétricos, vendaval, alagamento, inundação, furacão, ciclone, tornado, granizo, quedas de aeronaves ou quaisquer outros engenhos aéreos ou espaciais, impacto de veículos terrestres, fumaça e quaisquer intempéries que destruam ou deteriore o produto vinculado àqueles títulos.

Parágrafo único. No caso de armazéns públicos, o seguro obrigatório de que trata o caput deste artigo também conterá cláusula contra roubo e furto.

CAPÍTULO II DO CDCA, DA LCA E DO CRA

Seção I Disposições Iniciais

Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito:

I - Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA;

II - Letra de Crédito do Agronegócio - LCA;

III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA.

Parágrafo único. Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Seção II Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

Art. 24. O Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

Parágrafo único. O CDCA é de emissão exclusiva de cooperativas de produtores rurais e de outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária.

Art. 25. O CDCA terá os seguintes requisitos, lançados em seu contexto:

I - o nome do emitente e a assinatura de seus representantes legais;

II - o número de ordem, local e data da emissão;

III - a denominação "Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio";

IV - o valor nominal;

V - a identificação dos direitos creditórios a ele vinculados e seus respectivos valores, ressalvado o disposto no art. 30 desta Lei;

VI - data de vencimento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas;

VII - taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização;

VIII - o nome da instituição responsável pela custódia dos direitos creditórios a ele vinculados;

IX - o nome do titular;

X - cláusula "à ordem", ressalvado o disposto no inciso II do art. 35 desta Lei.

§ 1º Os direitos creditórios vinculados ao CDCA serão:

I - registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil;

II - custodiados em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviço de custódia de valores mobiliários.

§ 2º Caberá à instituição custodiante a que se refere o § 1º deste artigo:

I - manter sob sua guarda documentação que evidencie a regular constituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA;

II - realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios custodiados,

devendo, para tanto, estar munida de poderes suficientes para efetuar sua cobrança e recebimento, por conta e ordem do emitente do CDCA;

III - prestar quaisquer outros serviços contratados pelo emitente do CDCA.

§ 3º Será admitida a emissão de CDCA em série, em que os CDCA serão vinculados a um mesmo conjunto de direitos creditórios, devendo ter igual valor nominal e conferir a seus titulares os mesmos direitos.

Seção III

Letra de Crédito do Agronegócio

Art. 26. A Letra de Crédito do Agronegócio – LCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

Parágrafo único. A LCA é de emissão exclusiva de instituições financeiras públicas ou privadas.

Art. 27. A LCA terá os seguintes requisitos, lançados em seu contexto:

I - o nome da instituição emitente e a assinatura de seus representantes legais;

II - o número de ordem, o local e a data de emissão;

III - a denominação "Letra de Crédito do Agronegócio";

IV - o valor nominal;

V - a identificação dos direitos creditórios a ela vinculados e seus respectivos valores, ressalvado o disposto no art. 30 desta Lei;

VI - taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização;

VII - data de vencimento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas;

VIII - o nome do titular;

IX - cláusula "à ordem", ressalvado o disposto no inciso II do art. 35 desta Lei.

Parágrafo único. Os direitos creditórios vinculados à LCA:

I - deverão ser registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil;

II - poderão ser mantidos em custódia, aplicando-se, neste caso, o disposto no inciso II do § 1º e no § 2º do art. 25 desta Lei.

Seção IV

Disposições Comuns ao CDCA e à LCA

Art. 28. O valor do CDCA e da LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados.

Art. 29. Os emitentes de CDCA e de LCA respondem pela origem e autenticidade dos direitos creditórios a eles vinculados.

Art. 30. A identificação dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA poderá ser feita em documento à parte, do qual conste a assinatura dos representantes legais do emitente, fazendo-se menção a essa circunstância no certificado ou nos registros da instituição responsável pela manutenção dos sistemas de escrituração.

Parágrafo único. A identificação dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA poderá ser feita pelos correspondentes números de registro no sistema a que se refere o inciso I do § 1º do art. 25 desta Lei.

Art. 31. O CDCA e a LCA poderão conter outras cláusulas, que constarão de documento à parte, com a assinatura dos representantes legais do emitente, fazendo-se

menção a essa circunstância em seu contexto.

Art. 32. O CDCA e a LCA conferem direito de penhor sobre os direitos creditórios a eles vinculados, independentemente de convenção, não se aplicando o disposto nos [arts. 1.452, caput, e 1.453 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002](#) – Código Civil.

§ 1º A substituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA, mediante acordo entre o emitente e o titular, importará na extinção do penhor sobre os direitos substituídos, constituindo-se automaticamente novo penhor sobre os direitos creditórios dados em substituição.

§ 2º Na hipótese de emissão de CDCA em série, o direito de penhor a que se refere o caput deste artigo incidirá sobre fração ideal do conjunto de direitos creditórios vinculados, proporcionalmente ao crédito do titular dos CDCA da mesma série.

Art. 33. Além do penhor constituído na forma do art. 32 desta Lei, o CDCA e a LCA poderão contar com garantias adicionais, reais ou fidejussórias, livremente negociadas entre as partes.

Parágrafo único. A descrição das garantias reais poderá ser feita em documento à parte, assinado pelos representantes legais do emitente, fazendo-se menção a essa circunstância no contexto dos títulos.

Art. 34. Os direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA não serão penhorados, seqüestrados ou arrestados em decorrência de outras dívidas do emitente desses títulos, a quem caberá informar ao juízo, que tenha determinado tal medida, a respeito da vinculação de tais direitos aos respectivos títulos, sob pena de responder pelos prejuízos resultantes de sua omissão.

Art. 35. O CDCA e a LCA poderão ser emitidos sob a forma escritural, hipótese em que:

I - tais títulos serão registrados em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil;

II - a transferência de sua titularidade operar-se-á pelos registros dos negócios efetuados na forma do inciso I do caput deste artigo.

Parágrafo único. A entidade registradora é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos com os títulos registrados no sistema.

Seção V

Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio

Subseção I

Do Certificado de Recebíveis do Agronegócio

Art. 36. O Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

Parágrafo único. O CRA é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, nos termos do parágrafo único do art. 23 desta Lei.

Art. 37. O CRA terá os seguintes requisitos, lançados em seu contexto:

I - nome da companhia emitente;

II - número de ordem, local e data de emissão;

III - denominação "Certificado de Recebíveis do Agronegócio";

IV - nome do titular;

V - valor nominal;

VI - data de vencimento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas;

VII - taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização;

VIII - identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem.

§ 1º O CRA adotará a forma escritural, observado o disposto no art. 35 desta Lei.

§ 2º O CRA poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Direitos Creditórios, garantia flutuante, que assegurará ao seu titular privilégio geral sobre o ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo.

Subseção II

Das Companhias Securitizadoras de Direitos Creditórios do Agronegócio e do Regime Fiduciário

Art. 38. As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações e terão por finalidade a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de Certificados de Recebíveis do Agronegócio no mercado financeiro e de capitais.

Art. 39. As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos [arts. 9º a 16 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997](#).

Subseção III

Da Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio

Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

I - identificação do devedor;

II - valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado;

III - identificação dos títulos emitidos;

IV - indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas.

Seção VI

Disposições Comuns ao CDCA, à LCA e ao CRA

Art. 41. É facultada a cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, em favor dos adquirentes do CDCA, da LCA e do CRA, nos termos do disposto nos [arts. 18 a 20 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997](#).

Art. 42. O CDCA, a LCA e o CRA poderão conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados.

Art. 43. O CDCA, a LCA e o CRA poderão ser distribuídos publicamente e negociados em Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão organizados autorizados a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Na hipótese do caput deste artigo, será observado o disposto na [Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976](#).

Art. 44. Aplicam-se ao CDCA, à LCA e ao CRA, no que forem cabíveis, as normas de direito cambial, com as seguintes modificações:

I - os endossos devem ser completos;

II - é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas.

CAPÍTULO III DISPOSIÇÕES TRANSITÓRIAS E FINAIS

Art. 45. Fica autorizada a emissão do CDA e do WA, pelo prazo de 2 (dois) anos, por armazéns que não detenham a certificação prevista no [art. 2º da Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000](#), mas que atendam a requisitos mínimos a serem definidos pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

Art. 46. Para os produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei, fica vedada a emissão do Conhecimento de Depósito e do Warrant previstos no [Decreto nº 1.102, de 21 de novembro de 1903](#), observado o disposto no art. 55, II, desta Lei.

Art. 47. O caput do art. 82 da Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971, passa a vigorar com a seguinte redação:

["Art. 82.](#) A cooperativa que se dedicar a vendas em comum poderá registrar-se como armazém geral, podendo também desenvolver as atividades previstas na Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000, e nessa condição expedir Conhecimento de Depósito, Warrant, Certificado de Depósito Agropecuário - CDA e Warrant Agropecuário - WA para os produtos de seus associados conservados em seus armazéns, próprios ou arrendados, sem prejuízo da emissão de outros títulos decorrentes de suas atividades normais, aplicando-se, no que couber, a legislação específica.

....." (NR)

Art. 48. O art. 6º da Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000, passa a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 6º

[§ 3º](#) O depositário e o depositante poderão definir, de comum acordo, a constituição de garantias, as quais deverão estar registradas no contrato de depósito ou no Certificado de Depósito Agropecuário - CDA.

[§ 7º](#) O disposto no § 3º deste artigo não se aplica à relação entre cooperativa e seus associados de que trata o art. 83 da Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971." (NR)

Art. 49. Cabe ao Conselho Monetário Nacional expedir as instruções que se fizerem necessárias à execução das disposições desta Lei referentes ao CDA, ao WA, ao CDCA, à LCA e ao CRA.

Art. 50. O art. 2º da Lei nº 8.427, de 27 de maio de 1992, passa a vigorar com as seguintes alterações:

"Art. 2º

§ 1º

[II-](#) no máximo, a diferença entre o preço de exercício em contratos de opções de venda de produtos agropecuários lançados pelo Poder Executivo ou pelo setor privado e o valor de mercado desses produtos.

.....
§ 3º A subvenção a que se refere este artigo será concedida mediante a observância das condições, critérios, limites e normas estabelecidas no âmbito do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, de acordo com as disponibilidades orçamentárias e financeiras existentes para a finalidade." (NR)

Art. 51. O art. 19 da Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, passa a vigorar acrescido dos seguintes §§ 3º e 4º:

"Art. 19.

.....
§ 3º A CPR registrada em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil terá as seguintes características:

I - será cartular antes do seu registro e após a sua baixa e escritural ou eletrônica enquanto permanecer registrada em sistema de registro e de liquidação financeira;

II - os negócios ocorridos durante o período em que a CPR estiver registrada em sistema de registro e de liquidação financeira não serão transcritos no verso dos títulos;

III - a entidade registradora é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos no período em que os títulos estiverem registrados.

§ 4º Na hipótese de contar com garantia de instituição financeira ou seguradora, a CPR poderá ser emitida em favor do garantidor, devendo o emitente entregá-la a este, por meio de endosso-mandato com poderes para negociá-la, custodiá-la, registrá-la em sistema de registro e liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil e endossá-la ao credor informado pelo sistema de registro." (NR)

Art. 52. É devida pelos fundos de investimento regulados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, independentemente dos ativos que componham sua carteira, a Taxa de Fiscalização instituída pela [Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989](#), segundo os valores constantes dos Anexos I e II desta Lei.

§ 1º Na hipótese do caput deste artigo:

I - a Taxa de Fiscalização será apurada e paga trimestralmente, com base na média diária do patrimônio líquido referente ao trimestre imediatamente anterior;

II - a Taxa de Fiscalização será recolhida até o último dia útil do 1º (primeiro) decêndio dos meses de janeiro, abril, julho e outubro de cada ano, observado o disposto no inciso I deste parágrafo.

§ 2º Os fundos de investimento que, com base na regulamentação aplicável vigente, não apurem o valor médio diário de seu patrimônio líquido, recolherão a taxa de que trata o caput deste artigo com base no patrimônio líquido apurado no último dia do trimestre imediatamente anterior ao do pagamento.

Art. 53. Os arts. 22, parágrafo único, e 38 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, passam a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 22.

Parágrafo único. A alienação fiduciária poderá ser contratada por pessoa física ou jurídica, não sendo privativa das entidades que operam no SFI, podendo ter como objeto bens enfitêuticos, hipótese em que será exigível o pagamento do laudêmio, se houver a consolidação do domínio útil no fiduciário." (NR)

"Art. 38. Os atos e contratos referidos nesta Lei ou resultantes da sua aplicação, mesmo aqueles que visem à constituição, transferência, modificação ou renúncia de direitos reais sobre imóveis, poderão ser celebrados por escritura pública ou por instrumento particular com efeitos de escritura pública." (NR)

Art. 54. Revoga-se o [art. 4º da Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000](#).

Art. 55. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos:
I - quanto ao art. 52 e aos Anexos I e II, a partir de 3 de janeiro de 2005;
II – quanto ao art. 46, a partir de 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias após a data de publicação desta Lei.

Brasília, 30 de dezembro de 2004;
183º da Independência e 116º da República.

LUIZ INÁCIO LULA DA SILVA
Bernard Appy
Roberto Rodrigues

ANEXO I - Valor da Taxa de Fiscalização devida pelos Fundos de Investimento Em Reais.

ANEXO II - Valor da Taxa de Fiscalização devida pelos Fundos de Investimento em Quotas de Fundos de Investimento Em Reais

Copyright © 2003 - Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento - Coordenação de Informática
Dúvidas e sugestões devem ser encaminhadas para o e-mail: sislegis@agricultura.gov.br