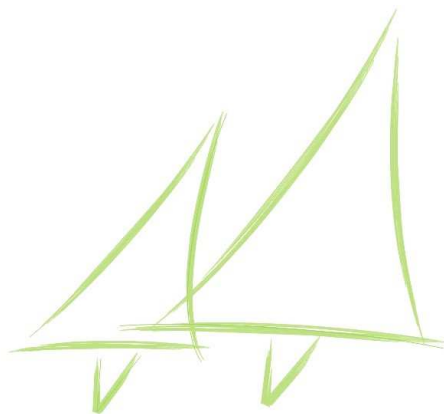


# V ENCONTRO DE PESQUISADORES LATINO-AMERICANOS DE COOPERATIVISMO

V ENCUESTRO DE INVESTIGADORES LATINOAMERICANOS DE COOPERATIVISMO

MOVIMENTO COOPERATIVO, TRANSNACIONALIZAÇÃO  
E IDENTIDADE COOPERATIVA NA AMÉRICA LATINA  
MOVIMIENTO COOPERATIVO, TRANSNACIONALIZACIÓN E IDENTIDAD COOPERATIVA EN AMÉRICA LATINA

COMITÊ DE PESQUISA DA ALIANÇA COOPERATIVA INTERNACIONAL



## 075 - NOVOS TÍTULOS DE FINANCIAMENTO PARA A AGROPECUÁRIA: A ANÁLISE DA EMISSÃO INTERNACIONAL DE CDCA POR COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS

Legislação, jurisprudência e aspectos contábeis

*Juliana Vilela Prado de Souza*  
[jupradosouza@yahoo.com.br](mailto:jupradosouza@yahoo.com.br)

*Sigismundo Bialoskorski Neto*  
[sigbial@fearp.usp.br](mailto:sigbial@fearp.usp.br)

FEARP-USP

### Resumo

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. 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 de emissão desse título no mercado financeiro internacional. Para se chegar ao objetivo, o estudo se baseou nas operações já realizadas com os títulos e a estrutura de capital de cooperativas agropecuárias. As empresas que emitiram o CDCA no mercado financeiro 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. 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 Chaves:** cooperativas, financiamento

## **Abstract**

ACRC - Agribusiness Credit Rights Certificate and other four financing titles were institutionalized on December 31, 2004, by the federal government. 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. 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. ACRC would be 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: cooperatives, financing*

## **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).

Com a redução da participação do governo nas políticas de financiamento houve uma aproximação entre os produtores e agentes econômicos “não agrários” no final da década de 80, 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<sup>1</sup> 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

---

<sup>1</sup> Kupfer et al (2002) definem assimetria de informação como as diferenças entre as informações detidas por duas ou mais partes envolvidas em uma transação.

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.

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 são 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
- Indicar quais as funções do CDCA e porque ele pode ser importante para o financiamento agrícola

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.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 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 Lazzarini e Chaddad (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.

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:

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

Em que “Re” é a taxa de juros nominal ao emprestador, “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 emprestador (Re) e aquela cobrada do tomador de empréstimo (Rt), que podem ser representadas na seguinte equação:

$$Rt = Re + I + Ta + Tp \quad (2)$$

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: Os custos de seleção (CSP), 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.

Segundo Lazzarini e Chaddad (2003), as negociações necessárias para a efetivação de contratos de crédito são custosas porque existe assimetria de informação entre tomadores e emprestadores. Os produtores rurais apresentam informações privilegiadas a respeito de sua capacidade de pagamento e o emprestador 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 emprestadores 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 emprestador.

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 prestador 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 (LAZZARINI e CHADDAD, 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 prestador 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.

## *2.2 O enfoque operacional dos custos de transação no mercado de crédito*

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.

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.

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. 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. Quando os custos de transação são reduzidos o custo despendido pelo tomador de empréstimo diminui.

### **3 OS NOVOS TÍTULOS DE FINANCIAMENTO E O CDCA – CERTIFICADO DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO**

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:

CDAWA – 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.

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 forma de emissão e negociação do CDCA pode ser descrita da seguinte maneira. Inicialmente 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 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.

Tabela 1 - 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: Souza (2007)

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. Como outros títulos do mercado financeiro, o CDCA pode ser negociado entre vários agentes no mercado secundário de bolsa ou de balcão.

Por último a cooperativa, ou empresa emitente 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 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.

#### 4 ANÁLISES DOS CUSTOS DE OPERAÇÃO NAS OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO REALIZADAS POR MEIO DO CDCA NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

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. Na figura 1, 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. 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.

Na transação 3, representada na figura 1, 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.

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 e 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.

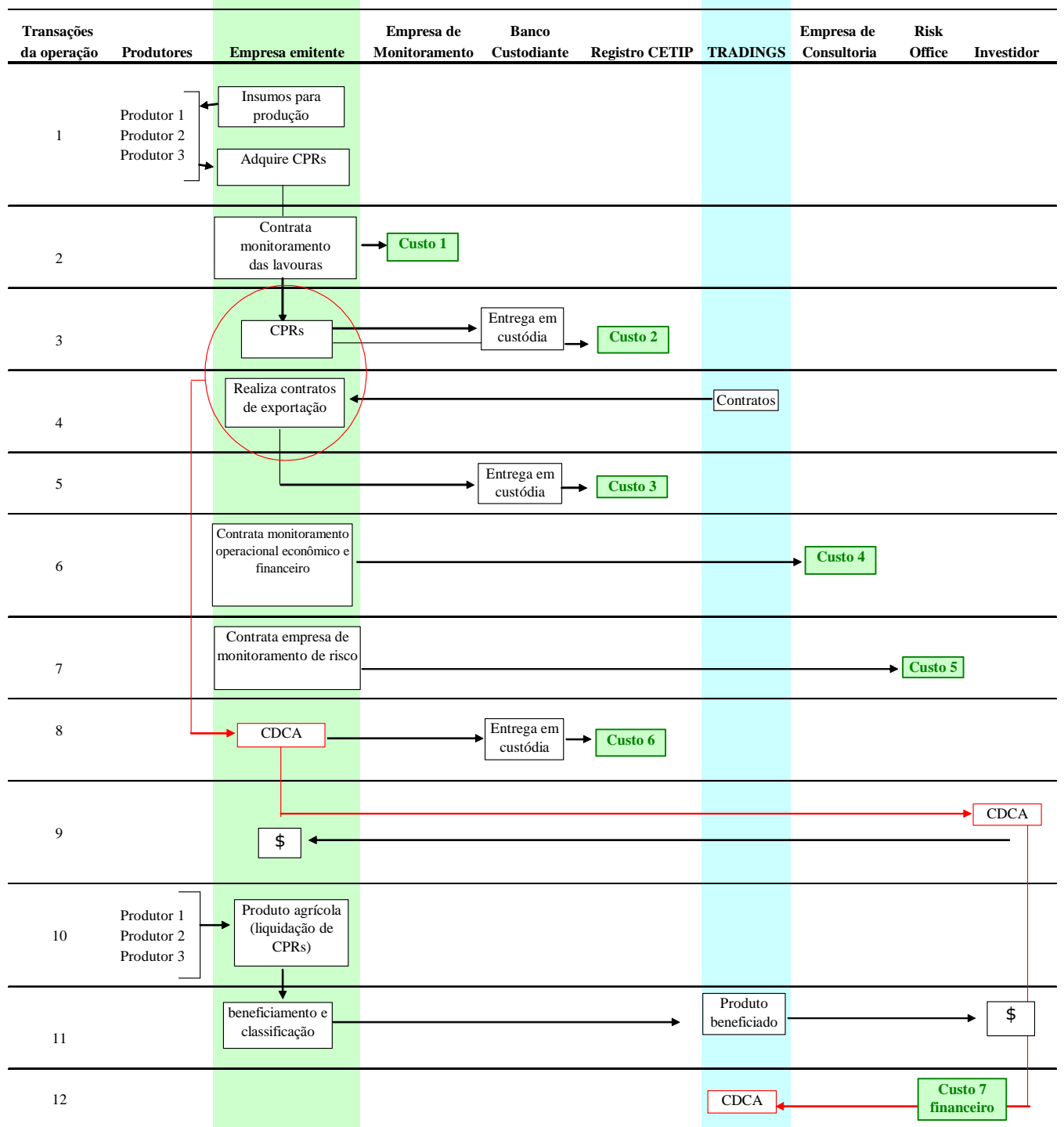


Figura 1 - Modelo de emissão do CDCA com participação de investidores estrangeiros.

Fonte: Souza (2007)

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 1, tiveram como objetivo alavancar recursos para substituir dívidas de curto prazo por uma dívida mais barata de longo prazo.

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.

Portanto, na estrutura apresentada, 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.

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 tabela 2 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*, 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, e elabora os contratos. por meio da *Legal Opinion*<sup>2</sup>. 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.

Tabela 2 - Custos de operação para emissão do CDCA – operação com participação de investidores estrangeiros (valores em R\$)

<b>Custos de operação</b>	Valor único	Custo mensal
<b>Custos de registro na CETIP</b>		
Registro de CPRs	14,00	
Registro do CDCA	0,004%	
Registro do contrato de compra e venda	25,00	
<b>Contratação de serviço de terceiros</b>		
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	
<b>Custos dos impostos incidentes</b>		
IOF	isento	
IR	isento	
CPMF	0,38%	
<b>Custos financeiros</b>		
Taxa de juros a ser paga pelo empréstimo	11%	

Fonte: Souza (2007)

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

<sup>2</sup> *Legal Opinion* é um termo técnico que representa Parecer Jurídico.

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, isentos de IR.

Por meio de simulações de emissão do CDCA foi possível estimar alguns custos de operação de acordo com o valor de emissão do CDCA. Em uma situação em que o valor do título descontado da taxa de juros<sup>3</sup> é de US\$ 5 milhões e prazo de um ano, 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 descontado<sup>4</sup>.

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*<sup>5</sup>, 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.

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%.

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 6 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

---

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 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.

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 descontado<sup>6</sup> 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 2 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 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 segunda curva da figura 2 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.

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, 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.

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

---

<sup>6</sup> Ao longo do texto será utilizada também a denominação “valor de emissão” para o valor de face do título descontado da taxa de juros.

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%.

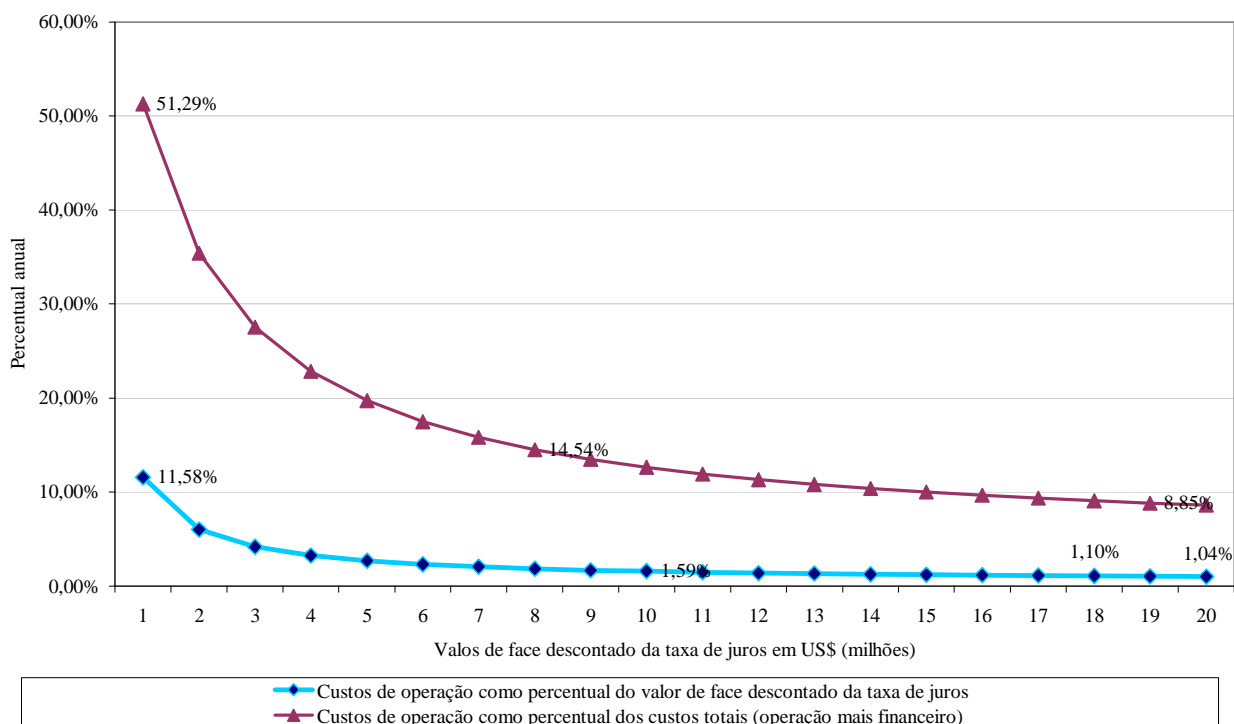


Figura 2 - Custos de operação como percentual do valor de face do título, descontado da taxa de juros, e custo de operação como percentual dos custos totais, em operações de um ano, realizadas no mercado financeiro internacional.

Fonte: Souza (2007)

A figura 3 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.

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.

Na figura 3 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 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.

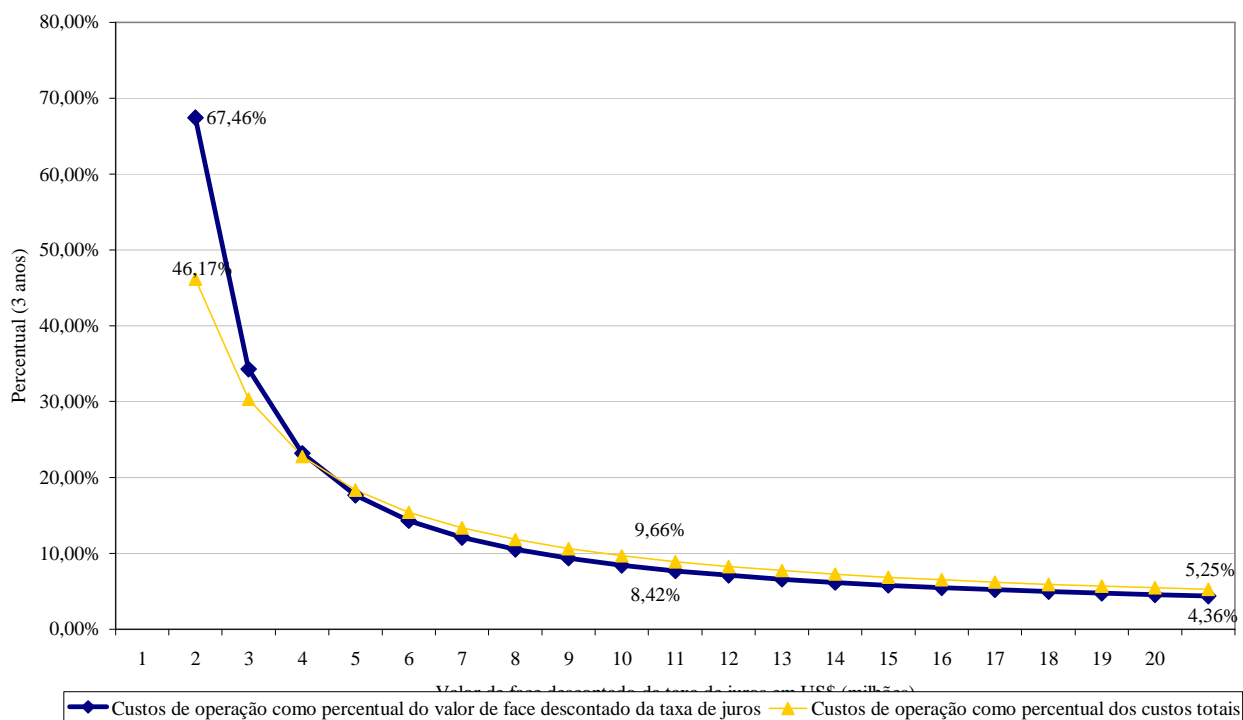


Figura 3 - Razão entre os custos de operação e o valor de face do título descontado da taxa de juros e razão entre custos de operação e custos totais para operações de três anos no mercado financeiro internacional

Fonte: Souza (2007)

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 3, 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 3, 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.

Pode-se mostrar 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 rateados 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.

Essa razão diminui à medida que o valor do título aumenta. 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.

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.

## 5 ANÁLISES DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO INCORRIDOS 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 3 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.

Tabela 3 - 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: Souza (2007)

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.

Como mostra a tabela 3, 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.

Os custos de monitoramento e controle, indicados na tabela 3, 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 mercado 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.

Os custos de contratação de consultoria jurídica e de avaliação de risco, apresentados na seção anterior e classificados como custos de operação, podem ser também considerados como custos de transação. Esses custos são

necessários para a redução da assimetria de informação entre as partes e, portanto, podem ser assim classificados.

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 3.

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 3, sejam relativamente baixos.

## 6. 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 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.

As operações analisadas, 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.

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.

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. 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 no mercado financeiro internacional, sabe-se que, apesar de ser relativamente alto para as cooperativas esse ainda poderia servir como complemento para captação de recursos nessa organização.

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.

#### **BIBLIOGRAFIA**

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.

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.

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

BM&F – Bolsa Brasileira de Mercadorias e Futuros. Disponível em: <[www.bbmnet.com.br](http://www.bbmnet.com.br)> Acesso em 20 de maio de 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](http://www.cetip.com.br)>. Acesso em 10 de outubro de 2006.

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.

MARINO, M. K. ; ZYLBERSZTAJN, D; ALMEIDA, L.F.. 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.

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.

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.

SOUZA, J. V. P. Novas estratégias de financiamento do agronegócio: uma análise sobre a viabilidade de emissão do CDCA pelas cooperativas. 2007. 168 p. Dissertação (Mestrado em Economia. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – FEARP, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

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.

