

Ralph Melles Sticca

**SISTEMA PRIVADO DE FINANCIAMENTO E CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA
DESENVOLVIMENTO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO E SUAS CADEIAS
PRODUTIVAS: UMA ANÁLISE DOS ASPECTOS CONTÁBEIS E TRIBUTÁRIOS**

**Ribeirão Preto
DEZEMBRO/2009**

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO – USP
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS DE
RIBEIRÃO PRETO – FEARP
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

SISTEMA PRIVADO DE FINANCIAMENTO E CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA
DESENVOLVIMENTO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO E SUAS CADEIAS
PRODUTIVAS: UMA ANÁLISE DOS ASPECTOS CONTÁBEIS E TRIBUTÁRIOS

Monografia apresentada como exigência parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis de Ribeirão Preto – Universidade de São Paulo (FEARP/USP)

Orientador: Prof. Dr. Amaury José Rezende

Ribeirão Preto

2009

Autor do Trabalho: **Ralph Melles Sticca**

Título do Trabalho: SISTEMA PRIVADO DE FINANCIAMENTO E CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA DESENVOLVIMENTO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO E SUAS CADEIAS PRODUTIVAS: UMA ANÁLISE DOS ASPECTOS CONTÁBEIS E TRIBUTÁRIOS

Monografia apresentada como exigência parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis de Ribeirão Preto – Universidade de São Paulo (FEARP/USP)

Aprovada em: 26 de Novembro de 2009.

Nota: _____

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Amaury José Rezende

Prof. Dr. José Dutra de Oliveira Neto

Prof. Dr. Maurício Ribeiro do Vale

SUMÁRIO

RESUMO.....	6
1. INTRODUÇÃO	8
1.1. Contexto	8
1.2. Questão de Pesquisa.....	9
1.3. Objetivo Geral	10
1.4. Objetivos Específicos.....	10
1.5. Contribuições da Pesquisa	11
1.6. Estrutura do Trabalho	12
2. METODOLOGIA	13
3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	16
3.1. Sistema Financeiro Nacional.....	16
3.2. Instrumentos Financeiros Disponíveis no Mercado	17
3.3. Mercado de Crédito.....	22
3.4. Aspectos Tributários relativos aos Instrumentos preexistentes	25
3.4.1. Operações de Renda Fixa	26
3.4.2. Operações de Renda Variável	28
3.4.3. Tratamento Fiscal das Pessoas Físicas e Jurídicas	30
4. INSTRUMENTOS FINANCEIROS VOLTADOS AO AGRONEGÓCIO	32
4.1. Conceito.....	32
4.2. Aspectos Tributários	34
4.2.1. Incidência do ICMS na negociação de CDA e WA	34
4.2.2. Apuração do IRPJ e CSLL sobre os ganhos auferidos	37
4.2.3. Incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS.....	38
4.2.4. Contribuição para o INSS na liquidação do Título.....	38
4.2.5. IOF.....	39
4.2.6. IRPF.....	39
4.3. Aspectos Contábeis.....	40
5. OPERAÇÕES ENVOLVENDO CRA – COMPANHIAS SECURITIZADORAS	42
5.1. Conceito.....	42
5.2. Aspectos Contábeis.....	43
5.2.1. Lastro	43
5.2.2. Regime Fiduciário	44
5.2.3. Regulamentação do Mercado	46
5.3. Aspectos Tributários	47
5.3.1. Apuração do IRPJ e da CSLL.....	47
5.3.2. Incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS.....	49
5.4. Quadro Comparativo: CRA x Certificados de Recebíveis preexistentes.....	50
6. CASOS ESTUDADOS.....	53

6.1. Introdução.....	53
6.2. CASO 1: Setor Sucroalcooleiro	53
6.2.1. Descrição da Operação	55
6.2.2. Simulações.....	59
6.2.3. Aspectos Operacionais: vantagens e desvantagens	75
6.2.4. Utilização pelas Companhias Abertas	76
6.3. CASO 2: Setor Pecuário de Corte.....	84
6.3.1. Descrição da Operação	84
6.3.2. Simulações.....	86
6.3.3. Aspectos Operacionais: vantagens e desvantagens	89
6.4. Resultados: Quadro Comparativo	90
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	93
8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	96

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo comparar as fontes tradicionais de financiamento do agronegócio, notoriamente vinculadas às instituições financeiras públicas ou de economia mista, com os novos instrumentos financeiros criados pela Lei nº. 11.076/04, detalhando sua regulamentação e aplicabilidade, bem como as possibilidades de estruturação de operações de financiamento (*project finance*) para captação de recursos para fomento do setor que, atualmente, vivencia uma fase de amadurecimento e profissionalização. Utilizando técnicas de pesquisa bibliográfica e documental (legislação e normatização), o estudo analisa os instrumentos financeiros disponíveis no mercado, métodos de contabilização e evidenciação contábil a eles aplicáveis e seu enquadramento na legislação tributária em vigor na presente data. Na sequência, busca-se descrever de forma detalhada o desenho e funcionamento de duas operações estruturadas realizadas por empresas do setor sucroalcooleiro e pecuário, com os respectivos fluxos e implicações econômicas e financeiras, bem como as estruturas de capital de duas outras Companhias listadas na bolsa de valores da BM&F Bovespa. Constatou-se que as operações financeiras estruturadas envolvendo CPR, CPR-Financeira, CDA, WA, CDCA, LCA e CRA apresentam vantagens do ponto de vista tanto do tomador e do investidor, em razão do menor custo financeiro, graças ao vasto repertório de garantias possíveis, e da tributação incentivada dos rendimentos (isenções e reduções de alíquota de IRRF e IOF), mais ainda são pouco exploradas pelo mercado financeiro vinculado ao *agribusiness*. Somente a ampla divulgação, aliada ao regime jurídico bem definido no tocante à tributação específica e à exequibilidade dos novos títulos serão capazes de reduzir a dependência do setor produtivo e exportador brasileiro das fontes de financiamento público (Banco do Brasil e BNDES).

Palavras-chave: instrumentos financeiros; agronegócio brasileiro; regime contábil

ABSTRACT

This paper aims to compare the traditional sources of financing of agribusiness, notoriously linked to public financial institutions or controlled by the Government, with the new financial instruments created by Law No. 11.076/04, detailing its regulations and applicability, as well as the possibilities of project finance for raising resources for promoting this economic sector, which currently experiences maturity and professionalization phase. Using techniques of

bibliographical and documentary (legislation and regulation) research, the study examines the financial instruments available in the market, accounting methods and disclosure, as well as its applicability to tax legislation framework in force on this date. Moreover, aims to describe in detail two project financing operations carried out by companies in the ethanol and cattle sectors, with their flows and financial and economic implications, as well as capital structures of two other companies listed on the BM&F stock exchange (BOVESPA). It was noted that the structured financial transactions involving CPR, CPR-financial, CDA, WA CDCA, LCA and CRA have advantages from the point of view both of the debtor and investor, on grounds of smaller financial cost, thanks to the wide repertoire of possible guarantees and taxation encouraged incomes (exemptions and reductions of IRRF and IOF rates), even though are little exploited by agribusiness linked financial market. Only the broad dissemination, coupled with well-defined legal regime with regard to specific taxation and the enforceability of new titles will be able to reduce the dependence of the Brazilian productive and exporter sectors from public funding sources (Banco do Brasil and BNDES).

Key words: financial instruments; Brazilian agribusiness; accounting regime.

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contexto

O Brasil é um dos líderes mundiais na produção e exportação de produtos agropecuários. Além de ser o primeiro produtor e exportador de café, açúcar, álcool e suco de frutas, lidera o *ranking* das vendas externas de soja, carne bovina, carne de frango, tabaco, couro e calçados de couro, setores que empregam atualmente 17,7 milhões de trabalhadores somente no campo (MDIC, 2009). Somente em 2008, o agronegócio representou 26,46% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, crescimento de 6,95% em relação a 2007, tendo já alcançado a marca de 28,79% em 2003 (CEPEA, 2009).

As exportações no setor, no período de 2000 a 2005 cresceram 111,5%, atingindo R\$ 38,93 bilhões em 2004 (MDIC, 2009), sendo que em 2008 produtos do complexo soja, carnes (de frango e bovina), açúcar e álcool, papel e celulose e café estiveram entre os dez principais produtos exportados pelo país, totalizando US\$ 50.709 milhões ou 25,7% do volume exportado no período (CEPEA, 2009).

O crescimento expressivo de preços e volumes exportados pelo agronegócio brasileiro só não foi maior em virtude da crise financeira mundial desencadeada no final de 2008, devido ainda aos longos períodos de câmbio supervalorizado e à queda na oferta de crédito para o setor agrícola nos últimos anos. O volume de recursos liberados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ao setor diminuiu pela metade entre 1986 e 2004, passando de R\$ 81,4 bilhões para R\$ 40,4 bilhões, representando uma contração de 49,7%, segundo estudo feito pela instituição (BNDES, 2005). No primeiro semestre de 2009 o desembolso para a agropecuária representou apenas 5% do total (R\$ 3.723 milhões, segundo dados do BNDES, 2009).

Nesse contexto, a carga tributária brasileira representa grande barreira para o crescimento dos setores que compõem a economia brasileira, por exemplo, a carga tributária em 2008 atingiu 36,56% do PIB, crescimento de 1,02 ponto percentual em relação a 2007 (IBPT, 2009). A arrecadação de impostos em 2008 somou R\$ 1,056 trilhão, com crescimento nominal de R\$ 133 bilhões em relação a 2007 (14,43%), sendo R\$ 739,68 bilhões correspondentes aos tributos arrecadados pela União, R\$ 269,97 bilhões arrecadados pelos Estados e R\$ 46,84 bilhões pelos Municípios (IBPT, 2009).

A partir de 2004, com a criação de novos instrumentos financeiros de fomento à atividade agropecuária no Brasil pela Lei nº. 11.076, de 30 de Dezembro de 2004, o setor pode reduzir sua dependência em relação às fontes de financiamento público disponíveis no mercado financeiro, dentre as quais sempre se destacaram o crédito agrícola do Banco do Brasil e as linhas de expansão em infra-estrutura do próprio BNDES, ambos subsidiados pelo Governo Federal.

Não obstante, mencionados instrumentos ainda carecem de regulamentação específica no tocante à incidência de tributos no momento da emissão, negociação e liquidação, por se tratar de títulos vinculados à performance, ou seja, garantidos pelo cumprimento *a posteriori* da obrigação de entrega do produto objeto da emissão.

Por outro lado, ainda que se assemelhem a outros títulos e valores mobiliários amplamente utilizados pelo mercado e já objeto de evidenciação ostensiva pelas companhias abertas brasileiras em suas demonstrações financeiras dirigidas ao público investidor, nos termos da legislação societária brasileira (Lei nº. 6.404, de 15 de Setembro de 1976, com alterações recentes da Lei nº. 11.638, de 28 de Dezembro de 2007), do ponto de vista contábil, há uma série de peculiaridades no que se refere ao seu registro e controle, as quais também necessitarão de tratamento específico pela norma contábil brasileira.

1.2. Questão de Pesquisa

Diante desse cenário, tem-se buscado ampliar as alternativas de captação de recursos (capital privado) pelos diversos agentes participantes da cadeia produtiva do agronegócio brasileiro, de modo a alavancar a competitividade do setor. Com o advento das Leis nº. 8.929, de 22 de Agosto de 1994, e nº. 11.076/04, novos instrumentos financeiros e possibilidades de estruturação de operações foram instituídos, ações que estão sedimentando a participação das instituições financeiras e de investidores estrangeiros no agronegócio brasileiro, reduzindo o custo de capital em função de nova sistemática de avaliação de empresas e prestação de garantias impressa pelo mercado.

Diante da escassez de pesquisas e normatização específica que abordem as formas como estes novos instrumentos de financiamento e captação de recursos (internos e externos) estão ou deverão impactar as atividades de financiamento do agronegócio brasileiro, o presente trabalho buscará analisar *quais são as implicações contábeis, tributárias e operacionais para as empresas aderentes à emissão destes títulos, como forma alternativa de financiamento das suas próprias atividades?*

1.3. Objetivo Geral

Esta pesquisa tem como objetivo geral analisar as características destes novos mecanismos de financiamento, quais sejam, a Cédula de Produto Rural (CPR) e a Cédula de Produto Rural Financeira (CPR-F), criadas pela Lei nº. 8.929/94, o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), Warrant Agropecuário (WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), instituídos pela Lei nº. 11.076/04 e atualmente disponíveis aos *players* do agronegócio e quais são as suas implicações **contábeis**, **tributárias** e **operacionais**, comparando especificamente 3 destes títulos (CPR, CDCA e CRA) com mecanismos de financiamento equivalentes, através da análise de duas operações estruturadas recentemente, de modo a sugerir metodologias de registro e evidenciação dos desdobramentos financeiros ao longo de todas as etapas da operação – emissão, negociação e liquidação financeira e física.

1.4. Objetivos Específicos

De forma específica, busca-se:

- Do ponto de vista **CONTÁBIL**: analisar a estrutura normativa (aspectos legais) instituída para os referidos instrumentos financeiros; comparar mencionados títulos criados pela Lei nº. 11.076/04 com os mecanismos de financiamento disponíveis no mercado, sobretudo aqueles provenientes de fontes públicas e voltados ao financiamento das exportações; estruturar o fluxo econômico-financeiro e contábil durante o processo de emissão, comercialização e liquidação;
- Do ponto de vista **TRIBUTÁRIO**: analisar os impactos tributários inerentes ao ciclo de vida (emissão, comercialização e liquidação) destes títulos, principalmente no que tange à tributação dos rendimentos produzidos pelo Imposto de Renda e ao custo tributário na performance do título pelo tomador dos recursos;

- Do ponto de vista **OPERACIONAL**: simular os impactos teórico-práticos das referidas transações, através da descrição detalhada de dois casos práticos, discorrendo sobre vantagens, desvantagens, dificuldades e custos de transação agregados.

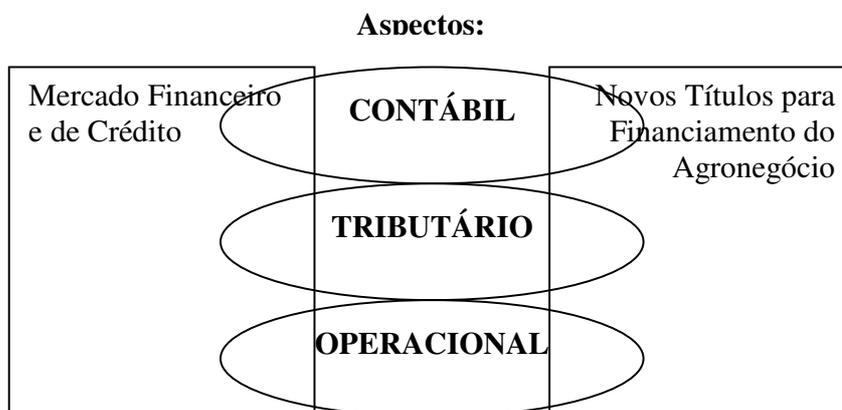


Figura 1. – Objetivos Específicos do Trabalho.

1.5. Contribuições da Pesquisa

A presente pesquisa traz à baila aspectos regulatórios ainda pouco explorados na literatura, haja vista o arcabouço teórico e normativo atualmente existente para os instrumentos financeiros que contemplam o mercado financeiro e de capitais, sobretudo os novos títulos de financiamento do agronegócio criados pela Lei nº. 11.076/04, cujos aspectos tributários e contábeis ainda não foram objetos de normatização e tratamento específico.

Assim, esta pesquisa busca oferecer uma compilação do regime tributário incidente, os aspectos contábeis inerentes à emissão, negociação e liquidação dos novos títulos do financiamento do agronegócio, resultando em melhor entendimento da dinâmica de sua utilização pelo mercado de crédito do agronegócio.

Pode-se afirmar que a bibliografia disponível relativa aos aspectos jurídicos, contábeis e tributários destes títulos, criados em 2004 pela Lei nº. 11.076, é ainda incipiente, fato este que demonstra a necessidade de ampliar a discussão e a compreensão das suas características, implicações e contribuições para as organizações e agentes participantes do setor produtivo e exportador brasileiro, de incomensurável importância e relevância no cenário econômico nacional e internacional.

1.6. Estrutura do Trabalho

O trabalho que será apresentado a seguir está estruturado da seguinte forma:

Capítulo 3: apresenta a compreensão do contexto econômico em que os títulos do agronegócio se inserem; detalha o Sistema Financeiro Nacional, seu funcionamento e componentes, principais instrumentos financeiros atualmente existentes e disponíveis no mercado brasileiro, bem como as operações do mercado de crédito às quais as Companhias brasileiras têm acesso para seu *funding*; apresenta os aspectos tributários inerentes aos instrumentos financeiros em geral, relacionados à incidência do Imposto de Renda sobre os rendimentos e do IOF sobre as operações de crédito e com títulos e valores mobiliários;

Capítulo 4: descreve a natureza jurídica dos novos títulos de financiamento do agronegócio e o respectivo regime jurídico, trazido pela Lei nº. 11.076/04; apresenta os aspectos tributários inerentes, relacionados à incidência de tributos na liquidação das operações, em decorrência da necessidade de performance das obrigações assumidas pelo tomador dos recursos;

Capítulo 5: detalha os regimes aplicáveis aos títulos do agronegócio de emissão exclusiva das Companhias Securitizadoras (CRA), tratando dos desdobramentos tributários e contábeis aplicáveis a estas modalidades de Companhias;

Capítulo 6: análise, descrição e discussão de operações reais envolvendo os novos títulos do agronegócio nos setores sucroalcooleiro e pecuário, tratando dos aspectos negociais aplicáveis, fornecendo quadros e tabelas elaborados a partir de simulações de contabilização, apuração de tributos e emissão de relatórios contábeis (Balanços Patrimoniais e Demonstrações de Resultado do Exercício);

Capítulo 7: apresentação das conclusões alcançadas pelo trabalho, bem como de eventuais sugestões e recomendações no sentido de ampliação da discussão ou aprofundamento do problema de pesquisa selecionado.

2. METODOLOGIA

O presente trabalho compreende a análise aprofundada e exaustiva de fontes secundárias relacionadas ao tema em discussão, sob o prisma do sistema normativo brasileiro, tais como Leis e Decretos relacionados à regulamentação do Mercado Financeiro e de Capitais, Instruções Normativas e Convênios de autarquias federais e estaduais relacionados à tributação de rendimentos oriundos de instrumentos financeiros e das receitas e ganhos na liquidação de operações que envolvem a venda de *commodities*.

Com a fundamentação teórica, buscou-se pesquisar e expor o real funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, através do detalhamento de cada mercado e de cada instrumento financeiro disponível, com suas características (prazos, natureza dos rendimentos, formalização) e usos (investimento, financiamento, aplicação), vantagens e desvantagens, de modo a formar o “sistema velho” de financiamento, já consolidado pelo mercado, a ser comparado com os Novos Instrumentos objetos de estudo.

Utilizando-se da normatização contábil no Brasil, notadamente a Lei das Sociedades por Ações e as orientações e pronunciamentos de entidades contábeis, buscou-se enquadrar os Novos Instrumentos nas categorias de títulos e valores mobiliários já existentes, para os quais as normas contábeis preveem tratamento específico, de modo a interpretá-los sob a ótica das Ciências Contábeis, tendo como finalidade contextualizar a evolução do sistema normativo do objeto pesquisado.

Pela análise da Lei nº. 11.076/04 foi possível delimitar o regime jurídico de cada instrumento estudado, discorrendo sobre sua natureza jurídica, formas de registro, requisitos de emissão e negociação, garantias e sistemática de liquidação, traçando seu tratamento tributário através da legislação tributária preexistente e aplicável a operações similares do ponto de vista do ambiente de negociação (bursátil, privado, mercado de balcão organizado ou não) e da natureza dos rendimentos (prefixados ou indexados).

Ademais, foi utilizado um método hipotético-dedutivo, que se caracteriza como uma abordagem descritiva das transações que envolvem operações estruturadas de financiamento, a partir da construção de conjecturas ou hipóteses que representam as operações efetivamente realizadas no setor agropecuário, de modo a testar as premissas e criticar a aplicabilidade dos resultados ao mundo dos fatos.

Neste contexto, para fins de aplicação prática dos aspectos contábeis, tributários e operacionais objetos do trabalho, foram selecionadas duas operações estruturadas de

financiamento do agronegócio para as quais foram utilizados três (CPR, CDCA e CRA) dos novos instrumentos do agronegócio criados pelas Leis nº. 8.929/94 e nº. 11.076/04, cujas características e finalidades foram suficientemente representativas daquelas verificadas em operações estruturadas com os demais títulos, razão pela qual, exemplificam de forma assertiva o *modus operandi* destes instrumentos em grupo.

Como as empresas tomadoras dos recursos captados nas duas operações não têm capital aberto e suas ações negociadas em bolsas de valores, determinadas características tiveram de ser omitidas no presente trabalho; não obstante, os detalhes relativos ao desenho da operação (prazo, taxa de juros, garantias) são reais e foram colhidos pela leitura detida dos documentos que envolveram cada uma das operações.

Para a discussão do primeiro caso, referente ao setor sucroalcooleiro, foram objetos de análise os contratos firmados entre as partes envolvidas (contrato de compra e venda para entrega futura, contrato de monitoramento de safra, contrato de seguro), as minutas dos próprios títulos emitidos (CPR e CDCA) e o chamado *term-sheet* da operação, documento que pontua valor do principal, prazo, taxa de juros, periodicidade de pagamento e garantias constituídas.

Para a discussão do segundo caso, referente ao setor pecuário, foram objetos de análise os prospectos relativos à emissão do CRA registrados perante a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), contendo valores de principal, prazos, taxas de juros, periodicidade de pagamentos e garantias constituídas, além das minutas dos próprios títulos emitidos (CPR e CRA).

Uma vez representada a realidade de cada uma das operações de forma hipotética, buscou-se simular todos os desdobramentos contábeis, tributários e operacionais envolvidos, dando fluidez à operação, sendo possível analisar os impactos da emissão, negociação e liquidações dos instrumentos objetos de estudo aprofundado (CPR, CDCA e CRA), os quais, como dito anteriormente, são capazes de sintetizar as operações envolvendo os demais títulos descritos (CDA, WA e LCA).

Como complemento à pesquisa, tendo em vista o caráter pouco transparente dos dados coletados (por se tratar de empresas de grande porte, porém de capital fechado), buscou-se efetuar a triagem das empresas do mesmo setor cujas ações são negociadas em bolsa de valores, de modo a analisar nas demonstrações financeiras do 3º ITR (informações trimestrais) de 2009, no Relatório de Administração, no Parecer de Auditoria e nas Notas Explicativas (conforme publicadas pela CVM) as fontes de financiamento utilizadas por mencionadas empresas, esperando-se que estas também utilizassem os novos instrumentos de financiamento do agronegócio, tendo em vista seu porte e importância no mercado brasileiro.

Os resultados da pesquisa apresentados ao final demonstram a adequação da normatização preexistente à operação com os novos títulos, apontando as eventuais lacunas encontradas diante da tentativa de enquadramento de cada aspecto operacional ao regime contábil e tributário, visando sugerir novas metodologias de registro, controle, evidenciação contábil e alterações legislativas que ditem com clareza o custo fiscal de sua emissão, negociação e liquidação.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1. Sistema Financeiro Nacional

Assaf (2009) define o Sistema Financeiro Nacional como um conjunto de instituições financeiras e instrumentos financeiros que visam, em última análise, transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) superavitários para os deficitários, estruturado e regulado pela Lei da Reforma Bancária (1964), Lei do Mercado de Capitais (1965) e, mais recentemente, com a Lei de Criação dos Bancos Múltiplos (1988), sendo constituído por todas as instituições financeiras, públicas e privadas.

Segundo Fortuna (2001), a estrutura atual do sistema financeiro resulta, portanto, da reforma institucional do biênio 64/65, que criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN), além da regulamentação das diferentes instituições de intermediação, entre as quais, as integrantes do Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

Posteriormente, foi incorporado ao quadro institucional do sistema a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei nº. 6.385, de 7 de Fevereiro de 1976 (FORTUNA, 2001).

Uma possível estrutura do Sistema Financeiro Nacional envolve dois grandes subsistemas: normativo e intermediação financeira, segundo Assaf (2009). O primeiro é responsável pelo funcionamento do mercado financeiro e de suas instituições, fiscalizando e regulamentando suas atividades por meio principalmente do CMN e do BACEN. O segundo envolve instituições bancárias e não bancárias, de acordo com a capacidade que apresentam de emitir moeda, instituições auxiliares do mercado e instituições definidas como não financeiras, porém integrantes do mercado financeiro.

Como instituições financeiras bancárias enquadram-se os bancos comerciais, que executam operações de crédito de curto prazo, atendendo às necessidades de recursos para capital de giro das empresas, cuja principal característica é a capacidade de criação de moeda escritural; e os bancos múltiplos, que consolidaram a intermediação financeira com outras operações ativas de bancos.

São instituições financeiras não bancárias, aquelas que não apresentam capacidade de emitir moeda ou meios de pagamento, onde se enquadram os bancos de investimento – municiadores de crédito de médio e longo prazos, suprindo os agentes carentes de recursos para investimento em capital de giro e capital fixo -, os bancos de desenvolvimento, as sociedades de

crédito, financiamento e investimento, as sociedades de arrendamento mercantil, as cooperativas de crédito e as sociedades de crédito imobiliário (ASSAF, 2009).

3.2. Instrumentos Financeiros Disponíveis no Mercado

3.1.1. Títulos Públicos

Os títulos públicos ou títulos representativos da dívida pública podem ser emitidos em três níveis do Poder Executivo brasileiro: Federal, Estadual e Municipal, sendo remunerados por um dos seguintes mecanismos, segundo Assaf (2009): (i) renda pós-fixada; (ii) renda prefixada; ou (iii) indexados ao dólar.

Fortuna (2001) destaca que o Tesouro Nacional, como caixa do Governo, capta recursos no mercado financeiro via emissão primária de títulos, para execução e financiamento das dívidas internas do Governo, os quais cumprem a missão básica de rolagem da dívida interna pelo Tesouro Nacional, através do BACEN.

Por essa razão, Assaf (2009) destaca que atualmente somente o Tesouro Nacional está autorizado a proceder à emissão de títulos públicos no Brasil.

Os títulos públicos federais são adquiridos no mercado primário por instituições financeiras por meio de leilões públicos promovidos pelo BACEN (*open market*) e, posteriormente, podem ser negociados no mercado secundário para outras instituições financeiras ou não financeiras.

Em geral, as Letras do Tesouro Nacional (LTN), os Bônus do Tesouro Nacional (BTN), as Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT), as Notas do Tesouro Nacional (NTN), os Certificados do Tesouro Nacional (CTN), os Certificados Financeiros do Tesouro (CFT) e demais títulos públicos são indexados à Taxa do Serviço Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), considerada a taxa básica da economia nacional e divulgada mensalmente pelo Conselho de Política Monetária (FORTUNA, 2001; ASSAF, 2009).

3.1.2. Ações

As ações constituem a menor parcela (fração) do capital social de uma sociedade anônima, negociáveis e distribuídos aos subscritores (acionistas) de acordo com a participação

monetária efetivada (ASSAF, 2009). Podem ser emitidas com ou sem valor nominal, de acordo com o regimento do Estatuto Social da Companhia.

O mercado de ações pode ser dividido em duas etapas: o mercado primário (subscrição de ações ou *underwriting*) e o secundário, no qual as ações são comercializadas através das bolsas de valores (FORTUNA, 2001).

As ações podem ser classificadas de acordo com a natureza dos direitos e vantagens que conferem a seus titulares, em três espécies: ordinárias, preferenciais e de fruição (art. 15 da Lei das S/A – nº. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976).

As ações ordinárias apresentam como principal característica o direito de voto em Assembléia Geral da Companhia, permitindo ao acionista influenciar nas diversas decisões da empresa. Já as ações preferenciais apresentam as seguintes vantagens, segundo ASSAF (2009): preferência no recebimento de dividendos e possibilidade de fixação de dividendo mínimo obrigatório ou fixo, além da preferência no reembolso de capital em caso de liquidação da sociedade.

Ao adquirir ações, os investidores estarão em busca dos seguintes benefícios, na avaliação de Assaf (2009): (i) recebimento de dividendos, pagos periodicamente pela empresa lucrativa; (ii) recebimento de juros sobre o capital próprio, pagos pela Companhia como remuneração pelo capital social, com o benefício da dedução fiscal, sujeito à incidência de 15% de Imposto de Renda na Fonte (IRRF); (iii) bonificação, pela emissão e distribuição gratuita de novas ações em decorrência do aumento de capital efetuado por meio de incorporação de reservas; (iv) valorização do preço da ação, caso esta seja negociável em mercado secundário de ações e esteja sujeito à cotação pública; e, (v) direito de subscrição, pelo privilégio de subscrever novas ações da Companhia por preço notadamente menor que a cotação de mercado.

Por outro lado, Fortuna (2001) destaca que a atuação dos investidores institucionais é fundamental para o mercado, pois, pelo seu peso, eles garantem o nível de estabilidade do mercado, enquanto o especulador garante o seu nível de liquidez.

3.1.3. Opções

O mercado de opções é estruturado de forma a permitir a negociação de direitos de compra e de venda de determinados ativos financeiros, mas não os ativos diretamente (FORTUNA, 2001), viabilizando o exercício da faculdade (opção) de comprar ou vender ações, títulos ou demais valores mobiliários de alta liquidez de acordo com a tendência do mercado

referenciado naquela data, servindo como mecanismos eficientes de *hedging* (proteção contra riscos financeiros de variação de cotações de preços ou câmbios de moedas).

Assaf (2009) define que as opções representam direitos de compra (ou venda) de ativos financeiros a um preço previamente fixado e valor por um determinado período. As opções são negociadas em Bolsas de Valores e de mercadorias e futuros por meio do pagamento de um prêmio, e o resultado da operação é calculado pela diferença entre o preço de mercado na data da realização da opção e o valor pago pelo prêmio.

Uma opção de compra garante ao titular o direito de adquirir no futuro um ativo a determinado preço, denominado de preço de exercício, durante certo tempo. Se não for exercido o direito de compra no prazo estipulado na opção, o contrato caduca e o comprador (titular) perde o prêmio pago (FORTUNA, 2001).

Uma opção de venda, ao contrário, garante ao seu titular o direito de vender um ativo a um preço fixado durante certo intervalo de tempo.

3.1.4. *Commercial Paper e Export Notes*

O *commercial paper* constitui-se, na prática, numa nota promissória de curto prazo emitida por uma sociedade tomadora de recursos para financiar seu capital de giro, cuja garantia é o próprio desempenho da empresa, podendo ser adquiridos pelas instituições financeiras para sua carteira própria ou repasse a seus clientes investidores.

A principal vantagem do emitente do título, segundo Assaf (2009) é a possibilidade de tomar recursos a um custo muitas vezes inferior às taxas de juros praticadas nos empréstimos bancários, graças ainda à eliminação da intermediação bancária.

O *export note*, por outro lado, representa cessão de créditos provenientes de contratos de exportação de bens e serviços firmados por empresas brasileiras (FORTUNA, 2001). Nesse contexto, o exportador brasileiro transfere ao investidor, por este título, seus direitos provenientes da exportação realizada, recebendo em troca o correspondente em moeda nacional.

O título é negociável no mercado financeiro e, mediante sua colocação, os exportadores obtêm recursos para financiar suas vendas externas, permitindo também a realização de hedge (proteção cambial) para empresas que mantenham dívidas em moeda estrangeira (ASSAF, 2009).

3.1.5. Debêntures

As debêntures são títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas, tendo por garantia seu repertório patrimonial (ativos). Os recursos provenientes de sua emissão são destinados ao financiamento de capital de giro e capital fixo das empresas e oferece, em contrapartida, juros, participação nos lucros e prêmios no reembolso.

Segundo Assaf (2009), de forma mais ampla, a remuneração oferecida pelas debêntures pode ser: (i) taxa de juros prefixada; (ii) taxa de juros flutuante, em que se prevê a pactuação dos juros a cada intervalo estabelecido de tempo; e, (iii) taxa de juros real fixa acrescida de um índice de preços da economia.

Os compradores de debêntures serão, assim, credores que esperam receber juros periódicos e reembolso específico do principal (valor nominal da debênture) na data de seu vencimento (FORTUNA, 2009).

Além dessas formas de remuneração, a debênture pode prever ao investidor participação nos lucros da Sociedade emissora, determinada por meio de um percentual fixado incidente sobre seus resultados. A debênture pode ainda ser emitida com cláusula de conversibilidade em ações, permitindo ao debenturista que resgate seu investimento pelo equivalente em ações preferenciais da sociedade.

As debêntures são negociadas em Bolsa de Valores e também no mercado de balcão, sendo intermediadas por uma instituição do mercado de capitais.

3.1.6. Letras de Câmbio

As letras de câmbio são títulos nominativos, com renda fixa e prazo determinado de vencimento, emitidas pelos financiados dos contratos de crédito, sendo aceitas pelas instituições financeiras participantes da operação (ASSAF, 2009).

Posteriormente ao aceite, a letra de câmbio é vendida a investidores por meio dos mecanismos de intermediação do mercado financeiro, constituindo-se, assim, na principal fonte de financiamento de bens duráveis (crédito direito ao consumidor) realizadas pelas sociedades financeiras. Fortuna (2001) destaca que estes títulos estão regulados pelo artigo 27 da Lei nº. 4.728, de 14 de Julho de 1965, e podem ser emitidas com taxas prefixadas, flutuantes e pós-fixadas em TR¹, TJLP² ou TBF³ pelos prazos mínimo de 60 dias e máximo de 180 dias.

¹ Taxa Referencial, criada pelo Plano Collor II com o intuito de ser uma taxa básica referencial dos juros a serem praticados no mês iniciado, em substituição ao Bônus do Tesouro Nacional Fiscal (BTNF) como índice de remuneração básica da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).

3.1.7. Certificados e Recibos de Depósitos Bancários

O Certificado de Depósito Bancário (CDB) e o Recibo de Depósito Bancário (RDB) são os mais antigos e utilizados títulos de captação de recursos pelos bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento e bancos múltiplos que tenham uma destas carteiras, sendo oficialmente conhecidos como depósitos a prazo (FORTUNA, 2001).

O certificado de depósito bancário (CDB) é obrigação de pagamento futura de capital aplicado em depósito a prazo em instituições financeiras, podendo ser emitido com remuneração prefixada ou pós-fixada, a depender da negociação na emissão.

O recibo de depósito bancário (RDB), ao contrário do CDB, é obrigatoriamente nominativo e intransferível, não podendo ser transferido por meio de endosso e, portanto, não podendo ser objeto de negociação no mercado (ASSAF, 2009).

3.1.8. Certificados de Depósitos Interfinanceiros

Os certificados de depósitos interfinanceiros (CDI) são títulos emitidos pelas instituições financeiras que atuam no segmento de intermediação interfinanceira e representam promessa de pagamento em dinheiro celebrada entre bancos comerciais, com vistas a equacionar problemas de liquidez momentânea e de compensação de fundos ao final do expediente, de negociação restrita ao mercado interbancário (FORTUNA, 2001).

Como as taxas praticadas no mercado interfinanceiro não sofrem intervenções oficiais, mas representam na verdade as expectativas do mercado bancário em relação ao comportamento das taxas de juros da economia, a taxa CDI pode ser entendida como a taxa básica do mercado financeiro, que influencia a formação das demais taxas de juros, com base nas taxas de juros reais do mercado de títulos públicos e nas taxas de inflação da economia (ASSAF, 2009).

3.1.9. Letras Hipotecárias

² Taxa de Juros de Longo Prazo, criada em 1994 pelo BACEN com finalidade de estimular investimentos nos setores de infra-estrutura e consumo (FORTUNA, 2001).

³ Taxa Básica Financeira, criada pela Resolução nº. 2.071/95 do BACEN.

As letras hipotecárias são títulos emitidos por instituições financeiras que atuam com crédito imobiliário, como alternativa de *funding* em relação à caderneta de poupança; em verdade, os recursos obtidos pela colocação de letras hipotecárias devem lastrear os financiamentos já concedidos, não se permitindo que sejam direcionados a novos investimentos.

Assaf (2009) destaca que as letras hipotecárias costumam pagar uma remuneração superior à da caderneta de poupança, estando atualmente atreladas à variação da Taxa Referencial (TR) mais uma taxa de juros, resultando em captação mais onerosa para a instituição financeira.

Para o investidor além da maior remuneração obtida, as letras hipotecárias oferecem a vantagem de ser isentas do Imposto de Renda, incidente sobre os rendimentos dela oriundos.

3.3. Mercado de Crédito

Segundo Assaf (2009), o mercado de crédito visa fundamentalmente suprir as necessidades de caixa de curto e médio prazos dos vários agentes econômicos, seja por meio de concessão de créditos às pessoas físicas, seja por empréstimos e financiamentos às empresas. As operações deste mercado são tipicamente realizadas por instituições financeiras bancárias (bancos comerciais e múltiplos).

Fortuna (2001) define o mercado de crédito como “operações ativas”, pelas quais as instituições financeiras fazem o repasse dos recursos captados dos agentes econômicos superavitários (que têm sobra de recursos disponíveis) aos agentes econômicos deficitários (que necessitam de recursos).

Nesse sentido, as instituições bancárias realizam diversas modalidades de créditos no mercado, destacando-se o desconto de títulos, contas garantidas, créditos rotativos, *hot money*, empréstimos para capital de giro e para pagamento de tributos das empresas, *vendor*, repasse de recursos externos (Resolução 63) e crédito direto ao consumidor, assunção de dívidas e adiantamentos de contratos de exportação (ACC e ACE), os quais são brevemente descritos a seguir, conforme Assaf (2009):

- a) *Desconto Bancário de Títulos*: operação de crédito típica do sistema bancário, que envolve principalmente duplicatas e notas promissórias. No desconto, a instituição concede um empréstimo mediante a garantia de um título representativo de um crédito futuro. O valor liberado ao tomador é inferior ao valor nominal (valor de resgate) dos títulos, em razão da cobrança antecipada dos encargos financeiros,

caracterizando assim a operação de desconto bancário, em que a responsabilidade final da liquidação do título negociado perante a instituição financeira, caso o sacado não pague no vencimento, é do tomador de recursos (cedente).

- b) *Contas Garantidas*: equivale à abertura de uma conta com limite de crédito garantido pela instituição bancária, para saldar necessidades mais imediatas de caixa. Os encargos financeiros são calculados sobre o saldo que permanecer a descoberto e cobrados dos clientes normalmente ao final de cada mês.
- c) *Créditos Rotativos*: linhas de crédito abertas pelos bancos, que visam ao financiamento das necessidades de curto prazo (capital de giro) das empresas. Constituem-se em operações bastante próximas às contas garantidas, diferenciando-se por serem operadas normalmente com garantias de duplicatas.
- d) *Hot Money*: são operações de empréstimo de curto e curtíssimo prazos, normalmente de um a sete dias, demandadas para cobrir as necessidades mais permanentes de caixa das empresas. As taxas dessa modalidade de empréstimo são formadas com base nas taxas do mercado interfinanceiro (taxa CDI), aplicadas para um dia (taxa *over*).
- e) *Empréstimos para Capital de Giro e Pagamento de Tributos*: oferecidos por instituições financeiras por meio de formalização contratual que estabelece as condições básicas da operação, como garantias – fornecidas por meio de duplicatas, avais, notas promissórias - prazo de resgate e encargos financeiros.
- f) *Operações de Vendor*: operação de crédito em que uma instituição bancária paga à vista a uma empresa comercial os direitos relativos às vendas realizadas e recebidos em cessão, em troca de uma taxa de juros de intermediação. No vendor, a empresa vendedora atua como cedente do crédito, e o banco como cessionário e financiador do comprador. O objetivo da operação é viabilizar as vendas comerciais a prazo, permitindo que a empresa vendedora receba à vista e, ao mesmo tempo, repasse um crédito ao comprador.

- g) *Repasse de Recursos Externos – Resolução 63*: operação de empréstimo regulamentada pela Resolução 63 do Banco Central do Brasil, constitui-se em repasse de recursos contratados por meio de captações em moedas estrangeiras efetuadas pelos bancos comerciais e múltiplos e bancos de investimentos, obtidos por meio de empréstimos ou colocação de títulos e repassados às empresas nacionais visando ao financiamento de capital de giro e capital fixo. As empresas nacionais beneficiárias do repasse incorrem em vários encargos, como juros, definidos pela taxa de juros interbancária do mercado de Londres (*Libor*) e *spread*, expresso pelo adicional que ultrapassa a *Libor*, servindo de remuneração da instituição credora externa; comissão de repasse cobrada pelo banco nacional repassador dos recursos; e variação cambial.
- h) *Crédito Direto ao Consumidor*: conhecido no mercado como CDC, é uma operação tipicamente destinada a financiar aquisições de bens e serviços por consumidores e usuários finais. A concessão do crédito é efetuada por uma sociedade financeira e a garantia usual da operação é a alienação fiduciária do bem objeto do financiamento. Outra modalidade é o CDC direto, no qual a instituição financeira assume a carteira de lojistas e, conseqüentemente, todo o risco dos créditos concedidos, resultando em taxas de juros mais elevadas que o usual.
- i) *Assunção de Dívidas*: operação destinada a empresas com recursos em caixa para a quitação de uma dívida futura. A instituição financeira negocia a liberação de recursos equivalentes ao valor de liquidação da dívida vincenda, garantindo uma aplicação financeira a taxas superiores às geralmente praticadas no mercado, para os fundos a serem utilizados na quitação. Com isso, a empresa consegue baratear o custo de sua dívida. Pode também ser realizada em operações comerciais internacionais, em busca de diferencial de taxas de juros internas e externas, entre empresa não financeira e instituição financeira, de modo a prolongar os pagamentos externos de forma a se aproveitar dos juros internacionais inferiores aos praticados na economia nacional.
- j) *Adiantamento de Contrato de Câmbio*: operação de incentivo de crédito aos exportadores, pela qual as instituições financeiras, autorizadas a operar com câmbio,

adiantam aos exportadores recursos lastreados nos contatos de câmbio firmados com importadores estrangeiros, proporcionando recursos antecipados às empresas nacionais vendedoras (exportadoras). A operação pode ocorrer na fase de produção da mercadoria a ser embarcada ao exterior, apresentando-se com características de financiamento à produção (adiantamento de contrato de câmbio – ACC). Quando o exportador solicita o adiantamento dos recursos somente após o embarque das mercadorias ao importador, a operação é caracterizada como adiantamento sobre cambiais entregues (ACE). O custo dessa operação costuma apresentar-se baixo em relação às outras alternativas de crédito disponíveis no mercado, pagando o tomador (exportador) a *Libor*⁴, a margem de risco do país e a margem de lucro do banco repassador dos recursos.

3.4. Aspectos Tributários relativos aos Instrumentos preexistentes

No âmbito do mercado financeiro e de capitais, são tributáveis como “renda” os resultados positivos (acréscimos patrimoniais) auferidos pelos aplicadores de recursos financeiros na realização das operações com os tomadores de recursos financeiros (PASSOS, 2006).

O conjunto normativo sobre o qual se apóia a estrutura jurídica das operações realizadas no âmbito do mercado financeiro e de capitais tem por base a Constituição Federal de 1988, as normas que regem o funcionamento das instituições financeiras (Lei nº 4.595, de 31 de Dezembro de 1964) e o mercado de capitais (Lei nº 6.385, de 7 de Dezembro de 1976 e alterações) e as normas administrativas emanadas das autoridades reguladoras destes mercados, notadamente o BACEN e a CVM.

A legislação do Imposto Renda (IR), por seu turno, disciplina através de normas específicas a tributação das rendas auferidas pelos aplicadores de recursos financeiros nas operações realizadas no âmbito deste mercado, sendo seu tratamento conferido de acordo com a natureza da operação financeira realizada, se de renda fixa ou de renda variável.

Segundo Passos (2006), se o resultado positivo decorrer de uma renda pré-determinada (rendimento), estipulada no título ou contrato de que se origina, sem importar se derivada de um negócio realizado no mercado de capitais ou de um título emitido por instituição financeira no

⁴ *London Interbank Offered Rate* – taxa de juros praticada entre bancos no mercado financeiro do Reino Unido (Londres).

âmbito do mercado financeiro, a legislação tributária trata esta renda como decorrente de operação de “renda fixa”, portanto sujeita à sistemática própria deste rendimento.

Se, ao contrário, a renda auferida pelo investidor decorrer de ganho que não corresponda à remuneração pré-determinada estipulada em contrato ou título, mas de ganho obtido pelo investidor em razão de alienação do título, contrato ou de sua “posição” (ativa ou passiva) no negócio jurídico, a legislação do IR trata tal resultado positivo como “renda variável” e outorga-lhe tratamento específico no âmbito de sua aplicação, ainda de acordo com Passos (2006).

3.4.1. Operações de Renda Fixa

O regime de tributação da renda auferida nas operações financeiras de renda fixa está previsto na Lei nº 8.981, de 20 de Janeiro de 1995 e legislação posterior, sendo eleita pelo legislador a modalidade de tributação na fonte.

Tais operações financeiras se apresentam em diversas modalidades, desde a aquisição de direitos relacionados a títulos de crédito emitidos por instituições financeiras ou pessoas jurídicas não-financeiras, até a realização de simples contratos de mútuo entre pessoas jurídicas e negócios jurídicos em mercados de balcão ou bolsa que permitam o auferimento de rendimentos pré-determinados - operações “*box*”.

O fato gerador da obrigação de pagar o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) nas operações de renda fixa é o auferimento de rendimentos, decorrentes de investimentos em títulos de renda fixa, fundos de investimentos (caracterizados pela legislação como de renda fixa) e de qualquer remuneração adicional aos rendimentos pré-determinados, bem como os ganhos obtidos com a alienação, repactuação, cessão ou resgate da aplicação financeira.

A base de cálculo do imposto será constituída pelo valor do rendimento ou a diferença positiva entre o valor da alienação, líquido do IOF⁵, e o valor originário do título ou aplicação financeira (§ 1º do art. 65 da Lei nº 8.981/95).

No que concerne às alíquotas do IRRF incidente sobre os rendimentos auferidos nas operações financeiras de renda fixa, a partir de 2004, com o advento das Leis nº. 11.033, de 21 de Dezembro e nº. 11.053, de 29 de Dezembro, estas foram definidas de forma regressiva, conforme os seguintes regimes:

⁵ Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários, instituído pela Lei nº. 8.894, de 21 de Junho de 1994, e atualmente regulamentado pelo Decreto nº. 6.306, de 14 de Dezembro de 2007.

- Fundos de longo prazo⁶ e aplicações financeiras de renda fixa e a elas equiparadas (*box*, mútuos, operações de transferência de dívidas e operações com ouro como ativo financeiro):
 - (i) 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias;
 - (ii) 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;
 - (iii) 17,5% em aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias; e,
 - (iv) 15% em aplicações com prazo acima de 720 dias.
- Fundos de curto prazo⁷:
 - (i) 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias; e,
 - (ii) 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias.

O imposto será recolhido pelo responsável pela retenção (a fonte pagadora dos rendimentos) por ocasião do crédito ou pagamento destes valores.

Nesse sentido, de acordo com a Lei, são responsáveis pela retenção e recolhimento do imposto, ainda, nas hipóteses que a lei lhes atribui: (i) a pessoa jurídica pagadora dos recursos; (ii) a pessoa jurídica recebedora dos recursos, nos casos das operações de transferências de dívidas; (iii) as bolsas e entidades autorizadas a operar no mercado; e (iv) o administrador do fundo.

A legislação tributária ainda estabelece, no artigo 78 da Lei nº. 8.981/95, que os residentes e domiciliados no exterior sujeitam-se às mesmas normas de tributação do IRRF previstas para os residentes e domiciliados no país, inclusive, no que concerne aos rendimentos produzidos por aplicações financeiras e investimentos de renda fixa.

Nesses casos, a alíquota do imposto é reduzida para 15% nas operações de renda fixa, conforme dispõe o artigo 29 da Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal (IN SRF) nº. 208/02, inclusive nas hipóteses de operações conjugadas que permitam a obtenção de rendimentos predeterminados, tais como as realizadas nos mercados de opções em bolsas de valores, mercadorias e futuros, e mercados a termo e de balcão (incisos I a III, § 1º do art. 30 da IN SRF nº. 208/02).

Tal alíquota, entretanto, somente se aplica aos investimentos realizados por investidores estrangeiros, pessoas físicas e jurídicas, através da sistemática estabelecida na Resolução do CMN nº. 2.689, de 26 de Janeiro de 2000, ou seja, nas operações efetuadas fora deste âmbito regulatório, realizadas diretamente no mercado financeiro e de capitais pelos investidores estrangeiros, e nas operações realizadas por residentes e domiciliados em países considerados como de tributação

⁶ Cujas carteira de títulos tenha prazo médio superior a 365 dias, à exceção daqueles classificados pela legislação como de “renda variável”.

⁷ Cujas carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 dias, à exceção daqueles classificados pela legislação como de “renda variável”.

favorecida⁸, a tributação será a mesma aplicável aos residentes e domiciliados no Brasil (alíquotas regressivas).

3.4.2. Operações de Renda Variável

Nas operações de renda variável, por sua vez, a ocorrência do fato gerador do IR está adstrita ao fato de o contribuinte auferir ganhos líquidos nestas operações, ganhos estes que segundo Passos (2006) significam acréscimo patrimonial de seu investimento quando da realização (cessão, liquidação ou resgate) em relação ao custo de aquisição do mesmo.

As operações que segundo a legislação tributária compõem o mercado de renda variável estão relacionadas na Lei nº. 8.981/95, e podem ser descritas a seguir:

- Operações praticadas por fundos de investimento, clubes de investimento e semelhantes que invistam em ações (abrangidos mútuos, fundos de privatização, Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, fundos fechados, investimentos cultural e artístico, financiamento da indústria cinematográfica e fundos de investimento imobiliário);
- *Swaps*⁹ (de índices, preços ou taxas); e,
- Operações negociadas à vista, a termo ou a futuro, realizadas nas bolsas de valores, mercadorias e futuros ou fora de bolsa (mercados à vista, futuro, de opções e a termo, inclusive com ouro, ativo financeiro).

Para fins tributários, para que um fundo de investimento seja considerado como de renda variável, segundo o Regulamento do Imposto de Renda (Decreto nº. 3.000, de 26 de Março de 1999), deverá ter em sua carteira, pelo menos, 67% de ações cotadas em bolsa, ou manter, no mínimo, 95% de seus recursos aplicados em quotas representativas de fundos de investimento em ações, caso contrário, seus rendimentos estarão sujeitos ao regime de tributação aplicável à renda fixa.

Há ainda as operações realizadas nas bolsas de valores, de mercadorias e de futuros e assemelhadas, iniciadas e encerradas no mesmo dia, com o mesmo ativo, em que a quantidade negociada é liquidada, total ou parcialmente, denominadas pelo mercado de “*day-trade*”, que são

⁸ Países que não tributam a renda ou que a tributam à alíquota máxima inferior a 20%. A IN SRF nº 188/02 enumera taxativamente os países ou dependências considerados pela legislação brasileira com tributação favorecida ou que oponham sigilo relativo à composição societária de pessoas jurídicas.

⁹ Operações de troca de posições financeiras entre os agentes de mercado que são liquidadas (fluxo de caixa) no vencimento de cada contrato que, conforme conceituam Corrêa e Raíces (2005), constituem um acordo de troca ou permuta de contrato no qual (as partes) concordam em liquidar, em uma data futura, uma operação realizada no presente, com a intenção de eliminar riscos - por descompassos entre ativo e passivo - e rentabilidade”.

tributadas pelo na fonte e pelo regime do IR sobre ganhos líquidos apurados no mês, conforme disposição do artigo 2º, inciso I, da Lei nº 11.033/04.

No tocante à tributação da renda variável, ao contrário do sistema aplicável à renda fixa, coexistem duas formas distintas de incidência, a saber: (i) IRRF sobre os rendimentos auferidos; e, (ii) IR sobre os ganhos líquidos apurados, pela alíquota de 15%.

A partir de Janeiro de 2005, para as operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas (exceto *day-trade*) incidirá o IRRF de 0,005% sobre ajustes diários, prêmios pagos e valores de liquidação, a depender da modalidade de operação praticada, ficando responsável pela retenção e recolhimento a instituição intermediadora, pagadora ou a bolsa (registradora) das operações (§§ 1º a 8º do art. 2º da Lei nº 11.033/04).

O IRRF de 0,005% é tratado como antecipação do IR incidente sobre os ganhos líquidos mensais, pela alíquota de 15%, ou na declaração de rendimentos da pessoa física ou jurídica.

Com o advento da Lei nº 11.033/04 (inciso II do art. 2º), os ganhos líquidos auferidos pelos investidores residentes e domiciliados no Brasil, nas operações de renda variável realizadas em bolsas de valores, mercadorias, futuros e assemelhadas, passaram a ser tributados à alíquota de 15%, sendo que nas demais modalidades fora de bolsa (mercado de balcão), os ganhos passaram a ser tributados de acordo com o prazo de resgate das operações, na mesma forma (alíquotas progressivas) que nas operações de renda fixa.

Os fundos de renda variável são tributados à alíquota de 15% no resgate das quotas pelo quotista (inciso I do parágrafo 3º do art. 1º da Lei nº 11.033/04).

As operações de *day-trade* realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas seguem a seguinte sistemática de tributação: (i) IRRF à alíquota de 1%; (ii) IR à alíquota de 20% sobre os ganhos líquidos auferidos mensalmente (art. 2º, inciso I e parágrafo 3º da Lei nº 11.033/04 e art. 12 da IN SRF nº. 487, de 30 de Dezembro de 2004).

A base de cálculo do imposto sobre ganhos líquidos (15%) será determinada pela diferença positiva entre o resultado positivo auferido nas operações realizadas em cada mês diminuído dos custos e despesas incorridas necessários à realização das operações e da compensação de prejuízos ocorridos no mesmo período, em uma ou mais operações, à exceção das operações de *day trade* e daquelas realizadas no mercado à vista de ações cujos resultados serão apurados em separado dos demais para fins de apuração da base de cálculo do imposto.

Entretanto, existem regras específicas de determinação do ganho líquido, base do imposto, para cada uma das modalidades de operações de renda variável. É o caso das operações praticadas nos

mercados à vista, onde, por exemplo, a base de cálculo do imposto é o resultado da diferença positiva entre o valor de venda e o valor de aquisição do bem. (art. 761 do RIR/99).

Nas operações de *swap*, por sua vez, a base de cálculo do imposto é o resultado positivo auferido nestas operações (art. 74 da Lei nº 8.981/95).

O imposto será recolhido pelo responsável pela retenção e recolhimento do imposto que pode ser: (i) a pessoa jurídica pagadora dos ganhos líquidos; (ii) as bolsas e entidades autorizadas a operar no mercado; e (iii) o administrador do fundo de renda variável.

Também para as operações de renda variável, nos termos do artigo 78 da Lei nº. 8.981/95, os residentes e domiciliados no exterior sujeitam-se às mesmas normas de tributação pelo IR previstas para os residentes e domiciliados no país, o que obriga a incidência do IR sobre os ganhos líquidos auferidos pelos residentes e domiciliados no exterior nas operações realizadas no mercado financeiro e de capitais brasileiro (retidos pela fonte pagadora dos rendimentos, dada a sistemática de tributação aplicável aos estrangeiros sem estabelecimento permanente no Brasil).

A alíquota do imposto é de 10% nas aplicações em fundos de investimento em ações, em operações de *swap*, registradas ou não em bolsa, e nas operações realizadas em mercados de liquidação futura, fora de bolsa (art. 29 da IN SRF nº. 208/02).

Não há incidência do IR sobre os ganhos de capital apurados pelo investidor não-residente nas operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas e nas operações com ouro, ativo financeiro, fora de bolsa (art. 30 da IN SRF nº 208/02).

Os demais rendimentos (ganhos) auferidos em quaisquer outras aplicações realizadas no mercado de balcão ou em bolsa serão tributados à alíquota de 15%, mesma alíquota aplicável aos rendimentos decorrentes de aplicações financeiras de renda fixa obtidos por não-residentes (art. 29 da IN SRF nº. 208/02).

Tais alíquotas benéficas, entretanto, somente se aplicam aos investimentos realizados através da sistemática estabelecida na Resolução CMN nº. 2.689/00, nos mesmos termos do regramento das operações de renda fixa.

3.4.3. Tratamento Fiscal das Pessoas Físicas e Jurídicas

No tocante ao tratamento dado pela pessoa física e jurídica beneficiária dos rendimentos de renda fixa e renda variável ao IRRF retido pela fonte pagadora e o IR pago sobre os ganhos líquidos auferidos no caso de operações de renda variável, nos termos do disposto no artigo 76 da Lei nº. 8.981/95, estes poderão ser: (i) deduzidos do IRPJ apurado no encerramento do período

ou na data da extinção, no caso de pessoa jurídica submetida ao regime de tributação com base no lucro real; e (ii) definitivo (exclusivo de fonte), no caso de pessoa jurídica não submetida à tributação no regime do lucro real, inclusive isenta (e imune), e de pessoa física.

Já no que tange às perdas apuradas, exclusivamente em operações de renda variável, de acordo com disposição expressa do artigo 772 do RIR/99, estas somente serão dedutíveis na determinação do lucro real até o limite dos ganhos obtidos pela pessoa jurídica nas operações de mesma natureza.

4. INSTRUMENTOS FINANCEIROS VOLTADOS AO AGRONEGÓCIO

4.1. Conceito

A CPR foi instituída pela Lei nº. 8.929/94 como título representativo de promessa de entrega de produtos rurais, de emissão de produtores rurais e suas associações, inclusive cooperativas. De acordo com o artigo 4º de referida Lei, a CPR é considerada, para fins legais, título líquido e certo, exigível pela quantidade e qualidade de produto nela previsto.

O CDA, o WA, o CDCA, a LCA e o CRA foram instituídos pela Lei nº. 11.076/04, como nova fonte de captação de recursos financeiros privados em alternativa ao financiamento público do agronegócio, historicamente conduzido pelo Banco do Brasil e pelo BNDES, nesse último caso de forma bastante modesta.

O CDCA é um título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, constituindo título executivo extrajudicial, 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.

A LCA é um título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, sendo, contudo, de emissão exclusiva de instituições financeiras públicas ou privadas.

Tanto o CDCA quanto o LCA conferem direito de penhor sobre os direitos creditórios a eles vinculados, independentemente de convenção, sendo possível contar com garantias adicionais, reais ou fidejussórias¹⁰, livremente negociadas entre as partes.

O CDA é um 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. 9.973¹¹, de 29 de Maio de 2000, em sistema de armazenagem dos produtos agropecuários certificado pelo Ministério da Agricultura e do Abastecimento (art. 1º, § 1º da Lei nº. 11.076/04).

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

¹⁰ Garantias pessoais, tais como o aval e a fiança.

¹¹ Dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários.

O CDA e o WA são títulos unidos, emitidos simultaneamente pelo depositário, a pedido do depositante, podendo ser transmitidos unidos ou separadamente, mediante endosso, constituindo-se títulos executivos extrajudiciais, a eles se aplicando as normas de direito cambial no que forem cabíveis.

Para os produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, sujeitos à emissão de tais títulos, ficou vedada a partir de Janeiro de 2006 a emissão do Conhecimento de Depósito (CD) e do Warrant (W), previstos no Decreto nº 1.102, de 21 de Novembro de 1903.

De acordo com o artigo 3º da Lei nº. 11.076/04 tais títulos serão cartulares (emitidos em papel), antes de seu registro em sistema de registro e de liquidação financeira e após a sua baixa; e escriturais ou eletrônicos, enquanto permanecerem registrados em sistema de registro e de liquidação financeira.

Nos termos do artigo 6º da Lei nº. 11.076/04, a solicitação de emissão do CDA e do WA será feita pelo depositante ao depositário, ocasião em que o depositante declarará, sob as penas da lei, que o produto é de sua propriedade e está livre e desembaraçado de quaisquer ônus, outorgando em caráter irrevogável poderes ao depositário, para transferir a propriedade do produto ao endossatário (credor) do CDA.

Já 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, razão pela qual o produto a que se referem não poderá sofrer embargo, penhora, seqüestro ou qualquer outro embaraço que prejudique a sua livre e plena disposição.

Para a retirada do produto o credor do CDA providenciará a baixa de seu registro eletrônico e requererá à instituição financeira responsável pela custódia (guarda do título em cártula porquanto este estiver sendo negociado em sistema eletrônico) o endosso na cártula e a sua entrega.

Referida baixa ocorrerá somente se o CDA e o WA estiverem em nome do mesmo credor; ou caso o credor do CDA consignar, em dinheiro, na instituição responsável pela custódia, o valor do principal e dos juros devidos até a data do vencimento do WA.

Nesse contexto, a Lei nº. 11.076/04 define que, com a entrega do CDA ao depositário, juntamente com o respectivo WA, o endossatário (credor) adquire a propriedade do produto nele descrito, extinguindo-se o mandato, sendo condições para a transferência da propriedade ou

retirada do produto tanto a quitação dos serviços de armazenagem, conservação e expedição quanto o cumprimento das obrigações tributárias, principais e acessórias, relativas à operação.

Verifica-se que os novos instrumentos do agronegócio criados pelas Leis nº. 8.929/94 e nº. 11.076/04 têm características de títulos de crédito representativos da promessa de entrega de produtos agropecuários a serem posteriormente produzidos (CPR) ou já depositados em armazéns (CDA e WA), bem como de dinheiro (no caso do CDCA, LCA e CRA), sendo que no caso da promessa de quitação em espécie, tais recebíveis têm características semelhantes aos Contratos de Compra e Venda de Mercadoria para Entrega Futura, uma vez que implicam recebimento antecipado de valores indispensáveis à produção da *commodity* negociada.

4.2. Aspectos Tributários

4.2.1. Incidência do ICMS na negociação de CDA e WA

Tomando-se por base o Estado de São Paulo, o Regulamento do Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicações (RICMS/SP), aprovado pelo Decreto nº. 45.490, de 30 de Novembro de 2000, dispôs, em seu artigo 1º, que tal imposto incide sobre operação relativa à circulação de mercadorias.

Nesses termos, de acordo com o artigo 2º, incisos VIII e IX, ocorre o fato gerador do imposto na transmissão de propriedade de mercadoria ou de título que a represente, quando esta não transitar pelo estabelecimento do transmitente (vendedor do título), bem como na transmissão de propriedade de mercadoria depositada em armazém geral ou em depósito fechado.

Isto significa afirmar que, em primeira análise, a incidência do imposto não se dá tão somente em virtude da circulação física da mercadoria, bem como também nos casos de circulação jurídica (transferência de propriedade da mercadoria entre vendedor e comprador sem que esta tenha sido objeto de movimentação física), ou seja, formalização da transmissão de propriedade do bem em questão.

Assim, como forma de prevenir a omissão do fato gerador do ICMS em função de negócios contratuais, nos termos do RICMS/SP, são considerados irrelevantes para a caracterização do fato gerador: (i) a natureza jurídica das operações de que resultem as situações previstas como fato gerador do imposto; (ii) o título jurídico pelo qual a mercadoria, saída ou

consumida no estabelecimento, tiver estado na posse do respectivo titular; (iii) a validade jurídica do ato praticado; (iv) os efeitos dos fatos efetivamente ocorridos.

Em relação especificamente à compra e venda para entrega futura de mercadorias, tomando-se por analogia a emissão de títulos representativos da promessa de entrega de mercadorias, o RICMS/SP, em seu artigo 129, previu que nesses casos poderá ser emitida Nota Fiscal com indicação de que se destina ao simples faturamento, vedado o destaque do valor do imposto.

Na seqüência, o RICMS/SP tratou das obrigações acessórias relativas à operação de venda para entrega futura, sendo que o uso da faculdade prevista no artigo 129 condiciona-se à emissão, por ocasião da saída global ou parcial da mercadoria, de Nota Fiscal que, além dos demais requisitos, conterà: (i) o valor da operação ou, se tiver ocorrido reajuste contratual do preço da mercadoria, este preço, se lhe for superior; e (ii) o destaque do valor do imposto.

Ou seja, o próprio RICMS/SP reconhece como faculdade do contribuinte vendedor a emissão, no momento da celebração da venda para entrega futura, de Nota Fiscal de simples faturamento. Por outro lado, mesmo que tal opção seja exercida, não é exigido, neste momento o destaque do ICMS, que fica diferido para o momento da efetiva remessa do produto vendido.

Conclui-se que, no caso da operação envolvendo a entrega futura, seja por meio de contrato específico, seja pela emissão de títulos representativos da mercadoria, a incidência do ICMS dar-se-á somente no momento do adimplemento do contrato, é dizer, por ocasião da entrega da mercadoria.

Ratificando tal entendimento, o Convênio do Conselho Nacional de Política Fazendária (CONFAZ) nº. 30, de 12 de Julho de 2006, concedeu a isenção do ICMS na operação de circulação de mercadorias caracterizada pela emissão e negociação do CDA e do WA, nos mercados de bolsa e de balcão como ativos financeiros, sendo dispensada a emissão de Nota Fiscal a cada nova operação.

Tal isenção, contudo, não se aplica à operação relativa à transferência de propriedade da mercadoria ao credor do CDA e do WA, quando houver a retirada da mesma do estabelecimento depositário. Ou seja, a circulação do título representativo da mercadoria está “isenta” do ICMS, até o momento em que tal título é liquidado, pela retirada dos produtos do armazém, conforme veremos a seguir.

Nos termos da Cláusula Segunda do Convênio, compete ao endossatário (credor) do CDA que requerer a entrega do produto recolher o ICMS, em favor do Estado onde estiver localizado o depositário (armazém geral), sendo aplicada a alíquota correspondente à operação

interna ou interestadual, de acordo com a localização do estabelecimento destinatário (adquirente final da mercadoria).

Nos casos de compensação financeira por diferenças de qualidade e quantidade pagas pelo depositário ao depositante bem como nas situações em que o depositante receber valores de seguros sobre os bens depositados aplicar-se-á a legislação do ICMS específica de cada Estado.

Ademais, de acordo com a Cláusula Terceira do Convênio CONFAZ nº. 30/06, o endossatário, ao requerer a entrega do produto, entregará ao depositário uma via do documento de arrecadação que comprove o recolhimento do ICMS devido, que deverá circular juntamente com a Nota Fiscal emitida e será o único documento hábil para o aproveitamento do crédito correspondente pelo adquirente.

Caberá ao depositário (armazém geral) emitir Nota Fiscal modelo 1 ou 1-A para o endossatário (credor) do CDA com destaque do ICMS, fazendo constar no campo Informações Complementares a seguinte observação: “ICMS recolhido nos termos do Convênio ICMS 30/06”.

O depositário deverá, ainda, anexar à via fixa da Nota Fiscal cópia do comprovante de arrecadação do ICMS que lhe foi entregue pelo credor do CDA para apresentação ao Fisco, quando solicitado, caso contrário, será solidariamente responsável pelo pagamento do ICMS devido.

Em princípio, referido Convênio produziria efeitos somente até 30 de Abril de 2007. Contudo, teve sua eficácia prorrogada até 31 de Julho de 2009, por ocasião da ratificação nacional do Convênio ICMS nº. 104/06, e posteriormente até 31 de Dezembro de 2009, pela ratificação do Convênio ICMS nº. 69/09.

Recentemente, através do Convênio ICMS nº. 48/08, que alterou a redação de dispositivos da Cláusula Quarta do Convênio ICMS nº. 30/06, o CONFAZ veio a esclarecer dúvidas que persistiram ao ato original de 2006, sobretudo no tocante à apuração da base de cálculo do imposto, ao tratamento a ser dado às variações de preço do produto depositado desde a data do depósito, bem como à forma e momento de baixa da mercadoria do estoque do depositante.

Assim, pela nova redação, além da obrigação de emissão de Nota Fiscal modelo 1 ou 1-A pelo depositante para o credor do CDA, com destaque do ICMS e base de cálculo representada pelo preço corrente da mercadoria ou similar, no mercado atacadista local ou, na sua falta, regional, que deverá este também emití-la ao depositante original, sem destaque do imposto, contendo o valor da operação que serviu de base de cálculo na emissão da Nota Fiscal para o endossatário, com a finalidade específica de baixa do estoque do depositante.

Desta forma, o novo regramento do CONFAZ reforça o entendimento de que somente no momento da retirada pelo credor do CDA e do WA das mercadorias depositadas é que surtirão para o depositante (vendedor original) os efeitos contábeis de apuração de receita de venda e respectiva baixa de estoque, assim como os efeitos fiscais de apuração dos tributos incidentes sobre a venda, tendo por base de cálculo, no caso do ICMS, o preço corrente da mercadoria no ato da retirada.

4.2.2. Apuração do IRPJ e CSLL sobre os ganhos auferidos

Já em relação aos efeitos da emissão e negociação de títulos e contratos a termo representativos da promessa de entrega futura na apuração do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) do vendedor-emiteente, não há previsão expressa em relação ao momento adequado para o reconhecimento da receita bruta vinculada à venda da mercadoria para entrega futura.

Não obstante tal omissão, o RIR/99, no Livro que trata das pessoas físicas, no Título IV - “Rendimento Bruto”, Capítulo III - “Rendimentos Tributáveis”, Seção VIII - “Rendimentos da Atividade Rural”, Subseção IV - “Receita Bruta”, dispôs de forma análoga, em seu artigo 61, § 2º:

Os adiantamentos de recursos financeiros, recebidos por conta de contrato de compra e venda de produtos agrícolas para entrega futura, **serão computados como receita no mês da efetiva entrega do produto** (grifo nosso).

Assim, em linha com o tratamento dado pela legislação do ICMS, a incidência do IRPJ e da CSLL, no caso da pessoa jurídica vendedora de mercadorias para futura entrega, somente se dará no momento do registro da receita na DRE, quando, obedecendo-se aos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (*Brazilian Generally Accepted Accounting Principles*), dentre os quais destacamos o da competência contábil, é calculado o lucro líquido do exercício, ponto de partida para o cálculo de tais tributos.

No tocante às despesas com pagamento de juros sobre a emissão de títulos de dívida, tais valores serão dedutíveis na apuração do IRPJ e da CSLL, como despesas usuais, normais e necessárias à atividade da empresa emissora, nos termos do artigo 299 do RIR/99.

4.2.3. Incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS

A Contribuição para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS), de acordo com as leis que dispõem tanto do sistema cumulativo¹², como do sistema não-cumulativo¹³, têm como fato gerador o “faturamento mensal”, assim entendido o total das receitas auferidas pela pessoa jurídica, independentemente de sua denominação ou classificação contábil.

Novamente, infere-se que, também no caso da Contribuição para o PIS/Pasep e da COFINS, sua incidência nas operações de emissão de títulos (CPR, CDA e WA) e venda para entrega futura somente se dará por conta do registro da receita (faturamento) a elas relativa, que por sua vez, deverá ocorrer por ocasião da retirada da mercadoria depositada pelo credor (CDA e WA) ou pela entrega da mercadoria pelo emitente da CPR, sendo que, até que tal venda afete o resultado das empresas emitentes, não há de se falar em obrigação de recolhimento destas contribuições sociais.

Isto porque, ratifique-se, o registro da receita de venda da mercadoria depositada, objeto de emissão de CDA e WA endossado para o adquirente das mercadorias, somente poderá ocorrer no momento da efetiva baixa de tal mercadoria do estoque da pessoa jurídica emitente, em estrita observância ao princípio contábil da competência, consagrado no artigo 9º da Resolução do Conselho Federal de Contabilidade nº. 750, de 1993, sendo referida baixa, de acordo com o Convênio ICMS nº. 48/08 retro-citado, devida por ocasião da entrega da mercadoria ao endossatário.

4.2.4. Contribuição para o INSS na liquidação do Título

No tocante à Contribuição Social destinada ao Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), que no caso das pessoas jurídicas produtoras rurais e das agroindústrias, é devida sobre “o valor da receita bruta proveniente da comercialização da produção”, em substituição à incidência sobre a folha de pagamentos, nos termos dos artigos 25 da Lei nº. 8.870, de 15 de Abril de 1994 e 22A da Lei nº. 8.212, de 24 de Julho de 1991, sua incidência dar-se-á somente no

¹² Lei nº. 9.718, de 27 de Novembro de 1998.

¹³ Leis nº. 10.637, de 30 de Dezembro de 2002 (Contribuição para o PIS/Pasep) e nº. 10.833, de 29 de Dezembro de 2003 (COFINS).

momento do reconhecimento da receita bruta da comercialização da produção, que, no caso da venda para entrega futura ou emissão de títulos representativos de mercadorias agrícolas (CPR, CDA e WA), pode ser postergado para a data da efetiva entrega.

Assim, também no caso da Contribuição ao INSS dos produtores rurais e das agroindústrias, a emissão de títulos do agronegócio ou a celebração de contratos para entrega futura não geram efeitos tributários até o momento da efetiva entrega da mercadoria, quando será reconhecida a receita bruta de venda.

4.2.5. IOF

O Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários (“IOF”) foi instituído pela Lei nº. 8.894, de 21 de Junho de 1994 e regulamentado pelo Decreto nº. 6.306, de 14 de Dezembro de 2007, incidindo sobre: (i) operações de crédito realizadas (a) por instituições financeiras; (b) por empresas cuja atividade seja de factoring; (c) entre pessoas jurídicas ou entre pessoa jurídica e pessoa física; (ii) operações de câmbio; (iii) operações de seguro realizadas por seguradoras; (iv) operações relativas a títulos ou valores mobiliários; e (v) operações com ouro, ativo financeiro, ou instrumento cambial.

No tocante as operações de crédito e com títulos ou valores mobiliários envolvendo CDA e WA, por serem negociados nos mercados de bolsa e de balcão como ativos financeiros, nos termos do artigo 18 da Lei nº. 11.076/04, estas estarão isentas do imposto; o mesmo ocorre para as negociações envolvendo CPR, nos termos do § 2º ao artigo 19 da Lei nº. 8.929/94.

Por fim, de acordo com o artigo 33 do Decreto nº. 6.306/07, a alíquota do IOF fica reduzida a zero nas operações com CDCA, LCA e CRA, criados pelo artigo 23 da Lei nº 11.07604.

Ou seja, conclui-se que também no âmbito do IOF, imposto dotado de carácter extrafiscal (política monetária e cambial), há incentivo para a aplicação de recursos nos novos instrumentos financeiros do agronegócio, criados pelas Leis nº. 8.929/94 e nº. 11.076/04.

4.2.6. IRPF

No tocante à tributação dos juros remuneratórios dos novos títulos do agronegócio, os quais são considerados como de “renda fixa” (artigo 1º da Lei nº. 11.033/04), nos termos do

artigo 3º, inciso IV da Lei nº. 11.033/04, foram isentados do IRRF e do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) a remuneração produzida por CDA e WA, bem como nas operações envolvendo CDCA, LCA e CRA.

Ademais, ficou isenta do IRRF e do IRPF na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida pela CPR, com liquidação financeira (CPR-F), instituída pela Lei nº. 8.929/94, alterada pela Lei nº. 10.200, de 14 de Fevereiro de 2001, desde que negociada no mercado financeiro.

4.3. Aspectos Contábeis

Em relação ao momento do reconhecimento da operação de venda de *commodities* no mercado a termo, recorreremos ao princípio contábil da “Realização da Receita”, que segundo FIPECAFI (2006, p. 61), pode ser considerado que:

a receita é considerada realizada e, portanto passível de registro na Contabilidade, quando produtos ou serviços produzidos ou prestados pela Entidade são transferidos para outra Entidade ou pessoa física com a anuência destas mediante pagamento ou compromisso de pagamento especificado perante a Entidade produtora (...) (grifo nosso).

Desta forma, admite-se o registro da receita relativa às vendas para entrega futura somente na transferência das mercadorias vendidas para o comprador.

Impõe-se, aqui, verificar o momento jurídico da real transferência da mercadoria, que ainda segundo FIPECAFI (2006), define que “*normalmente se concretiza quando todo, ou praticamente todo, o esforço para obter a receita já foi desenvolvido*”.

Para tal verificação, recorreremos à legislação comercial brasileira. De acordo com o Código Civil Brasileiro (Lei nº. 10.406, de 10 de Janeiro de 2002), no artigo 237, até a tradição (transferência efetiva) pertence ao devedor a coisa, assim ratificado pelo artigo 1.226 do mesmo Código, segundo o qual, os direitos reais sobre coisas móveis, quando constituídos, ou transmitidos por atos entre vivos, só se adquirem com a tradição.

Referida “tradição” significa a entrega física do bem móvel, como é o caso em questão. A Seção IV do Código Civil, que trata da tradição, dispõe que a propriedade das coisas não se transfere pelos negócios jurídicos antes da tradição, salvo os casos em que esta é presumida.

O negócio jurídico em questão, nos casos de venda para entrega futura de mercadoria, enquadra-se no Título VI do CC - “Das Várias Espécies de Contrato”, Capítulo I - “Da Compra e Venda”, artigo 481, que descreve tal espécie de contrato pelo qual um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro.

Isso significa dizer que, nos contratos de compra e venda para entrega futura, a aquisição da propriedade pelo comprador somente se dará pela tradição, a não ser que haja estipulação diversa no contrato, razão pela qual, no campo da contabilidade, o reconhecimento da realização da receita de venda pelo vendedor somente se dará com a efetiva entrega da mercadoria.

O mesmo se aplica, de forma análoga, à emissão e negociação de títulos representativos da entrega de mercadorias, tais como: CPR, CDA e WA. Isto porque, no momento da emissão, a empresa emitente registra uma obrigação (passivo) de quitar o título, contra um direito (ativo) financeiro, ou seja, recebimento de numerário em caixa, advindo da captação primária do certificado de sua emissão.

Nesse caso, a pessoa jurídica deverá manter, em sua contabilidade, o passivo referente ao título emitido até sua liquidação, seja física ou financeira. Com a liquidação, caso financeira, a empresa deverá creditar (reduzir) seu caixa e liquidar seu passivo.

Se a liquidação for física, haverá a baixa do estoque de mercadorias, gerando uma receita de venda, cujo fluxo financeiro implica a baixa do passivo, como se a empresa houvesse efetuado uma venda para entrega futura.

Desta feita, as incidências tributárias mencionadas somente se darão por ocasião da liquidação dos títulos, conforme anteriormente assentado.

5. OPERAÇÕES ENVOLVENDO CRA – COMPANHIAS SECURITIZADORAS

5.1. Conceito

Uma importante característica observada na dinâmica do Sistema Financeiro Nacional é o destacado crescimento das operações de captações financeiras por meio de títulos emitidos pelos próprios tomadores de recursos, alternativa que vem tomando, em boa parte, o lugar dos empréstimos convencionais dos bancos, constituindo um mercado de emissão direta em que se estabelece a securitização da carteira de recebíveis das empresas (ASSAF, 2009).

A securitização de recebíveis é realizada geralmente por empresas que apresentam uma carteira bastante pulverizada de valores a receber, em que nenhum recebível represente parcela relevante de seu total. A empresa tomadora de recursos negocia sua carteira de recebíveis com uma empresa criada especialmente para esta finalidade, denominada SPE – Sociedade de Propósitos Específicos (*Special Purpose Company*) – a qual levanta recursos no mercado mediante a emissão de títulos lastreados nestes valores adquiridos.

Os recursos captados pela SPE com a emissão e colocação dos títulos, geralmente de longo prazo, são utilizados para a compra da carteira de recebíveis, com vencimento, frequentemente, a curto prazo, tornando possível formar um caixa que viabiliza a realização de novos negócios com recebíveis.

Na operação de securitização, é nomeada uma instituição financeira para atuar como agente fiduciário, cujo objetivo principal é monitorar, por meio da análise de relatórios financeiros e de auditoria, a situação da SPE, efetuando avaliações de seu desempenho, e acionar medidas necessárias, visando proteger os interesses dos investidores.

Nesse contexto, a Securitizadora de Recebíveis do Agronegócio possui o mesmo tratamento tributário de uma Securitizadora de Créditos Financeiros e/ou Imobiliários, pois ainda não há regulamentação específica sobre aquele tipo de securitizadora.

As Companhias Securitizadoras¹⁴ de Recebíveis do Agronegócio são sociedades anônimas, classificadas como instituições não-financeiras, que têm por finalidade a aquisição e securitização dos direitos creditórios do agronegócio, mediante emissão e colocação, no mercado financeiro e de capitais, de CRA.

¹⁴ A Lei nº 11.076/04 em seus artigos 38 e 39 dispõe sobre Companhias Securitizadoras de Direitos Creditórios do Agronegócio.

Nesse ínterim, a Sociedade Securitizadora especializada em créditos do agronegócio, apesar de ser considerada instituição não-financeira, foi autorizada pelo texto legal (Lei nº. 11.076/04) à captação de recursos nos mercados financeiros e de capitais. Ou seja, a Lei silenciou sobre a necessidade de se tornar sociedade de capital aberto, registradas na CVM.

As principais vantagens para a constituição da Securitizadora são a possibilidade de redução de custos e exigências regulatórias, além de transformar um fluxo de recebíveis de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, propiciando novas alavancagens financeiras para as empresas que possuem créditos com lastro agrícola e que possam atrelar a eles garantias, também agrícolas.

5.2. Aspectos Contábeis

5.2.1. Lastro

Conforme parágrafo único do artigo 23 da Lei nº. 11.076/2004, o CRA deverá ser vinculado 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.

Para que haja a caracterização dos direitos creditórios do agronegócio, faz-se necessário compreender o conceito de “produtor rural”, tomado emprestado da legislação tributária, mais precisamente da Instrução Normativa da Secretaria da Receita Previdenciária nº. 03, de 14 de Julho de 2005, que assim definiu:

A pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos.

Ressalte-se a necessidade de uma interpretação abrangente dos negócios passíveis de originar tais direitos, de modo que tal conceito abarque não somente as pessoas expressamente mencionadas no referido normativo, mas também todos os agentes envolvidos de forma direta ou indireta na cadeia do agronegócio, conforme conceitua Buranello (2009):

conjunto de atividades compreendidas entre a fabricação e suprimentos de insumos, da formação e produção nas unidades agropecuárias, até o processamento, acondicionamento, armazenamento, distribuição e consumo dos produtos in natura ou industrializados .

5.2.2. Regime Fiduciário

Consoante o artigo 39 da Lei nº. 11.076/04, as Companhias Securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre os direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couberem, pelas disposições constantes da Lei nº. 9.514, de 20 de Novembro de 1997, atinente à emissão e negociação de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

O regime fiduciário sobre os direitos creditórios do agronegócio será instituído a fim de lastrear a emissão do CRA, sendo necessária, neste caso, a nomeação de um agente fiduciário: instituição financeira ou companhia autorizada pelo BACEN, instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora, através da emissão do Termo de Securitização de Créditos que deverá conter os seguintes elementos, nos termos da Lei nº. 10.931, de 02 de Agosto de 2004:

- (i) a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão;
- (ii) a identificação dos títulos emitidos;
- (iii) a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso;
- (iv) a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão;
- (v) a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão;
- (vi) a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos;
- (vii) a nomeação do agente fiduciário, como a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; e,
- (viii) a forma de liquidação do patrimônio separado.

Apesar da instituição do regime fiduciário ser uma faculdade da companhia securitizadora, este regime apresenta algumas vantagens, uma vez que os créditos objeto deste, nos termos do artigo 11 da Lei nº. 9.514/97:

- (i) constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora;
- (ii) manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados;
- (iii) destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais;
- (iv) estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora;
- (v) não são passíveis de constituição de garantia ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam; e,
- (vi) só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados.

A companhia securitizadora responderá com a integralidade de seu patrimônio pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado (Lei nº. 9.514/97).

Instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras (Lei nº. 9.514/97).

Apesar de ainda não conter nenhuma regulamentação específica na esfera contábil para o CRA, as normas atinentes ao CRI devem ser utilizadas. Nesta linha, quando da opção pela utilização do regime fiduciário, as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio devem (Lei nº. 9.514/97):

- (i) manter apartados os bens e direitos objeto de cada emissão;
- (ii) manter e movimentar os recursos financeiros do patrimônio de afetação em conta de depósito aberta especificamente para tal fim; e,
- (iii) manter escrituração contábil completa, ainda que esteja desobrigado pela legislação tributária.

Quando da escolha pela companhia securitizadora da adoção do regime fiduciário, faz-se necessária a presença de um agente fiduciário, ao qual incumbirá, nos termos do artigo 13 da Lei nº. 9.514/97:

- (i) zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado;
- (ii) adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos beneficiários, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça;
- (iii) exercer, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, a administração do patrimônio separado;
- (iv) promover, na forma em que dispuser o Termo de Securitização de Créditos, a liquidação do patrimônio separado; e,
- (v) executar os demais encargos que lhe forem atribuídos no Termo de Securitização de Créditos.

No caso de insolvência da companhia securitizadora, o agente fiduciário assumirá imediatamente a custódia e administração dos créditos integrantes do patrimônio separado e convocará a assembléia geral dos beneficiários para deliberar sobre a forma de administração (Lei nº. 9.514/97)

5.2.3. Regulamentação do Mercado

A CVM comunicou ao mercado, em 18 de Novembro de 2008, que utilizará para a análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de CRA e companhias securitizadoras emissoras de CRA, a regulamentação aplicável ao registro de ofertas e emissores de CRI¹⁵

Dessa forma, a Instrução CVM nº. 414, de 30 de Dezembro de 2004, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de CRI, será aplicada subsidiariamente, naquilo que for aplicável, às companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.

Além disso, a Instrução CVM nº. 400, de 29 de Dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, também será utilizada para assuntos relacionados à emissão de CRA.

¹⁵ Certificados de Recebíveis Imobiliários, criados pela Lei nº. 9.514/97: título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

Por fim, a Instrução CVM nº. 476, de 16 de Janeiro de 2009, que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados, também deverá ser aplicada ao CRA.

O CRA poderá ser distribuído publicamente e negociado em Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercado de balcão organizado autorizado a funcionar pela CVM, podendo ter, nos termos da Lei nº. 9.514/97, 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 compõe este ativo.

5.3. Aspectos Tributários

Em relação aos impactos tributários aplicáveis à Companhia Securitizadora, são adotadas se as seguintes premissas:

- (i) os créditos cedidos possuem natureza de créditos financeiros/agrícolas;
- (ii) não há co-obrigação na cessão;
- (iii) trata-se de títulos performados;
- (iv) a cessão é feita por valor de mercado e, em geral, com deságio; e,
- (v) os títulos são vincendos.

5.3.1. Apuração do IRPJ e da CSLL

O RIR/99, em seu artigo 246, incisos II e VI, dispõe que:

Artigo 246. Estão obrigadas à apuração do lucro real as pessoas jurídicas:

(...)

II - cujas atividades sejam de bancos comerciais, bancos de investimentos, bancos de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades corretoras de títulos, valores mobiliários e câmbio, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, empresas de arrendamento mercantil, cooperativas de crédito, empresas de seguros privados e de capitalização e entidades de previdência privada aberta;

(...)

VI - que explorem as atividades de prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração

de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultante de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços factoring);

Desta forma, considerando que as Companhias Securitizadoras exploram como atividade principal a compra de direitos creditórios ou simplesmente a cessão de créditos, a rigor, estas deveriam se submeter ao regime de apuração do IRPJ e da CSLL exclusivamente pelo lucro real, cuja base de cálculo deverá ser a receita obtida na operação de securitização dos créditos, deduzidas as despesas incorridas consideradas normais, usuais e necessárias à atividade, incluindo os custos de prestação de serviços de cobrança e eventuais juros pagos para credores, contratados a preço de mercado.

A alíquota corporativa totaliza 34% (IRPJ 25% e CSLL 9%).

Todavia, merece destaque a Solução de Consulta nº 342/2005, em que a Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB) reconhece o direito das Companhias Securitizadoras de apurar o IRPJ e a CSLL pela sistemática do lucro presumido:

DECISÃO EM PROCESSO DE CONSULTA:

1 - SECURITIZADORAS DE CRÉDITOS - LUCRO PRESUMIDO - Empresa de securitização pode optar na apuração do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ), pelo Lucro Presumido, desde que cumpra as condições impostas para este tipo de tributação. Dispositivos Legais: Lei nº 9.718/1998, art. 14 inciso VI, e arts. 246 e 516 do RIR/99.¹⁶

Sendo assim, a Sociedade Securitizadora poderá se submeter ao regime de apuração pelo lucro presumido desde que não ultrapasse o faturamento anual de R\$48.000.000,00 (quarenta e oito milhões de reais), no ano-calendário imediatamente anterior.

Quanto ao percentual de presunção a ser adotado pela Companhia Securitizadora que optar pela apuração do lucro pelo método presumido, a legislação tributária não é clara, dando margem a interpretações diversas. Partindo-se da premissa de que a principal atividade da Companhia Securitizadora é a prestação de serviço de análise mercadológica, intermediação e administração de títulos, esta deverá adotar como percentual de presunção para apuração da base de cálculo do IRPJ e da CSLL, 32% sobre a receita bruta, totalizando alíquota corporativa efetiva de 10,88% (IRPJ 8% e CSLL 2,88%).

¹⁶ Solução de Consulta nº 342/05. Órgão: SRRF/3ª Região Fiscal. Publicação no D.O.U.: 23/12/2005.

Por outro lado, a RFB recentemente publicou Solução de Consulta no sentido que os percentuais de presunção a serem adotados por Companhias Securitizadoras de ativos empresariais seriam de 8% para o IRPJ e 12% para CSLL¹⁷:

COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS. RESULTADO PRESUMIDO. BASE DE CÁLCULO. Para efeitos de apuração da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido devida por pessoa jurídica cuja atividade é a securitização de ativos empresariais, que tenha optado pela tributação do Imposto de Renda com base no lucro presumido, inexistente esteio legal para excluir da receita bruta auferida os custos referentes à aquisição de recebíveis. Sobre a receita bruta apurada **incide o percentual de 12%** (grifo nosso).

Nesse mesmo sentido,

COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS. LUCRO PRESUMIDO. OPÇÃO. BASE DE CÁLCULO. Por não se enquadrar em qualquer das condições de obrigatoriedade de tributação do Imposto de Renda pelo Lucro Real, a companhia securitizadora pode optar pelo Lucro Presumido, desde que atendidas as demais condições estipuladas em lei. Para efeitos de apuração da base de cálculo presumida do IRPJ por empresa cuja atividade é a securitização de ativos empresariais, inexistente esteio legal para excluir da receita bruta auferida os custos referentes à aquisição de recebíveis. Sobre a receita bruta apurada **incide o percentual de 8%** (grifo nosso).

Ademais, nos termos da legislação societária em vigor (Lei nº. 6.404/76), os elementos do ativo (direitos e títulos de crédito e quaisquer valores mobiliários) deverão ser avaliados segundo os critérios estabelecidos em seu artigo 183.

Por sua vez, o referido artigo determina que os créditos devam ser registrados por seu custo de aquisição, se este for menor que o valor de mercado, ou seja, a Sociedade Securitizadora, que estiver adquirindo os créditos, deverá registrá-los em seu ativo, pelo seu custo de aquisição. Note-se, portanto, que o reconhecimento contábil dos créditos pela Sociedade Securitizadora não resultará, no momento do registro, em efeitos de cunho tributário.

5.3.2. Incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS

¹⁷ Solução de Consulta nº 33/09. Órgão: SRRF / 8ª Região Fiscal. Publicação no D.O.U.: 06.02.2009.

As Companhias Securitizadoras que tenham por objeto a securitização de créditos devem adotar a sistemática cumulativa de tributação da Contribuição para o PIS/Pasep e da COFINS, conforme disposto no inciso I, do artigo 8º da Lei nº 10.637/02. Assim, a Sociedade Securitizadora está sujeita à incidência da Contribuição para o PIS/Pasep à alíquota de 0,65% e da COFINS à alíquota de 4%¹⁸.

Nesse caso, não há permissão para desconto de qualquer crédito para fins de apuração das contribuições, como acontece nos casos em que se aplica a sistemática não-cumulativa.

Contudo, a Sociedade Securitizadora pode deduzir da base de cálculo da COFINS e da Contribuição ao PIS/Pasep as despesas incorridas para captação de recursos financeiros, nos termos do artigo 3º da Lei nº 9.718/98, com as alterações da Medida Provisória nº 2.158-35/01.

Assim, quando as despesas forem dessa natureza, desde que seja possível demonstrar de modo claro o custo de captação, a exclusão da base de cálculo das contribuições poderá ser aplicada.

5.4. Quadro Comparativo: CRA x Certificados de Recebíveis preexistentes

No quadro comparativo abaixo, são pontuadas as diferenças, sob a ótica contábil e tributário, de operações envolvendo os CRA e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CDI), títulos amplamente utilizados no financiamento do setor de construção e incorporações imobiliárias, já avalizados pelo mercado financeiro e de capitais, do ponto de vista do investidor (pessoa física ou jurídica) e do emitente (Companhia Securitizadora):

TRIBUTOS	Certificado de Recebíveis do Agronegócio	Certificado de Recebíveis Imobiliários
	Investidor Pessoa Física (Residente no Brasil)	Investidor Pessoa Física (Residente no Brasil)
Imposto de Renda	Isenção do Imposto de Renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, sobre a remuneração produzida por CRA.	- Isenção do Imposto de Renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, sobre a remuneração produzida por CRI; - Isenção também aplicável aos Fundos de Investimento Imobiliário, sobre a remuneração produzida por CRI.
IOF/Títulos	Alíquota do IOF/Títulos reduzida a zero nas operações com CRA.	Alíquota do IOF/Títulos de 1% ao dia sobre o valor do resgate, cessão ou repactuação, limitado ao rendimento da operação, em função do prazo,

¹⁸ Artigo 18 da Lei nº 10.684, de 30 de Maio de 2003.

		conforme tabela anexa ao Decreto nº 6.306/07.
--	--	---

Quadro 1. Investidor Pessoa Física

TRIBUTO	Certificado de Recebíveis do Agronegócio	Certificado de Recebíveis Imobiliários
	Investidor Pessoa Jurídica	Investidor Pessoa Jurídica
IRRF	Renda Fixa: - 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias; - 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias; - 17,5% em aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias; - 15% em aplicações com prazo acima de 720 dias.	Renda Fixa: - 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias; - 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias; - 17,5% em aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias; - 15% em aplicações com prazo acima de 720 dias.
IRPJ/CSLL	IRRF como antecipação do devido, sem prejuízo da tributação corporativa (IRPJ e CSLL – 34%), tanto pelo lucro real quanto presumido.	IRRF como antecipação do devido, sem prejuízo da tributação corporativa (IRPJ e CSLL – 34%), tanto pelo lucro real quanto presumido.
PIS/COFINS	Alíquota zero de Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS, no regime não-cumulativo de apuração, e não-incidência no regime cumulativo (receitas financeiras).	Alíquota zero de Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS, no regime não-cumulativo de apuração, e não-incidência no regime cumulativo (receitas financeiras).
IOF/Títulos	Alíquota Zero de IOF/Títulos.	Alíquota do IOF/Títulos de 1% ao dia sobre o valor do resgate, cessão ou repactuação, limitado ao rendimento da operação, em função do prazo, conforme tabela anexa ao Decreto nº 6.306/07.

Quadro 2. – Investidor Pessoa Jurídica

TRIBUTO	Certificado de Recebíveis do Agronegócio	Certificado de Recebíveis Imobiliários
	Securitizadora	Securitizadora
IRPJ/CSLL	Lucro Real: 34% sobre o resultado líquido da operação; Possibilidade de optar pelo Lucro Presumido: o percentual de presunção dependerá do objeto da Securitizadora – 32% ou 8% para o IRPJ e 12% para a CSLL (Securitizadora de ativos empresarias, segundo resposta de consulta da	Lucro Real: 34% sobre o resultado líquido da operação; Possibilidade de optar pelo Lucro Presumido: o percentual de presunção dependerá do objeto da Securitizadora – 32% ou 8% para o IRPJ e 12% para a CSLL (Securitizadora de ativos empresarias, segundo resposta de consulta da RFB).

	RFB).	
PIS/COFINS	Sistemática cumulativa obrigatória – alíquota de 0,65% de Contribuição para o PIS/Pasep e 4% para a COFINS; Possibilidade de dedução, da base de cálculo das contribuições, das despesas incorridas para captação de recursos financeiros (art. 3º, § 8º, III da Lei nº. 9.718/98).	Sistemática cumulativa obrigatória – alíquota de 0,65% de Contribuição para o PIS/Pasep e 4% para a COFINS; Possibilidade de dedução, da base de cálculo das contribuições, das despesas incorridas para captação de recursos financeiros (art. 3º, § 8º, I da Lei nº. 9.718/98).
ISS	A depender do enquadramento da atividade e do Município em que se localiza a Securitizadora, poderá haver incidência do ISS, pelas alíquotas de 2% a 5% - afastamento judicial com robustas chances de êxito	A depender do enquadramento da atividade e do Município em que se localiza a Securitizadora, poderá haver incidência do ISS, pelas alíquotas de 2% a 5% - afastamento judicial com robustas chances de êxito

Quadro 3. – Aspectos Contábeis e Tributários da Companhia Securitizadora

6. CASOS ESTUDADOS

6.1. Introdução

Após a revisão teórica aplicável aos instrumentos financeiros em estudo, nesse tópico procurar-se-á descrever neste capítulo o *modus operandi* pelo qual estes conceitos têm sido aplicados na prática, pela descrição das companhias e os seus respectivos ativos envolvidos, fluxos da operação, prazos, formas de remuneração e garantias prestadas.

Para exemplificação, foram estudadas duas operações reais, a primeira analisa-se uma operação no setor sucroalcooleiro, que envolve a emissão de CDCA para captação de crédito internacional, e o segundo caso analisado refere-se ao setor de pecuário, que envolvendo uma operação, em que cria-se uma Companhia Securitizadora, para realizar a emissão dos títulos de CRA, que tem como finalidade realizar a captação recursos, perante fundos internacionais.

Na sequência, apresentam-se os detalhes de cada operação, procurou efetuar reconhecimento e as simulações numéricas (mensuração) baseadas nos princípios contábeis e analisar o impacto das transações sobre a receita, o resultado e o patrimônio das companhias envolvidas, bem como a evidenciação nas demonstrações financeiras de forma resumida (Balanço Patrimonial de Demonstração de resultado do exercício).

Optou-se pela utilização destes casos por serem considerados pioneiros no setor, tanto em relação à estrutura jurídica utilizada, pela emissão do CDCA e do CRA, quanto em relação à relevância dos montantes envolvidos, tendo as operações sido viabilizadas nos anos de 2006 (no caso da emissão do CDCA) e 2009 (no caso da emissão do CRA).

Os dados utilizados nas simulações a seguir foram coletados ao longo do desenho, estruturação e implementação das operações ora discutidas, tendo em vista a participação *in loco* como assessores jurídicos, razão pela qual as informações relativas às companhias, os valores exatos e determinados detalhes mercadológicos foram omitidos para preservar o sigilo das informações referentes ao produto financeiro.

6.2. CASO 1: Setor Sucroalcooleiro

O setor sucroalcooleiro brasileiro, não obstante o destaque atualmente dado à produção de etanol e ao desenvolvimento de mecanismos limpos de produção de energia, mantém-se calcado na necessidade constante de caixa, alavancada principalmente pela captação de

empréstimos e financiamentos perante instituições públicas, dada a sazonalidade que enfrenta ao longo de cada ano – o período de safra da cana-de-açúcar, no centro-sul do país, vai normalmente de Abril a Dezembro.

Outra forma de geração de caixa historicamente utilizada pelas companhias do setor é a inadimplência perante o Fisco, sobretudo federal e estadual, pelo não-recolhimento de tributos como a Contribuição para o PIS/Pasep, a COFINS e o ICMS no vencimento, tornando a Fazenda Pública um dos grandes financiadores da produção do açúcar e do álcool no Brasil, conforme se pode depreender pela análise de balanço de diversas empresas do setor, enquadradas, inclusive, como “grandes devedoras” perante a RFB.

Grande parte desta estrutura de capital desbalanceada é derivada de crises sistêmicas atravessadas no final das décadas de 80, diante da intervenção extrema do Estado, através do Instituto de Açúcar e do Alcool (“IAA”), órgão federal responsável pela política de preços da cana-de-açúcar e do açúcar e 90, com a queda dos preços do açúcar no mercado mundial e os efeitos das crises internacionais localizadas.

Nos últimos 5 anos, parte do desempenho positivo do setor com destaque para os anos de 2004 a 2007, devido à abertura de novas linhas de financiamento de capital de fontes privadas, pela abertura de capital de grandes agroindústrias e a abundância de crédito por investidores estrangeiros, em substituição ao já desgastado modelo público de financiamento do agronegócio adotado no Brasil.

Neste contexto, os novos títulos do agronegócio foram criados em 2004 e regulamentados pela Lei nº. 11.076/04 com o objetivo de criar um mercado organizado que pudesse oferecer maior liquidez e segurança aos investidores interessados em operações de *venture capital* no agronegócio, diminuindo os riscos intrínsecos do setor.

Para tanto, em uma operação envolvendo CPR, por exemplo, o investidor tem como garantia o penhor rural da lavoura, a ser registrado na Matrícula da propriedade do financiado perante o Cartório de Registro de Imóveis da comarca, bem como no Cartório de Registro de títulos e documentos do domicílio do devedor, assegurando direito de preferência em eventual execução para arresto de produto vinculado à CPR emitida.

Para as operações com CDCA, a garantia do investidor reside nos recebíveis a ele cedidos em regime fiduciário, ou seja, os direitos atinentes aos recebíveis são a ele transferidos até a quitação integral da obrigação de pagamento do CDCA; caso contrário, estes são transferidos a sua titularidade, para adimplemento da obrigação principal contratada. Ressalte-se que os direitos creditórios cedidos, por estarem vinculados à performance de contratos

envolvendo commodities, poderão ter como garantia os próprios produtos, em regime de penhor ou alienação fiduciária.

6.2.1. Descrição da Operação

A operação abaixo descrita decorreu-se no ano de 2006 por uma Usina de Açúcar e Álcool localizada na região de Ribeirão Preto, para a captação de recursos financeiros que totalizaram R\$ 45.000.000,00, financiados por fundo de investimentos de capital estrangeiro com interesse e apetite em aplicação em fundos do agronegócio, tendo como principal objetivo o *funding* inicial para a construção de nova unidade de produção da Companhia, nos seguintes termos:

DADOS DA OPERAÇÃO

Instrumento	CDCA
Principal (R\$)	45.000.000,00
Prazo (meses)	36
Taxa de Juros (a.m.)	1,20%

Quadro 4. – Dados da Operação.

Uma operação deste porte envolve agentes (empresa) especializados em finanças corporativas, denominados “estruturadores”, eles são responsáveis pelas análises de *rating* do captador, viabilidade financeira da operação, prazos para liquidação e taxas de juros envolvidas. Em geral, estas empresas detêm contatos com representantes de fundos estrangeiros no Brasil, que estão interessados em realizar investimentos no agronegócio brasileiro, de acordo com seus Regulamentos Internos e normatização da CVM.

Esta modalidade de operação requer, ainda, o envolvimento do chamado *offtaker*¹⁹ do açúcar, bem como a participação de assessoria jurídica especializada, responsável pelo desenho da operação, estruturação do título, elaboração dos contratos envolvidos, por exemplo: Contrato de Compra e Venda de *commodities*, Contrato de Monitoramento, Contrato de Seguro -, análise e registro das garantias envolvidas na operação de penhor rural, penhor mercantil, alienação ou cessão fiduciária, aval, fiança, etc., além de parecer jurídico no final da operação.

¹⁹ Empresa comercial exportadora no Brasil ou importador estrangeiro interessado em adquirir o produto comercializado pelo captador dos recursos.

A assessoria jurídica, basicamente, terá como responsabilidade a realização de *due diligences*²⁰ nas demonstrações financeiras e documentos auxiliares do captador, com vistas a identificar desdobramentos societários e contratuais e quantificar eventuais contingências trabalhistas, cíveis, tributárias e ambientais que possam colocar em risco a operação de financiamento.

Neste tipo de operação faz-se necessário a contratação de empresa especializada que realize a guarda e o monitoramento de armazéns e lavouras. Ela será responsável por assegurar a integridade física das garantias prestadas pelo captador em favor do financiador, além de seguro contra incêndios, furtos, roubos, casos fortuitos ou de força maior perante Companhia Seguradora especializada.

Tendo em vista todas as entidades envolvidas, o desenho da operação de financiamento é ilustrado abaixo:

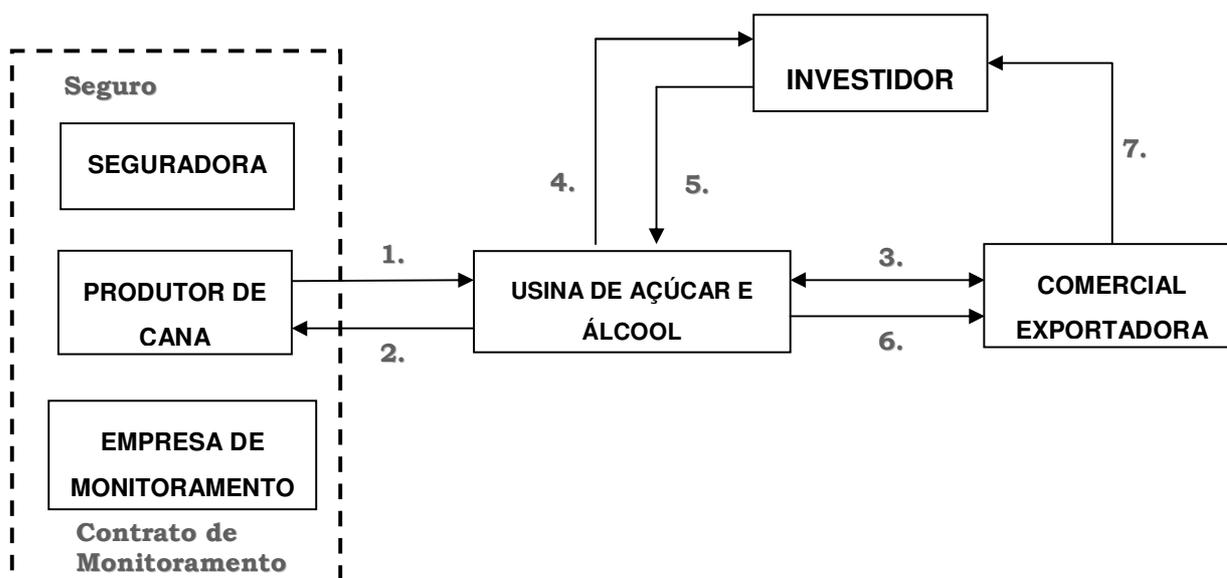


Figura 2. – Fluxograma da Operação de Emissão de CDCA no setor Sucroalcooleiro

A descrição do fluxo econômico operacional é apresentada a seguir:

1. O produtor de cana-de-açúcar emite CPR relativas à promessa de entrega futura de cana-de-açúcar, tendo como credor da obrigação a Usina de Açúcar e Álcool;

²⁰ Auditoria externa contábil e dos aspectos jurídicos (societários, contratuais, securitários, tributários, cíveis, trabalhistas e ambientais) atinentes à empresa.

2. A Usina de Açúcar e Álcool efetua a liberação de valores relativos à CPR para o produtor de cana-de-açúcar, de modo que este possa aplicar os recursos na lavoura. Neste momento, são celebrados contratos de seguro e monitoramento da lavoura;
3. A Usina de Açúcar e Álcool celebra Contrato de Compra e Venda para entrega futura de açúcar para empresa comercial exportadora interessada na aquisição desta mercadoria com fim específico de exportação;
4. Tendo como base os direitos creditórios advindos da CPR em carteira, bem como do Contrato de Compra e Venda para Entrega Futura, a Usina de Açúcar e Álcool emite um CDCA lastreado nesses recebíveis, o qual é adquirido por investidor ou fundo estrangeiro, sujeito à remuneração fixa;
5. O investidor libera os fundos relativos ao CDCA adquirido, os quais são utilizados pela Usina de Açúcar e Álcool para a manutenção da planta de produção, aquisição de matéria-prima e produção do açúcar;
6. A Usina de Açúcar e Álcool performa o Contrato de Compra e Venda para Entrega Futura de Açúcar, encaminhando ao porto de embarque o açúcar adquirido pela empresa comercial exportadora;
7. Ao receber a documentação referente ao açúcar, a empresa comercial exportadora efetua o pagamento respectivo diretamente em conta vinculada no exterior, em favor do investidor possuidor do CDCA

Conforme discutido anteriormente, nesta operação foram utilizadas CPR de cana-de-açúcar emitidas por produtores, sobretudo pela empresa agrícola do grupo captador, as quais estavam lastreadas em cana-de-açúcar plantada em áreas próprias ou de terceiros, possuídas por intermédio de contratos de arrendamento rural ou parceria rural.

Esta emissão de CPR envolveu o registro de penhor rural de primeiro grau nas Matrículas dos imóveis onde se localizam as áreas dadas em garantia, que garante ao beneficiário o direito de disposição da lavoura em caso de inadimplemento das cláusulas que compõem o penhor, vinculando as CPR emitidas à área em que se localiza a lavoura de cana-de-açúcar.

Nesse caso, a lavoura de cana-de-açúcar empenhada (dada em garantia) na operação correspondeu a 130% da área necessária para se produzir a cana-de-açúcar equivalente ao volume de açúcar a ser produzido e vendido pela Usina de Açúcar e Álcool necessário para repagar o principal liberado e os juros respectivos, de acordo com o preço da *commodity* acordado no Contrato de Compra e Venda com a empresa comercial exportadora, conforme cálculo abaixo:

FINANCIAMENTO

Principal (R\$)	45.000.000,00
Juros (R\$)	24.137.068,97
TOTAL	69.137.068,97

Quadro 5. – Dados da Operação.

A partir do principal liberado pelo financiador, considerando-se a taxa de juros de 1,2% a.m. e o prazo de 3 anos (36 meses), chega-se ao montante total devido pelo captador ao final da operação – R\$ 69.137.068,97. Considerando-se o preço médio da tonelada do açúcar, de R\$ 1.100,00, chega-se à quantidade de toneladas de açúcar e de cana-de-açúcar envolvidas, que é necessário um volume médio de 9,53 toneladas de cana-de-açúcar para produzir 1 tonelada de açúcar, da seguinte forma:

PRODUTO

Preço do Açúcar (R\$/t)	1.100,00
Quantidade (t)	62.852
MP Necessária (t)	598.589

Quadro 6. – Cálculo da Matéria-Prima (cana-de-açúcar) necessária.

Com esta necessidade de matéria-prima ao longo do prazo total da operação (3 anos), calcula-se a área da lavoura necessária para gerá-la a cada safra, conforme cálculo a seguir:

ÁREA

Cana-de-açúcar (t)	598.589
Quantidade/safra (t)	199.530
Produtividade (t/alq.)	220
Área Necessária (alq.)	906,9535
Área Empenhada (alq.)	1.179,0396

Quadro 7. – Cálculo da Área Total de lavoura de cana-de-açúcar empenhada por safra.

Desta forma, na operação em tela, a Usina de Açúcar e Alcool disponibilizou 1.179,0396 alqueires (2.853,2758 hectares) de área de lavoura para gravar as garantias do financiamento e

assegurar a liberação do principal, realizado em *tranches*²¹, de acordo com a apresentação dos documentos representativos da formalização das garantias.

6.2.2. Simulações

Analisada a operação de financiamento sob a ótica econômica e financeira, passaremos a tratar, de forma isolada, dos impactos contábeis e tributários atinentes ao registro nas entidades envolvidas, mormente no produtor rural pessoa jurídica emitente das CPR, considerado de forma individualizada, tendo em vista que a operação envolve inúmeros produtores rurais, a Usina de Açúcar e Álcool e o investidor do CDCA.

Para tanto, considerou a título ilustrativo, o registro e pagamento de 1 parcela dos juros devidos pelos devedores da CPR e do CDCA, bem como a análise do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado de Exercício, após a emissão e após a liquidação dos títulos.

6.2.2.1. Aspectos Contábeis

Do ponto de vista do produtor rural pessoa jurídica, teremos o seguinte cenário no registro da operação de emissão de um conjunto de CPR de cana-de-açúcar, no valor consolidado de R\$ 500.000,00:

Figura 3. Lançamentos Contábeis Na Emissão da CPR

ATIVO			
	Disponível		Imobilizado
(Si)	300.000		(Si)
(1)	500.000		700.000
	800.000		
PASSIVO			PATRIMÔNIO LÍQUIDO
	CPR Emitida		Capital Social
	500.000	(1)	1.000.000
			(Si)

²¹ Jargão comercial utilizado para se referir à liberação de cada parcela do montante principal negociado na operação, atendidas as condições contratuais precedentes.

Considerando-se os saldos iniciais hipotéticos, relativos ao caixa (disponível) e ao imobilizado anteriormente à emissão dos títulos – correspondentes ao capital social da empresa – após a emissão do conjunto de CPR, o balanço patrimonial da empresa pode ser representado da seguinte forma:

Figura 4. Balanço Patrimonial - Após a Emissão da CPR

ATIVO		PASSIVO	
Disponível	800.000	CPR Emitidas	500.000
Imobilizado	700.000	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
		Capital Social	1.000.000
TOTAL	1.500.000	TOTAL	1.500.000

No pagamento dos juros pactuados das CPR, prefixados em 0,95% a.m., os lançamentos contábeis podem ser a seguir reproduzidos:

Figura 5. Lançamentos Contábeis no pagamento de juros negociados

ATIVO				PASSIVO	
Disponível				CPR Emitida	
(Si)	300.000	4.038	(2)		500.000
(1)	500.000				
	795.963				
PASSIVO				RESULTADO	
IRRF a pagar				Juros Passivos	
	713	(2)	(2)	4.750	

Note-se que, considerando o prazo da operação (3 anos), foi considerada a alíquota do IRRF de 15%, nos termos da Lei nº. 11.033/04, sem a incidência do IOF (isenção).

Já na liquidação das CPR emitidas pelo produtor rural pessoa física – entrega dos produtos objetos – os registros serão os seguintes, considerando-se, para tanto, a incidência de contribuições sociais sobre a venda (Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS pelo regime

de presunção de 8% para o IRPJ e 12% para a CSLL), às alíquotas de 15% para o IRPJ (descartado o adicional de 10%) e 9% para a CSLL:

Figura 7. Apuração do Resultado

RESULTADO				IRPJ/CSLL		
Resultado Líquido						
(4)	32.500	500.000	(3)	(8)	11.400	(6)
(5)	300.000					(7)
(2)	4.750					
(8)	11.400					
		151.350				

PASSIVO

IRPJ/CSLL a Pagar	
	6.000 (6)
	5.400 (7)
	11.400

Após o término do exercício em questão, esta será a DRE da empresa (produtor rural pessoa jurídica):

Figura 8. Demonstração do Resultado do Exercício

Receita Bruta de Vendas	500.000
(-) Contribuição para o INSS - 2,85%	(14.250)
(-) Contribuição para o PIS/Pasep - 0,65%	(3.250)
(-) COFINS - 3%	(15.000)
(=) Receita Líquida de Vendas	467.500
(-) Custo do Produto Vendido	(300.000)
(=) Lucro Bruto	167.500
(-) Despesas (Juros Passivos)	(4.750)
(=) Lucro Antes do IRPJ/CSLL	162.750
(-) IRPJ - 15%	(6.000)
(-) CSLL - 9%	(5.400)
(=) Lucro Líquido do Exercício	151.350
CUSTO FISCAL	43.900
% DA RECEITA BRUTA	8,78%

Note que o custo fiscal da operação representou 8,78% da receita bruta da venda de cana-de-açúcar, tendo em vista o regime cumulativo de apuração da Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS e a opção da empresa pelo lucro presumido.

Ressalte-se que o custo fiscal poderá ser reduzido a 5,13% caso o produtor rural pessoa jurídica se enquadre no regime de suspensão da incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e da COFINS nas vendas para a agroindústria, nos termos e condições do artigo 9º da Lei nº. 10.925/04.

Já do ponto de vista da Usina de Açúcar e Álcool, os lançamentos, na aquisição de recebíveis (CPR) serão os seguintes:

Figura 9. Lançamento Contábil na aquisição da CPR do Produtor Rural

ATIVO				ATIVO	
<u>Disponível</u>				<u>CPR em Carteira</u>	
(Si)	60.000.000	40.000.000	(1)	(1)	40.000.000
	20.000.000				
ATIVO				PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
<u>Imobilizado</u>				<u>Capital Social</u>	
(Si)	80.000.000			140.000.000	(Si)

Para tanto, consideramos os saldos iniciais de Capital Social e Ativo Imobilizado (indústria e imóveis rurais) compatíveis com empresas do setor.

Uma vez colocadas em carteira (portfólio de investimentos) as CPR, adquiridas de diversos produtores rurais pessoas jurídicas envolvidos na operação, a Usina de Açúcar e Álcool fará a emissão do CDCA com fundamento na cessão fiduciária destes recebíveis (CPR) para o investidor, considerando-se o mesmo prazo das CPR, que poderão ser aditadas ou renovadas a critério da Usina, desde que após anuência do titular do CDCA. Na emissão do CDCA, serão feitos os seguintes lançamentos:

Figura 10. Lançamentos Contábeis na na emissão do CDCA

ATIVO			
Disponível		CPR em Carteira	
(Si)	20.000.000	(Si)	40.000.000
(2)	45.000.000		
	65.000.000		
PASSIVO			
CDCA Emitido			
	45.000.000	(2)	

Feita a emissão, a Usina apresentará em seu Balanço Patrimonial os seguintes saldos:

Figura 11. Balanço Patrimonial - Após a Emissão do CDCA

ATIVO		PASSIVO	
Disponível	65.000.000	CDCA emitido	45.000.000
CPR em Carteira	40.000.000		
Imobilizado	80.000.000	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
		Capital Social	140.000.000
TOTAL	185.000.000	TOTAL	185.000.000

Há de considerar-se a apropriação de rendimentos por parte da Usina referentes à remuneração prefixada acordada nas CPR adquiridas (0,95% a.m.), o que pode ser demonstrado com os seguintes lançamentos:

Figura 12. Lançamento Contábil no Recebimento dos Juros - CPR

ATIVO			
Disponível		CPR em Carteira	
(Si)	65.000.000	(Si)	40.000.000
(3)	323.000		
	65.323.000		

ATIVO		RESULTADO	
	IRRF a Recuperar		Juros Ativos
(3)	57.000		380.000 (3)

Ressalte-se que, no caso, foi aplicada a alíquota do IRRF de 15%, dado o prazo de vencimento da operação (3 anos), nos termos da tabela regressiva instituída pela Lei nº. 11.033/04.

Por outro lado, cabe à Usina o registro (e, no exemplo, desembolso de caixa) dos juros prefixados pactuados no CDCA, neste caso, da ordem de 1,2% a.m.:

Figura 13. Lançamento Contábil no Pagamento dos Juros - CDCA

ATIVO		CDCA Emitido	
	Disponível		
(Si)	65.323.000	459.000 (4)	45.000.000 (Si)
	64.864.000		

ATIVO		RESULTADO	
	IRRF a Pagar		Juros Passivos
(4)	81.000 (4)	540.000 (4)	

Também neste caso, a alíquota do IRRF é de 15%, gerando a obrigação de retenção e posterior recolhimento do imposto à Fazenda Nacional.

Na sequência, por ocasião da liquidação da operação – repagamento do CDCA -, os lançamentos contábeis serão mais complexos, pois envolverão (i) a liquidação das CPR emitidas pelos produtores rurais, mediante a entrega de cana-de-açúcar na unidade industrial da Usina; (ii) a utilização da cana-de-açúcar na produção de açúcar, com a adição de outros insumos (enzimas, fermentos, cal, etc.); (iii) a venda do açúcar, no mercado interno ou externo; (iv) a realização da receita de venda e a respectiva baixa de estoque; e (v) a liquidação do CDCA pelo adquirente da mercadoria e a respectiva baixa do título do balanço da Usina, conforme a seguir detalhado:

Figura 14. Lançamentos Contábeis na Liquidação da CPR - Produção e Venda

ATIVO

Disponível			CPR em Carteira		
(Si)	64.864.000		(7)	40.000.000	
	59.864.000	5.000.000		40.000.000	(5)

ATIVO

Estoque de MP			Estoque de Açúcar		
(5)	40.000.000		(6)	25.000.000	
	40.000.000	40.000.000	(7)	5.000.000	(10)
				20.000.000	

ATIVO

Cientes a Receber	
(8)	45.000.000

RESULTADO

Receita Bruta de Venda			Contribuições s/ Faturamento	
		(8)	(9)	5.236.875
	45.000.000			

RESULTADO

Custo do Produto Vendido	
(10)	25.000.000

PASSIVO

Contribuições a Pagar	
	5.236.875

RESULTADO

ICMS s/ Faturamento	
(11)	3.150.000

IPI s/ Faturamento	
(12)	2.250.000

PASSIVO

ICMS a Pagar		IPI a Pagar	
	3.150.000	(11)	
			2.250.000
			(12)

No momento da liquidação, considerando-se a incidência do ICMS (circulação de mercadorias) e do IPI (industrialização) sobre a operação de venda praticada pela Usina de Açúcar e Álcool, serão devidos os tributos atinentes à operação praticada, inclusive a Contribuição para o PIS/Pasep e a COFINS, pela sistemática não-cumulativa (descartados os créditos previstos em lei), a Contribuição para o INSS devida pela agroindústria (2,85%) e o IRPJ e a CSLL, nesse caso, pela sistemática do lucro real, conforme apuração do resultado abaixo:

Figura 15. Lançamentos Contábeis na Apuração do Resultado**RESULTADO**

Resultado Líquido			IRPJ/CSLL				
(9)	5.236.875	45.000.000	(8)	(15)	3.129.063	2.300.781	(13)
(10)	25.000.000	380.000	(2)			828.281	(14)
(4)	540.000	6.074.063				3.129.063	
(11)	3.150.000						
(12)	2.250.000						
(15)	3.129.063						

PASSIVO

IRPJ/CSLL a Pagar	
	2.300.781
	828.281
	3.129.063

Dessa forma, logo após a liquidação das CPR e a venda do açúcar objeto da emissão do CDCA, a demonstração do resultado da Usina de Açúcar e Álcool pode ser assim representada:

Figura 16. Demonstração do Resultado do Exercício

Receita Bruta de Vendas	45.000.000
(-) ICMS - 7%	(3.150.000)
(-) IPI – 5%	(2.250.000)
(-) Contribuição para o INSS - 2,85%	(1.282.500)
(-) Contribuição para o PIS/Pasep - 1,65%	(705.375)
(-) COFINS - 7,6%	(3.249.000)
(=) Receita Líquida de Vendas	34.363.125
(-) Custo do Produto Vendido	(25.000.000)
(=) Lucro Bruto	9.363.125
(-) Despesas (Juros Passivos)	(540.000)
(+) Juros Ativos	380.000
(=) Lucro Antes do IRPJ/CSLL	9.203.125
(-) IRPJ - 15%	(2.300.781)
(-) CSLL - 9%	(828.281)
(=) Lucro Líquido do Exercício	6.074.063

CUSTO FISCAL	8.365.938
% DA RECEITA BRUTA	18,59%

Já o Balanço Patrimonial será elaborado da seguinte forma, considerando-se que a venda foi realizada, mas o CDCA permanece como passivo da Usina (em contrapartida de uma conta devedora de “Clientes a Receber” no ativo) haja vista que o pagamento a ser efetuado pelo adquirente do açúcar ainda não tenha sido realizado:

Figura 17. Balanço Patrimonial após Liquidação da CPR, Produção e Venda

ATIVO		PASSIVO	
Disponível	59.864.000	IRRF a Pagar	24.000
Estoques	20.000.000	IRPJ/CSLL a Pagar	3.129.063
Imobilizado	80.000.000	Contribuições a Pagar	5.236.875
Clientes a Receber	45.000.000	ICMS a Pagar	3.150.000
		IPI a Pagar	2.250.000
		CDCA Emitido	45.000.000
		PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
		Capital Social	140.000.000
		Lucros Acumulados	6.074.063
TOTAL	204.864.000	TOTAL	204.864.000

Com o pagamento pelo adquirente do açúcar em conta vinculada em favor do titular do CDCA (investidor), a operação é integralmente liquidada, sendo a Usina informada para que dê baixa ao CDCA em seu passivo, a débito, contra crédito na conta de Clientes a Receber, sendo que, ao término da operação, este será o Balanço Patrimonial da Usina:

Figura 18. Balanço Patrimonial após Liquidação do CDCA pelo Adquirente

ATIVO		PASSIVO	
Disponível	59.864.000	IRRF a Pagar	24.000
Estoques	20.000.000	IRPJ/CSLL a Pagar	3.129.063
Imobilizado	80.000.000	Contribuições a Pagar	5.236.875
		ICMS a Pagar	3.150.000
		IPI a Pagar	2.250.000
		PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
		Capital Social	140.000.000
		Lucros Acumulados	6.074.063
TOTAL	159.864.000	TOTAL	159.864.000

No caso do investidor, os lançamentos são mais simples, tendo em vista que consideram a aplicação de disponibilidades em CDCA, para auferimento de rendimentos em aplicações financeiras (receitas financeiras), a serem tributadas integralmente (considerando a ausência de outras operações geradoras de custos, despesas ou encargos):

Figura 19. Lançamentos Contábeis na aquisição do CDCA

ATIVO				CDCA em Carteira	
Disponível					
(Si)	150.000.000	45.000.000	(1)	(1)	45.000.000
	105.000.000				
PATRIMÔNIO LÍQUIDO					
Capital Social					
	150.000.000	(Si)			

Figura 20. Balanço Patrimonial após a aquisição do CDCA

ATIVO		PASSIVO	
Disponível	105.000.000	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
CDCA em Carteira	45.000.000	Capital Social	150.000.000
TOTAL	150.000.000	TOTAL	150.000.000

Figura 21. Lançamentos Contábeis no recebimento dos juros - CDCA

ATIVO		ATIVO		RESULTADO	
	Disponível		CDCA em Carteira		
(Si)	105.000.000	(Si)	45.000.000		
(2)	459.000				
	105.459.000				
				Receita Financeira	
(2)	81.000			540.000	(2)

Nesse caso, foi utilizada a alíquota de 15% do IRRF incidente sobre os rendimentos de aplicações financeiras de renda fixa, gerando um IRRF a recuperar em favor do investidor, o qual poderá ser compensado pela empresa no momento da apuração do IRPJ:

Figura 22. Lançamentos Contábeis na liquidação da operação pelo adquirente

ATIVO		ATIVO		RESULTADO	
	Disponível		CDCA em Carteira		
(Si)	105.459.000	(Si)	45.000.000	45.000.000	(3)
(3)	45.000.000				
	150.459.000				

Dessa forma, a apuração de resultado do exercício do investidor pode ser representada pelos seguintes lançamentos:

Figura 23. Lançamentos Contábeis na apuração do resultado

RESULTADO		
	Resultado Líquido	
(6)	129.600	540.000
		410.400
(2)		
		IRPJ/CSLL
(4)	81.000	129.600
(5)	48.600	
		129.600
(6)		

PASSIVO		
	IRPJ/CSLL a Pagar	
	81.000	(4)
	48.600	(5)
	129.600	

Ao final do exercício, esta será a DRE do investidor, considerando a apuração do IRPJ e da CSLL pelo lucro presumido (também no lucro real, na ausência de custos, despesas ou encargos vinculados, a tributação será a mesma), sem a incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS por qualquer dos regimes – cumulativo ou não-cumulativo – de acordo com permissivo legal (Decreto nº. 5.442/05):

Figura 24. Demonstração do Resultado do Exercício

Receita Financeira	540.000
(-) IRPJ – 15%	(81.000)
(-) CSLL – 9%	(48.600)
(=) Lucro Líquido do Exercício	410.400

CUSTO FISCAL	129.600
% DA RECEITA BRUTA	24,00%

Note que o custo fiscal total ficou restrito ao pagamento do IRPJ e da CSLL, pela alíquota de 15% (descartado o adicional de 10%) e 9%, respectivamente, na ausência de incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS sobre receitas financeiras.

Ao final da operação, o Balanço Patrimonial do investidor será publicado da seguinte forma:

Figura 25. Balanço Patrimonial após Liquidação

ATIVO		PASSIVO	
Disponível	150.459.000	IRRF a Pagar	-
		IRPJ/CSLL a Pagar	48.600
		PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
		Capital Social	150.000.000
		Lucros Acumulados	410.400
TOTAL	150.459.000	TOTAL	150.459.000

6.2.2.2. Aspectos Tributários

No âmbito das operações envolvendo os títulos de financiamento do agronegócio, tendo em vista a vinculação das liberações de recursos à performance – venda efetiva de commodities por parte do tomador dos recursos, o custo fiscal incidente sobre as operações de venda tem influência significativa sobre o custo da operação financeira.

O valor de liquidação das garantias vinculadas aos financiamentos consideram os tributos, normalmente, incidentes sobre as vendas praticadas pelos produtores rurais e agroindústrias, a decisão acerca da melhor formatação da operação de venda pode gerar ganhos expressivos ao tomador dos recursos, de forma a maximizar os seus ganhos na operação.

Por exemplo, o produtor rural ou agroindustrial poderá optar por proceder à exportação das *commodities* que comercializar, o que minimiza o custo fiscal da operação. Considerando-se a mesma receita bruta utilizada acima de R\$ 45.000.000,00 e desconsiderando-se os efeitos do câmbio em moeda estrangeira, é fato que a operação de mercado interno será mais onerosa se comparada a uma operação de exportação, conforme demonstra tabela abaixo teria os seguintes impactos:

Tabela 1. - Comparativo Venda no Mercado Interno x Venda no Mercado Externo sem limitação de Preço Final

	MERCADO INTERNO	EXPORTAÇÃO	DIFERENÇA
Preço de Venda da Mercadoria (Custo + Margem)	45.000.000	45.000.000	0,00%
(+) ICMS - 18%	9.878.049		
(+) IPI – 5%	2.743.902		
(=) Preço Final de Venda (Nota Fiscal)	57.621.951	45.000.000	-21,90%
(-) ICMS	(9.878.049)		
(-) IPI	(2.743.902)		
(-) Contribuição para o INSS/GIIL-RAT/SENAR - 2,85%	(1.642.226)		
(-) Contribuição para o PIS/Pasep - 1,65%	(905.488)		

(-) COFINS - 7,6%	(4.170.732)		
(=) Receita Líquida de Vendas	38.281.555	45.000.000	17,55%

Conforme a Tabela 1, a operação de exportação de produtos agropecuários é comparada com uma operação “convencional” de venda no mercado interno, sobre a qual incidem, em média, 18% a título de ICMS, 5% de IPI, 1,65% de Contribuição para o PIS/Pasep, 7,6% de COFINS e 2,85% de Contribuição para o INSS (e terceiros) sendo desconsiderados, para efeitos de simulação, quaisquer créditos tributários previstos pela legislação tributária para abatimento dos impostos e contribuições, haja vista que são assegurados também ao exportador -, partindo-se de um determinado “Preço de Venda da Mercadoria”, que representa o custo de produção adicionado pela margem de lucro inicialmente exigida pelo empresário, considerando, ainda, que o mercado consumidor aceita arcar com o encargo financeiro dos tributos incidentes sobre a venda.

Note-se que houve um aumento de 28,05% no Preço de Venda inicialmente calculado (\$ 45.000.000), pela inclusão do ICMS (de acordo com a sistemática de cálculo “circular”) e do IPI, a serem destacados na Nota Fiscal de Venda e suportados pelo adquirente das mercadorias. Ademais, as contribuições sociais incidentes sobre o faturamento representaram perda de 14,93% no Resultado Líquido de Vendas em relação ao Preço de Venda inicialmente requerido (\$ 45.000.000) considerando-se a incidência da Contribuição para o INSS sobre o faturamento total e da Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS sobre a mesma base, excluído somente o valor do IPI.

Consequentemente, a opção pela operação de exportação representa para o produtor rural e agroindustrial redução de 21,90% no Preço Final de Venda e aumento de 17,55% no Resultado Líquido de Vendas, quando comparada à operação no mercado interno, foram descartados, para efeitos de simulação, os custos operacionais relativos ao frete nacional e internacional, a seguros e a procedimentos de desembaraço aduaneiro.

Por outro lado, quando o Preço Final de Venda aceito pelo mercado é limitado a \$ 45.000.000, independentemente da incidência de impostos, os quais serão suportados exclusivamente pelo vendedor, o cenário favorável ao exportador é ainda mais visível, com Resultado Líquido de Vendas 56,34% maior, conforme Tabela 2 a seguir:

Tabela 2. - Comparativo Venda no Mercado Interno x Venda no Mercado Externo com limitação de Preço Final

	MERCADO INTERNO	EXPORTAÇÃO	DIFERENÇA
Preço de Venda da Mercadoria (Custo + Margem)	35.142.857	45.000.000	28,05%
(+) ICMS - 18%	7.714.286	-	
(+) IPI – 5%	2.142.857	-	
(=) Preço Final de Venda (Nota Fiscal)	45.000.000	45.000.000	0,00%
(-) ICMS	(7.714.286)	-	
(-) IPI	(2.142.857)	-	
(-) Contribuição para o INSS/GIIL-RAT/SENAR - 2,85%	(1.282.500)	-	
(-) Contribuição para o PIS/Pasep - 1,65%	(905.488)	-	
(-) COFINS - 7,6%	(4.170.732)	-	
(=) Receita Líquida de Vendas	28.784.138	45.000.000	56,34%

Há de considerar-se nesta simulação os benefícios fiscais que são outorgados aos produtores rurais e agroindustriais nas esferas estadual e federal, em operações de mercado interno, tais como reduções de base de cálculo do ICMS (que no caso do açúcar, reduzem a alíquota efetiva para 7%) e a opção pelo regime de suspensão da incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e da COFINS nas vendas para agroindústrias, nos termos do artigo 9º da Lei nº. 10.925, de 23 de Julho de 2004, os quais desenham o seguinte cenário:

Tabela 3. - Comparativo Venda no Mercado Interno x Venda no Mercado Externo sem limitação de Preço Final

	MERCADO INTERNO	EXPORTAÇÃO	DIFERENÇA
Preço de Venda da Mercadoria (Custo + Margem)	45.000.000	45.000.000	0,00%
(+) ICMS - 7%	3.387.097		
(+) IPI – 5%	2.419.355		
(=) Preço Final de Venda (Nota Fiscal)	50.806.452	45.000.000	-11,43%
(-) ICMS	(3.387.097)		
(-) IPI	(2.419.355)		
(-) Contribuição para o INSS/GIIL-RAT/SENAR - 2,85%	(1.447.984)		
(-) Contribuição para o PIS/Pasep – Suspensão	-		
(-) COFINS – Suspensão	-		
(=) Receita Líquida de Vendas	43.552.016	45.000.000	3,32%

Por fim, quando o Preço Final de Venda aceito pelo mercado é limitado a \$ 45.000.000, independentemente da incidência do ICMS e do IPI (suportados exclusivamente pelo vendedor), tem-se o seguinte cenário:

Tabela 4. - Comparativo Venda no Mercado Interno x Venda no Mercado Externo com limitação de Preço Final

	MERCADO INTERNO	EXPORTAÇÃO	DIFERENÇA
Preço de Venda da Mercadoria (Custo + Margem)	39.857.143	45.000.000	12,90%
(+) ICMS - 7%	3.000.000		
(+) IPI – 5%	2.142.857		
(=) Preço Final de Venda (Nota Fiscal)	45.000.000	45.000.000	0,00%
(-) ICMS	(3.000.000)		
(-) IPI	(2.142.857)		
(-) Contribuição para o INSS/GIIL-RAT/SENAR - 2,85%	(1.282.500)		
(-) Contribuição para o PIS/Pasep – Suspensão	-		
(-) COFINS – Suspensão	-		
(=) Receita Líquida de Vendas	38.574.643	45.000.000	16,66%

6.2.3. Aspectos Operacionais: vantagens e desvantagens

Conforme se verifica pelas simulações efetuadas acima, a utilização dos instrumentos financeiros do agronegócio geram benefícios tanto para os tomadores de empréstimos, que detêm alternativas de financiamentos em relação às fontes convencionais (vinculadas à prestação de garantias reais sobre a propriedade rural ou indústria), possibilitando aos agentes econômicos a participação no crescimento da atividade econômica vinculada ao agronegócio, com riscos reduzidos por conta da estrutura jurídica apresentada, vinculada principalmente à performance de contratos de compra e venda de *commodities*.

Isto porque o investidor, no caso de *default* (inadimplemento da operação por parte do devedor, após o vencimento da obrigação) do tomador dos recursos, diante das garantias celebradas em seu favor (penhor rural ou mercantil, alienação fiduciária do produto ou cessão fiduciária de créditos), terá maior facilidade de recuperação de crédito, pois os bens onerados com garantia real (produtos) detêm liquidez no mercado nacional e internacional de *commodity*.

Logo, do ponto de vista financeiro, o menor risco de irrecuperabilidade do crédito permite a pactuação de taxas de juros mais reduzidas em relação aos empréstimos e financiamentos convencionais, aproximando os agentes financeiros interessados em investir no

agronegócio e os agentes econômicos envolvidos em toda a cadeia – produtores rurais, agroindústrias, empresas comerciais exportadoras e importadores no exterior.

Do ponto de vista tributário, investir nos novos títulos de financiamento do agronegócio pode significar economia tributária principalmente para os investidores pessoas físicas, tendo em vista a isenção do IRRF e do IRPF sobre os rendimentos, outorgada pela Lei nº. 11.033/04, inclusive no caso de fundos de investimentos formados por cotistas pessoas físicas e por pessoas jurídicas estrangeiras, que investem no Brasil sob o regime da Resolução BACEN nº. 2.689, de 26 de Janeiro de 2000.

Do ponto de vista contábil, os principais entraves residem na necessidade de reconhecimento da receita de venda e consequente baixa de estoque de produtos agropecuários, por parte de produtores rurais pessoas jurídicas e agroindústrias somente no momento da efetiva entrega do produto, quando a receita se torna efetivamente realizada, devendo ser a parte financeira das operações (emissão de títulos e recebimento de recursos) controlada em conta de passivo, até sua liquidação física.

6.2.4. Utilização pelas Companhias Abertas

A título de comparação, analisamos as demonstrações financeiras padronizadas (DFP) das duas principais companhias abertas com ações negociadas na BM&F BOVESPA, Cosan S.A. Indústria e Comércio (Código CMV 19836) e Açúcar Guarani S/A (Código CVM 20940), referentes à data-base de 31/03/2009, última data publicada pela CVM no seu sítio na *Internet*²².

Em 31/03/2009 a Cosan mantinha em seu Passivo Circulante R\$ 1.419.451 mil a título de Empréstimos e Financiamentos, bem como R\$ 66.895 mil referentes a Instrumentos Financeiros Derivativos; no Passivo Não-Circulante, Exigível no Longo Prazo, os empréstimos e financiamentos eram da ordem de R\$ 1.237.766 mil.

Em contrapartida, nas aplicações da Companhia (Ativo), verificou-se a manutenção de instrumentos financeiros derivativos da ordem de R\$ 17.022 mil, bem como a manutenção no Ativo Não-Circulante, Realizável no Longo Prazo, de R\$ 27.356 mil investidos em Certificados do Tesouro Nacional.

Nos termos do Relatório da Administração da Cosan, “*durante o ano a Cosan realizou diversas operações no mercado de capitais, utilizando-se de instrumentos de renda fixa e renda*

²² www.cvm.org.br

variável a fim de captar recursos para implementar com segurança sua estratégia de crescimento”.

Ademais, ainda nos termos do Relatório da Administração da Cosan, no item “Resultado financeiro”, as despesas financeiras líquidas de R\$817,4 milhões no exercício 2009, comparativamente às receitas financeiras de R\$ 284,3 milhões do exercício 2008 corresponderam basicamente, aos seguintes fatores: (i) desvalorização do real frente ao dólar que registrou uma variação de 37,2% em sua cotação, resultando numa perda com variação cambial de R\$573,7 milhões (R\$327,9 milhões de ganho no exercício de 2008) devido a forte exposição do nosso endividamento ao dólar; (ii) ganho com operações com instrumentos financeiros derivativos de R\$47,7 milhões (R\$224,8 milhões em 2008) em função da proteção em taxa de câmbio e pela proteção em preço de açúcar e etanol; e (iii) juros adicionais incidentes sobre novos contratos de empréstimos (Notas Promissórias e BNDES) no montante de R\$70,3 milhões.

De acordo com as Notas Explicativas integrantes das DFP, no item “c” Instrumentos financeiros, estes somente são reconhecidos a partir da data em que a Companhia se torna parte das disposições contratuais dos instrumentos financeiros. Quando reconhecidos, são inicialmente registrados ao seu valor justo acrescido dos custos de transação que sejam diretamente atribuíveis à sua aquisição ou emissão, exceto no caso de ativos e passivos financeiros classificados na categoria ao valor justo por meio do resultado, quando tais custos são diretamente lançados no resultado do exercício.

A mensuração dos instrumentos financeiros, ainda segundo as Notas Explicativas, ocorre a cada data de balanço de acordo com as regras estabelecidas para cada tipo de classificação de ativos e passivos financeiros em:

- (i) Ativos financeiros mensurados ao valor justo por meio do resultado: incluem ativos financeiros mantidos para negociação e ativos designados no reconhecimento inicial ao valor justo por meio do resultado. São classificados como mantidos para negociação se originados com o propósito de venda ou recompra no curto prazo. Derivativos também são classificados como mantidos para negociação, exceto aqueles designados como instrumentos de hedge. A cada data de balanço são mensurados pelo seu valor justo. Os juros, correção monetária, variação cambial e as variações decorrentes da avaliação ao valor justo são reconhecidos no resultado quando incorridos na linha de receitas ou despesas financeiras;

(ii) Investimentos mantidos até o vencimento: ativos financeiros não derivativos com pagamentos fixos ou determináveis com vencimentos definidos para os quais a Companhia tem intenção positiva e a capacidade de manter até o vencimento. Os juros, atualização monetária, variação cambial, menos perdas do valor recuperável, quando aplicável, são reconhecidos no resultado quando incorridos na linha de receitas ou despesas financeiras; e,

(iii) Recebíveis: ativos financeiros não derivativos com pagamentos fixos ou determináveis porém não cotados em mercado ativo. Os juros, atualização monetária, variação cambial, menos perdas do valor recuperável, quando aplicável, são reconhecidos no resultado quando incorridos na linha de receitas ou despesas financeiras.

(iv) Passivos financeiros não mensurados ao valor justo: passivos financeiros não derivativos que não são usualmente negociados antes do vencimento. Os juros, atualização monetária e variação cambial, quando aplicáveis, são reconhecidos no resultado quando incorridos.

Desta feita, o quadro de Empréstimos e financiamentos da Cosan pode ser assim demonstrado:

Tabela 5. – Empréstimos e Financiamentos COSAN (Consolidado).

Finalidade	Encargos financeiros (1)		Consolidado		Vencimento Final	Garantias (2)	
	Indexador	Taxa média anual de juros	2009	2008		2009	2008
Senior Notes Due 2009	Dólar (US)	Juros de 9,0%	86.456	60.415	Novembro/2009	-	-
Senior Notes Due 2017	Dólar (US)	Juros de 7,0%	936.704	686.559	Fevereiro/2017	-	-
Notas Promissórias Comerciais	DI – Depósitos Interbancários	Juros de 3%	1.161.971	-	Novembro/2009	Alienação fiduciária	-
BNDES (3)	TJLP	Juros de 2,61%	230.504	-	Janeiro/2022	Direitos creditórios provenientes dos contratos de	-

						comercialização de energia	
ACC	Dólar (US)	Juros de 6,55%	143.250	-	Agosto/2009	-	-
Bônus perpétuos	Dólar (US)	Juros de 8,25%	1.054.119	774.154	-	-	-
IFC	Dólar (US)	Juros de 7,44%	114.323	99.020	Janeiro/2013	Alienação fiduciária	Alienação fiduciária
Resolução 2471	IGP-M Variação do preço do milho	Juros de 3,95% Juros de 12,5%	579.856	551.828 725	Dezembro/2020 Outubro/2025	Certificados do Tesouro Nacional e hipoteca de terras	Certificados do Tesouro Nacional e hipoteca de terras
Outros	Diversos	Diversos	70.000	37.988	Diversos	Hipoteca, estoques e alienação fiduciária dos bens financiados	Hipoteca, estoques e alienação fiduciária dos bens financiados
Despesas com colocação de títulos			(42.352)	(41.111)	-	-	-
			4.334.960	2.169.578			
Circulante			(1.449.504)	(63.361)			
Não circulante			2.885.456	2.106.217			

- (1) Encargos financeiros em 31 de março de 2009, exceto quando de outra forma indicado;
- (2) Todos os empréstimos e financiamentos são garantidos por notas promissórias e avais da Companhia e suas controladas e dos acionistas controladores, além das garantias reais mencionadas acima; e,
- (3) Corresponde a recursos captados pela controlada Cosan S.A. Bioenergia destinados ao financiamento dos projetos de cogeração.

As parcelas vencíveis a longo prazo, deduzidas as amortizações das despesas com colocação de títulos, apresentam o seguinte cronograma de vencimentos:

Tabela 6. – Empréstimos e Financiamentos – Cronograma de Vencimentos.

	Controladora		Consolidado	
	2009	2008	2009	2008
13 a 24 meses	16.029	69.911	42.322	72.651
25 a 36 meses	23.401	11.159	49.799	14.044
37 a 48 meses	58.129	17.816	83.140	21.596
49 a 60 meses	2.058	21.098	23.882	22.522
61 a 72 meses	8	8	19.447	524

73 a 84 meses	8	8	16.676	319
85 a 96 meses	8	8	943.421	(1.930)
A partir de 97 meses	1.138.125	850.439	1.706.769	1.976.491
	1.237.766	970.447	2.885.456	2.106.217

No período entre 1998 e 2000, a Cosan e empresas controladas renegociaram com diversas instituições financeiras suas dívidas relativas a financiamentos para custeio agrícola, reduzindo seu custo financeiro para taxas de juros anuais inferiores a 10%, garantindo a amortização do principal atualizado da dívida com a cessão e transferência de Certificados do Tesouro Nacional, resgatáveis na liquidação da dívida, aproveitando incentivo promovido pela Resolução BACEN nº 2.471, de 26 de Fevereiro de 1998 (NOTAS EXPLICATIVAS, 31/03/2009).

Em 31 de março de 2009, de acordo com as Notas Explicativas integrantes das DFP esses certificados estão classificados no ativo não circulante, no montante de R\$177.626 (R\$151.687 em 30 de abril de 2008) e são remunerados pelo IGP-M, mais juros anuais de 12%. Na data de liquidação da dívida, o valor de resgate desses certificados deverá ser semelhante ao valor da dívida renegociada. Os juros referentes a esses financiamentos são pagos anualmente e os valores de principal possuem vencimento final em 2020, na controladora, e 2025, no consolidado.

Em 17 de novembro de 2008, foram emitidas 44 notas promissórias, nominativas, de série única, ao preço unitário de R\$25.000 cada, cujo valor da oferta totalizou R\$1.100.000. O valor nominal das notas promissórias não será atualizado. As notas promissórias estão sujeitas a juros remuneratórios correspondentes à variação acumulada das taxas médias diárias dos DI – Depósitos Interfinanceiros, *over* extragrupo calculada diariamente e capitalizada de sobretaxa de 3% ao ano, a serem pagos em parcela única em 12 de novembro de 2009, juntamente com o valor do principal das notas promissórias. As notas promissórias estão garantidas por: (i) aval do acionista controlador; e, (ii) alienação fiduciária de ações da Cosan CL (atual denominação da Essobrás).

No caso da Guarani, em 31/03/2009, esta mantinha a título de Empréstimos e Financiamentos R\$ 347.710 mil no Passivo Circulante, e R\$ 12.740 mil a título de operações com derivativos, bem como R\$ 151.502 mil como Passivos Não-Circulantes. A companhia não dispunha de operações com derivativos registradas no Ativo.

De acordo com as Notas Explicativas da Companhia, no item “1 - Operações com derivativos”, a Companhia mantém instrumentos derivativos com o objetivo de se proteger contra

a exposição consolidada a riscos de preço de commodities relacionados à venda de açúcar e riscos cambiais relacionados às suas exportações.

O resultado líquido dos ganhos e perdas auferidos é reconhecido contabilmente no resultado do exercício como receita de vendas, apenas no momento do faturamento do produto “protegido”. O resultado líquido das transações que não estão diretamente vinculadas à proteção do preço do açúcar é reconhecido no resultado financeiro à medida que incorrido.

No quesito “Empréstimos e Financiamentos”, de acordo com a Nota 12, as condições de captação são as seguintes (em R\$ mil):

Tabela 7. Empréstimos e Financiamentos (Consolidado) – 31/03/09

<u>Modalidade</u>	<u>Moedas</u>	<u>Encargos</u>	<u>Condições de amortização e vencimento final</u>	<u>Consolidado</u>	
				<u>31/03/09</u>	<u>31/03/08</u>
FINAME	Real	2,96% a.a.+TJLP	Parcelas mensais com vencimentos até setembro de 2012	60.869	4.707
FINAME MODERFROTA	Real	12,75% a.a. + TJLP	Parcelas mensais com vencimentos até março de 2013	124	33.289
FINAME MODERMAQ	Real	3,26% a.a. + TJLP	Parcelas mensais com vencimentos entre setembro de 2010 e junho de 2013	41.366	27.140
FINAME Leasing	Real	4,14% a.a. + TJLP	Parcelas mensais com vencimentos até março de 2012	5.777	1.418
NPR (Nota Promissória Rural)	Real	8,75%	Parcela única com vencimentos em abril de 2009	376	-
Cédula de Produto Rural	Real	6,5% + CDI	Parcela única com vencimento em junho de 2009	20.032	-
BNDES - Automático	Real	5,00% a.a. + TJLP	Parcelas mensais com vencimentos até junho de 2009	474	75.869
Capital de giro	Real	12,54% a.a	Parcelas mensais com vencimentos até dezembro de 2015	68.883	101.494
Resolução 2770	Dólar	(a)	Parcela única com vencimento em janeiro de 2009	-	176.627
Nota de Crédito de Exportação – NCE	Real	4,5% a.a + CDI	Parcelas com vencimentos em junho de 2009, outubro de 2010 e agosto de 2012	72.839	-
Nota de Crédito de Exportação – NCE	Dólar	(a)	Parcelas com vencimentos em abril de 2009, outubro de 2010 e julho de 2011	113.958	-
Adiantamento de Contrato de Câmbio – ACC	Dólar	8,00% a.a.	Parcelas com vencimentos até dezembro de 2009	223.529	=
Leasing	Real	14,97% a.a.	Parcelas mensais com vencimentos até julho de 2012	1.140	<u>420.544</u>

Modalidade	Moedas	Encargos	Condições de amortização e vencimento final	Consolidado	
				31/03/09	31/03/08
Securitização (b)	Real	4,12% a + IGPM	Parcelas anuais com vencimentos entre outubro de 2018 e novembro de 2022	9.227	
Pré Pagamento de. Exportação	Dólar	5,36% a.a + Libor	Parcelas com vencimentos entre julho de 2009 e setembro de 2013	163.057	
Linha em MZM (*)	Metical	Títulos do tesouro + 5% a.a.	Amortizações semestrais até março de 2010	4.408	371.624
Linha em US\$	Dólar	6.50% a.a.	Amortizações semestrais até julho 2015	31.008	<u>48.920</u>
Linha em US\$	Dólar	Libor + 3,4% a.a.	Amortizações semestrais até julho 2015	45.190	<u>420.544</u>
Linha em ZAR (**)	Rand	Libor + 1,5% a.a.	Amortizações semestrais até março 2013	<u>43.900</u>	
Total				<u>906.157</u>	
					<u>31/03/08</u>
Representado por:					
Passivo circulante				542.029	53.697
Passivo não circulante				<u>364.128</u>	221
Total				<u>906.157</u>	36.754
					7.407

(*) Moeda em Moçambique - Metical;

(**) Moeda na África do Sul - Rand.

(a) Referem-se a financiamentos de operações contratadas junto a instituições financeiras, sendo parte de seu montante lastreado (“hedge”) por contratos futuros de exportação. Estas modalidades foram contratadas sob a variação da moeda norte-americana ou do CDI - Certificado de Depósito Interbancário. O valor do principal dessas operações em moeda estrangeira, em 31 de março de 2009 é de US\$ 43.567 mil (US\$ 191.459 mil em 2008).

(b) Com base na Resolução n°. 2.471/98 do Banco Central do Brasil e outros diplomas legais vigentes, a controlada indireta Andrade em 1º de outubro de 1998 securitizou a dívida assegurada junto às instituições financeiras, através de aquisição, no mercado secundário, de Certificados do Tesouro Nacional - CTN, como garantia de moeda de pagamento do valor do principal da dívida. Os financiamentos securitizados estarão automaticamente quitados nos seus vencimentos mediante o resgate dos Certificados do Tesouro Nacional, que se encontram custodiados pelas instituições financeiras credoras. Referidos certificados não são comercializáveis e destinam-se exclusivamente à liquidação desta dívida. O desembolso da Companhia durante os 20 anos de vigência desta securitização limita-se ao pagamento anual de montantes equivalentes à aplicação de percentuais variáveis entre 3% e 4,25% ao ano sobre o valor securitizado, atualizado monetariamente pelo IGP-M até a data do pagamento anual. Estas obrigações estão sendo registradas nas demonstrações financeiras da Companhia de acordo com os valores destes desembolsos futuros, ajustados a valor presente. O saldo desta obrigação está sujeito à atualização pela variação do IGP-M.

Os financiamentos para aquisição de máquinas e equipamentos (FINAME) estão garantidos por alienação fiduciária dos respectivos bens adquiridos. Nenhuma garantia foi concedida em favor dos demais saldos de empréstimos e financiamentos. Os montantes de longo prazo têm a seguinte composição de vencimento por período de doze meses para os exercícios sociais findos em 31 de março de 2009 e de 2008:

Tabela 8. Empréstimos e Financiamentos – Cronograma de Vencimentos.

	<u>Controladora</u>		<u>Consolidado</u>	
	<u>31/03/09</u>	<u>31/03/08</u>	<u>31/03/09</u>	<u>31/03/08</u>
2009	-	13.467	-	62.210
2010	63.203	13.546	136.897	45.052
2011	59.024	12.833	107.953	38.793
2012	27.355	8.613	66.136	25.261
2013	1.740	461	27.991	8.032
Acima de 2013	<u>180</u>	-	<u>25.151</u>	-
Total	<u>151.502</u>	<u>48.920</u>	<u>364.128</u>	<u>179.348</u>

No que tange aos instrumentos financeiros (Nota 26 das NOTAS EXPLICATIVAS), a Guarani e suas controladas realizam normalmente transações com instrumentos financeiros e utilizam os derivativos com o propósito único de minimizar riscos relativos às flutuações de mercado, ajustando e controlando sua exposição ao impacto das variações cambiais e de mercado; tais derivativos financeiros referem-se a contratos futuros, tanto para o mercado de açúcar como para o mercado futuro de dólar. Adicionalmente, são utilizados instrumentos de *swap* e opções visando implementar tal estratégia.

As operações no mercado futuro para fixação do preço de venda de *commodities* (açúcar), classificadas e registradas pelo seu valor justo como *hedge accounting* e cuja efetividade pode ser mensurada, tem seus ganhos e perdas não realizados registrados no patrimônio líquido, na rubrica “Ajustes de avaliação patrimonial” e quando realizados pelo faturamento do produto são reconhecidos no resultado do período, como receita de vendas (NOTAS EXPLICATIVAS, 31/03/09).

A determinação do valor justo (*fair value*) dos instrumentos financeiros contratados pela Companhia e suas controladas é efetuada com base em metodologia padrão no mercado e com base em informações obtidas junto às instituições financeiras e corretoras.

Note-se, portanto, que no caso da Cosan e da Guarani, de acordo com as DFP publicadas em 31/03/2009, companhias abertas com ações negociadas em Bolsa de Valores (BM&F Bovespa), os novos títulos para financiamento do agronegócio não são utilizados como alternativa de captação de empréstimos e financiamentos, demonstrando a dependência das fontes tradicionalmente utilizadas pelo mercado, que implicam a oneração (registro de gravames) de imóveis rurais e plantas industriais.

6.3. CASO 2: Setor Pecuário de Corte

No segundo caso prático, sem prejuízo das mesmas inferências aplicáveis ao caso acima, houve a utilização do CRA como fonte de financiamento para a atividade de pecuária de corte. Para tanto, requereu-se a criação de Companhia Securitizadora, hábil a emitir estes títulos, conforme melhor explanado no item próprio acima.

6.3.1. Descrição da Operação

A segunda operação, relativa ao setor de gado bovino de corte, deriva do interesse de fundos estrangeiros no financiamento da pecuária de corte brasileira, alavancada pelo crescente volume de exportações de carnes para diversas regiões do mundo. Trata-se de uma operação de integração na produção, envolvendo uma companhia securitizadora.

Nesta operação, estiveram envolvidos os pecuaristas, o frigorífico interessado em adquirir o gado de corte para a fabricação de carne, e uma companhia Securitizadora de Recebíveis do Agronegócio aberta com o propósito específico de emitir CRA ao mercado financeiro. Para tanto, estruturou-se a seguinte operação:

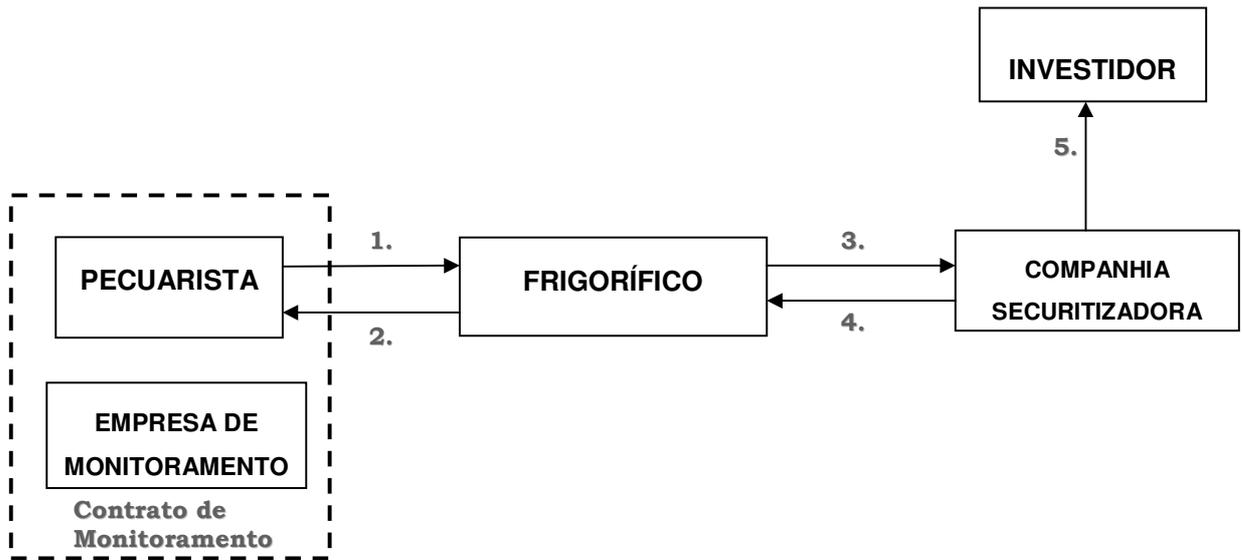


Figura 26. – Fluxograma da Operação de emissão de CRA no setor pecuário

O fluxo econômico e operacional é descrito abaixo:

1. O pecuarista emite CPR relativas à promessa de entrega futura de gado bovino gordo, tendo como credor da obrigação o frigorífico;
2. O frigorífico efetua a liberação de valores relativos à CPR para o pecuarista, de modo que este possa aplicar os recursos na cria, recria e engorda. Neste momento, são celebrados contratos de monitoramento do gado, a ser realizado por empresa especializada terceirizada;
3. O frigorífico cede as CPR adquiridas para a Companhia Securitizadora, mediante instrumento específico;
4. A Companhia Securitizadora efetua o pagamento pela cessão dos direitos creditórios relativos à CPR;
5. Tendo como base os direitos creditórios advindos da CPR em carteira, a Companhia Securitizadora emite CRA lastreado nesses recebíveis, o qual é adquirido por investidor ou fundo estrangeiro, sujeito à remuneração fixa.

Nesse caso, a figura da Companhia Securitizadora foi necessária para consolidar em sua carteira de títulos e valores mobiliários, no Ativo Circulante, os recebíveis (CPR) vinculados à atividade pecuária e, mediante regime fiduciário próprio, possibilitar a emissão de CRA lastreados em mencionados recebíveis.

6.3.2. Simulações

Analisada a operação de financiamento sob a ótica econômica e financeira, passaremos a tratar, de forma isolada, dos impactos contábeis e tributários atinentes ao registro nas entidades envolvidas, mormente no produtor rural pessoa jurídica emitente das CPR, considerado de forma individualizada, tendo em vista que a operação envolve inúmeros produtores rurais, a Companhia Securitizadora e investidor do CDCA.

6.3.2.1. Aspectos Contábeis

Os lançamentos contábeis referentes às Companhias envolvidas são bastante semelhantes àqueles verificados na operação descrita acima, relativa ao setor sucroalcooleiro; não obstante, no caso da emissão do CRA, há de considerar-se a necessidade de criação de “patrimônio de afetação”²³ no Balanço Patrimonial da Companhia Securitizadora, de forma que esta trate os ativos que detêm – recebíveis vinculados ao agronegócio adquiridos de produtores rurais pessoas jurídicas e agroindustriais – e passivo que passará a deter (CRA emitido) de forma segregada da contabilidade da empresa, tratando-os como patrimônio segregado da Companhia Securitizadora.

Esta medida tem por finalidade dar proteção ao investidor do CRA, o qual está lastreado nos recebíveis adquiridos pela Companhia Securitizadora, razão pela qual, devem ser tratados de forma segregada na contabilidade da empresa, em livros próprios ou no mesmo livro, sendo registrados apenas os saldos do patrimônio afetado em conta de ativo permanente.

6.3.2.2. Aspectos Tributários

Do ponto de vista tributário, a Companhia Securitizadora é tratada de forma específica pela legislação, haja vista que representa mutações patrimoniais de grande monta, mas que não afetam integralmente o resultado por conta própria da empresa. É dizer, não obstante detenha ativos em valores altos e emita CRA em valores proporcionais, o resultado tributável da

²³ Patrimônio apartado da Companhia Securitizadora, representado pelos bens e direitos e obrigações vinculados única e exclusivamente às operações para as quais foi criado, de modo a evitar que eventuais obrigações da Companhia venham a colocar em risco o patrimônio dos investidores.

Companhia Securitizadora será representado pelo ganho líquido por esta auferido nas operações que pratica.

No exemplo abaixo, coloca-se a título exemplificativo, coloca-se a DRE de uma Companhia Securitizadora tributada pelo lucro real, responsável pela emissão de CRA da ordem de R\$ 50.000.000, tendo como receitas de administração o percentual 3% da operação e despesas da ordem de 20% sobre as receitas:

DRE (LUCRO REAL)	
Receita Bruta	1.500.000,00
(-) PIS/Pasep	(7.800,00)
(-) COFINS	(48.000,00)
(-) Despesas	(300.000,00)
<i>Lucro Antes do IRPJ/CSLL</i>	<i>1.144.200,00</i>
(-) IRPJ	(171.630,00)
(-) IRPJ Adicional	(90.420,00)
(-) CSLL	(102.978,00)
Lucro Líquido do Exercício	779.172,00
TOTAL CUSTO FISCAL	(420.828,00)

Tabela 9. – DRE da Companhia Securitizadora optante pelo Lucro Real.

Verifica-se que haverá a incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e da COFINS, por se tratar de receita operacional da Companhia Securitizadora, sendo autorizada por lei a dedução das despesas de captação, de forma que ao contar com margem de contribuição elevada (80%), recolherá valores altos de IRPJ e CSLL. Por esta razão, recomenda-se a adoção da sistemática do lucro presumido, pela qual a empresa sofrerá tributação pelo IRPJ e CSLL de acordo com percentual de presunção sobre sua receita bruta, de 32% se consideramos a atividade de securitização como sendo “prestação de serviços”, com os seguintes efeitos:

DRE (LUCRO PRESUMIDO) – SERVIÇOS	
Receita Bruta	1.500.000,00
(-) PIS/Pasep	(7.800,00)
(-) COFINS	(48.000,00)
(-) ISS	(75.000,00)
(-) Despesas	(300.000,00)
<i>Lucro Antes do IRPJ/CSLL</i>	<i>1.069.200,00</i>
(-) IRPJ	(72.000,00)

(-) IRPJ Adicional	(24.000,00)
(-) CSLL	(43.200,00)
Lucro Líquido do Exercício	930.000,00
TOTAL CUSTO FISCAL	(270.000,00)

Tabela 10. – DRE da Companhia Securitizadora optante pelo Lucro Presumido, considerando-se a atividade de prestação de serviços.

Contudo, o posicionamento da RFB acerca da possibilidade de utilização, pelas Companhias Securitizadoras optantes pelo lucro presumido, pelos percentuais de presunção “gerais” de 8% para o IRPJ e 12% para a CSLL, há a possibilidade de redução do custo fiscal de forma expressiva, conforme é demonstrado abaixo:

DRE (LUCRO PRESUMIDO)	
Receita Bruta	1.500.000,00
(-) PIS/Pasep	(7.800,00)
(-) COFINS	(48.000,00)
(-) Despesas	(300.000,00)
<i>Lucro Antes do IRPJ/CSLL</i>	<i>1.144.200,00</i>
(-) IRPJ	(18.000,00)
(-) IRPJ Adicional	12.000,00
(-) CSLL	(16.200,00)
Lucro Líquido do Exercício	1.122.000,00
TOTAL CUSTO FISCAL	(78.000,00)

Tabela 11. – DRE da Companhia Securitizadora optante pelo Lucro Presumido, considerando-se a atividade de securitização de recebíveis, reconhecida pela RFB após Consulta formal.

No comparativo, verifica-se que a melhor opção é a adoção do lucro presumido, cuja apuração do IRPJ e da CSLL, com fundamento em Consulta à RFB (o que é isso RFB defina), poderá gerar uma maior economia tributária.

	LUCRO REAL	LUCRO PRESUMIDO (SERVIÇOS)	LUCRO PRESUMIDO (CONSULTA À RFB)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	779.172,00	930.000,00	1.122.000,00
CUSTO FISCAL TOTAL	(420.828,00)	(270.000,00)	(78.000,00)
RENTABILIDADE	52%	62%	75%

Tabela 12. – Cálculo Comparativo.

6.3.3. Aspectos Operacionais: vantagens e desvantagens

A operação de securitização de recebíveis do agronegócio pode ser vantajosa do ponto de vista tanto da Companhia Securitizadora quanto do investidor, haja vista a segurança jurídica presente na operação, graças ao regime fiduciário previamente detalhado (patrimônio de afetação), bem como devido aos benefícios fiscais de isenção do IOF e do IRRF (investidor pessoa física) nas operações com os títulos do agronegócio, sendo uma opção rentável em relação aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), comumente operados por estas Companhias Securitizadora (vide item a seguir).

Neste contexto, a possibilidade de que a Companhia Securitizadora opte pela sistemática de apuração do IRPJ e da CSLL pelo lucro presumido, implica redução de custos marginais da operação, sobretudo quando se utiliza os percentuais de presunção de 8% (IRPJ) e 12% (CSLL), procedimento este que necessita ser previamente avalizado pela RFB, mediante Processo de Consulta, resultando em tributação corporativa total incidente sobre a receita bruta da atividade de securitização de 7,73% (0,65% de Contribuição para o PIS/Pasep, 4% de COFINS, 2% de IRPJ e 1,08% de CSLL).

Por outro lado, verifica-se escassez de estudos e normas relativas aos critérios de registro, controle e evidenciação do chamado “patrimônio de afetação”, instrumento de suma importância para dar segurança jurídica às operações da Securitizadora, na medida em que permite a segregação contábil dos lançamentos vinculados aos recebíveis objetos de securitização pela Companhia.

É dizer, na ausência de roteiro de procedimentos a serem seguidos pela Companhia Securitizadora na contabilização adequada do patrimônio de afetação, a indicação mais adequada é de que este seja controlado em contas contábeis separadas na contabilidade da empresa, criadas exclusivamente para este fim, para que sejam geradas, quando necessárias, demonstrações financeiras (Balanço Patrimonial, DRE, Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido e Demonstrativo de Fluxo de Caixa) exclusivas da atividade de securitização, cujo saldo líquido, deverá ser controlado em conta de Ativo Permanente (não-circulante), tal qual um investimento de empresa coligada ou controlada.

6.4. Resultados: Quadro Comparativo

Tendo em vista as operações estruturadas apresentadas nos casos 1 e 2, as quais tiveram por base e fundamento a utilização dos Novos Títulos do Agronegócio criados pelas Leis nº. 8.929/94 e nº. 11.076/04, podem-se resumir a seguir os resultados dos efeitos contábeis e tributários destas operações em comparação com os instrumentos convencionais de financiamento do agronegócio, de modo a tornar “visual” as vantagens e desvantagens de cada modalidade, conforme definidos e detalhados no Capítulo relativo à fundamentação teórica do trabalho:

Quadro 8. Comparativo Resumo entre instrumentos “antigos” (atualmente disponíveis) e “novos” (criados pelas Leis nº. 8.929/94 e nº. 11.076/04) do ponto de vista das 3 dimensões (contábil, tributária e operacional).

ASPECTO	INSTRUMENTOS ANTIGOS	NOVOS INSTRUMENTOS
Contábil	As aplicações em instrumentos financeiros, inclusive derivativos, e em direitos e títulos de créditos, deverão ser classificados no ativo circulante ou no realizável a longo prazo: (i) pelo seu valor justo, quando se tratar de aplicações destinadas à negociação ou disponíveis para venda; e, (ii) pelo valor de custo de aquisição ou valor de emissão, atualizado conforme disposições legais ou contratuais, ajustado ao valor provável de realização, quando este for inferior, no caso das demais aplicações e os direitos e títulos de crédito.	Os direitos que tiverem por objeto mercadorias e produtos do comércio da companhia, assim como matérias-primas, produtos em fabricação e bens em almoxarifado deverão ser registrados pelo custo de aquisição ou produção, deduzido de provisão para ajustá-lo ao valor de mercado, quando este for inferior; Os demais investimentos, pelo custo de aquisição, deduzido de provisão para atender às perdas prováveis na realização do seu valor, ou para redução do custo de aquisição ao valor de mercado, quando este for inferior.
Tributário	RENDA FIXA: (i) Fundos de longo prazo ²⁴ e aplicações financeiras de renda fixa e a elas equiparadas (<i>box</i> , mútuos, operações de transferência de dívidas e operações com ouro como ativo	RENDA FIXA: (i) Pessoa Física: isenção do IRRF e do IR na declaração de ajuste anual (IRPF) sobre rendimentos produzidos por CPR, CDA, WA, CDCA, LCA e CRA; (ii) Pessoa

²⁴ Cujas carteira de títulos tenha prazo médio superior a 365 dias, à exceção daqueles classificados pela legislação como de “renda variável”.

²⁵ Cujas carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 dias, à exceção daqueles classificados pela legislação como de “renda variável”.

	<p>financeiro): (i) 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias; (ii) 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias; (iii) 17,5% em aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias; e, (iv) 15% em aplicações com prazo acima de 720 dias.</p> <p>(ii) Fundos de curto prazo²⁵: (i) 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias; e, (ii) 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias.</p> <p>RENDA VARIÁVEL:</p> <p>(i) IRRF DE 0,005% sobre o valor de liquidação das operações, ficando responsável pela retenção e recolhimento a instituição intermediadora, pagadora ou a bolsa (registradora) das operações; e, (ii) IR sobre os ganhos líquidos apurados, pela alíquota de 15%.</p> <p>INVESTIDOR:</p> <p>IRRF será (i) deduzido do IRPJ apurado no encerramento do período ou na data da extinção, no caso de pessoa jurídica submetida ao regime de tributação com base no lucro real; e (ii) definitivo (exclusivo de fonte), no caso de pessoa jurídica não submetida à tributação no regime do lucro real, inclusive isenta (e imune), e de pessoa física.</p> <p>IOF:</p> <p>(i) Crédito: alíquota máxima de 1,5% ao dia. Mutuários pessoas física e jurídica: 0,0041% ao dia e 0,38% de adicional por operação; e, (ii) Títulos ou Valores Mobiliários: alíquota máxima de 1,5% ao dia. 0,5% ao dia sobre o valor de resgate de quotas de fundos de investimento. Demais operações: 1% ao dia, de acordo com tabela regressiva de incidência sobre rendimentos (96% no 1º dia a 0% no 30º dia).</p>	<p>Jurídica: tabela regressiva (22,5% a 15%, a depender do prazo da operação).</p> <p>IOF:</p> <p>(i) isenção nas operações com CPR, CDA e WA; (ii) alíquota zero nas operações com CDCA, LCA e CRA.</p> <p>Crédito: alíquota máxima de 1,5% ao dia.</p> <p>Mutuários pessoas física e jurídica: 0,0041% ao dia e 0,38% de adicional por operação; e, (ii) Títulos e Valores Mobiliários: isenção nas operações com</p> <p>LIQUIDAÇÃO FÍSICA:</p> <p>(i) IRPJ/CSLL: alíquotas de 25% e 9%, respectivamente, sobre o lucro líquido ajustado por adições, exclusões e compensações (lucro real) ou alíquotas efetivas de 2% e 1,08%, respectivamente, sobre a receita bruta (lucro presumido); (ii) Contribuição para o PIS/Pasep e COFINS: alíquotas de 1,65% e 7,6%, respectivamente, pelo regime não-cumulativo, com desconto de créditos apurados nas aquisições ou alíquotas de 0,65% e 3% respectivamente, pelo regime cumulativo; (iii) Contribuição para o INSS: alíquota de 2,3% para produtores rurais pessoas físicas e 2,85% para produtores rurais pessoas jurídicas e agroindústrias, incidentes sobre a receita bruta da comercialização agrícola; (iv) IPI: alíquotas da TIPI, a depender da classificação fiscal do produto (de NT a 10%); (v) ICMS: diferimento como regra geral, a depender do Estado. Não-incidência nas negociação de produtos representados por CDA e WA registrados.</p>
Operacional	AGENTES: instituições financeiras públicas	AGENTES: Bancos de Investimento,

	<p>(BNDES, Caixa, Banco do Brasil) e privadas (Bancos de Investimento).</p> <p>ESTRUTURA: Contrato de Financiamento Bancário, contendo valores liberados, prazos de liquidação e pagamento dos juros, taxas de juros aplicáveis e garantias prestadas.</p> <p>PRAZOS: a depender da negociação. Normalmente estão vinculados ao prazo do projeto de investimento financiado.</p> <p>TAXAS: referenciadas em CDI (mais acréscimo).</p> <p>GARANTIAS: avais e fianças (pessoais) e hipoteca de bens imóveis (de acionistas e do ativo imobilizado da companhia).</p> <p>EXEQUIBILIDADE: necessidade de ajuizamento de ações judiciais de reintegração de posse dos bens imóveis dados em garantia (hipoteca), com vistas a proceder ao leilão judicial e recuperação do principal investido. Bens geralmente são de difícil comercialização e sua aquisição não condiz com as atividades do financiador.</p>	<p>fundos de investimento estrangeiros e fundos de investimento em direitos creditórios (FDIC).</p> <p>ESTRUTURA: emissão de títulos (CPR, CDA, WA, CDCA, LCA e CRA), e elaboração de Contrato de Compra e Venda para Entrega Futura, Contrato de Monitoramento, Contrato de Seguro e registro das garantias nos cartórios competentes.</p> <p>PRAZO: de acordo com o ciclo de produção (safras e cortes) da <i>commodity</i> negociada.</p> <p>TAXAS: referenciadas em Libor (mais acréscimo).</p> <p>GARANTIAS: penhor da safra, alienação fiduciária do imóvel rural ou cessão fiduciária de direitos creditórios sobre contratos de exportação e outros recebíveis performados.</p> <p>EXEQUIBILIDADE: possibilidade de liquidação extrajudicial pela retirada das mercadorias depositadas; possibilidade de arresto/sequestro imediato da lavoura e/ou commodities dadas em garantia. Bens de fácil liquidação (<i>commodities</i> sujeitas a cotação em bolsa).</p>
--	---	--

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho visou à análise das implicações legais (tributárias e regulatórias), contábeis, financeiras e operacionais para as empresas aderentes à emissão dos novos instrumentos privados para o financiamento do agronegócio, criados pelas Leis nº. 8.929/94 e nº. 11.076/04, como forma alternativa de financiamento das suas próprias atividades, em relação às fontes públicas para captação de recursos historicamente utilizadas, o que levou o setor agropecuário a uma dependência exacerbada de políticas públicas de crédito e fomento à produção agrícola.

Através da pesquisa do referencial teórico que apóia as formas como estes novos instrumentos de financiamento e captação de recursos (internos e externos) impactam as atividades de financiamento do agronegócio brasileiro, constatou-se que o sistema normativo brasileiro não foi ágil o suficiente de forma a acompanhar a evolução do sistema de *funding* criado pela Lei nº. 11.076/04, sobretudo no tocante aos critérios de registro, controle e evidenciação, bem como tributação na emissão, negociação e liquidação, razão pela qual devem ser aplicadas as disposições pré-existentes na legislação tributária e societária brasileira, de forma análoga.

Contudo, ainda que haja regulamentação disponível capaz de ditar o tratamento e o enquadramento dos novos instrumentos de financiamento do agronegócio criados pelas Leis nº. 8.929/94 e nº. 11.076/04, constatou-se a existência de lacunas que ainda geram insegurança jurídica aos *players* nacionais e internacionais do agronegócio, principalmente no tocante à liquidação financeira dos títulos, que necessariamente está vinculada, de forma intrínseca, à liquidação física da operação (entrega das mercadorias ao adquirente interessado), a qual obrigatoriamente sofre inferências tributárias relativas ao cumprimento à risca de obrigações fiscais acessórias (emissão de Notas Fiscais e apresentação de guias de recolhimento de tributos).

Por outro lado, verificou-se que as companhias abertas com ações negociadas na bolsa de valores (BM&F Bovespa) e vinculadas ao agronegócio, cuja população já é extrema reduzida, limitando ainda mais a análise, não utilizam de forma sistemática as CPR, CPR-F, CDA, WA ou CDCA como instrumentos de captação de recursos no mercado privado, optando na grande maioria das vezes por empréstimos e linhas de financiamento subsidiadas por entes públicos, como é o caso do BNDES, denotando uma dependência das políticas públicas de crédito e fomento à exportação.

Não obstante, as lacunas legais identificadas e a utilização ainda modesta das operações estruturadas com instrumentos exclusivos do agronegócio (diante do potencial de expansão destas operações para financiamento do setor), foi constatado que os títulos criados pela Lei nº. 11.076/04 representarem enorme avanço para o mercado financeiro e de capitais brasileiro, na medida em que o Poder Público reconheceu sua incapacidade de intervir e gerir de forma satisfatória e equilibrada o mercado de crédito para o agronegócio, ao criar e dar-lhes regulamentação (ainda que de forma imparcial), permitindo que as fontes privadas de financiamento, inclusive internacionais, avancem neste setor e supra as necessidades de financiamento das empresas.

Isto porque o modelo de garantia de operação financeira baseado fundamentalmente na performance da entrega dos produtos agropecuários objetos de securitização, como alternativa aos métodos convencionais, trouxe maior conforto ao investidor e segurança jurídica às operações estruturadas, conforme se pode depreender dos casos estudados no Capítulo 4, reduzindo o risco e conseqüentemente os custos de transação.

Nas operações convencionais de empréstimos e financiamentos, por serem comumente utilizadas como garantia a alienação fiduciária e hipotecas de bens imóveis, avais e fianças (garantias pessoais) do devedor, a liquidação da operação e devolução do principal investido à instituição financeira ou fundo de investimento responsável pela liberação de recursos, no caso de inadimplemento do devedor, enfrenta diversos entraves de ordem jurídica e operacional, dada a iliquidez que estas garantias detêm perante o mercado financeiro e de capitais, levando os montantes investidos ao grupo de “créditos de liquidação duvidosa”.

Já no caso dos títulos baseados na performance, como é o caso dos novos instrumentos de financiamento do agronegócio, as garantias são vinculadas ao próprio produto objeto de futura comercialização (tenha sido ele já produzido ou estando ainda na forma de matéria-prima), de modo que em caso de inadimplemento por parte do devedor, é facultado ao credor promover à liquidação forçada da obrigação, seja de forma extrajudicial ou judicial, tendo acesso ao produto para venda no mercado físico e recuperação dos valores cedidos.

As operações reais estudadas comprovam, do princípio ao fim, a força jurídica que mencionadas garantias detêm, graças à alta liquidez que as *commodities* agrícolas e suas matérias-primas encontram no mercado físico e futuro, nacional e internacional, pois, mesmo na ocorrência de *default* em operações reais correlatas (inadimplemento), foi possível a execução forçada da operação, pelo resgate e venda do produto objeto das constringências (garantias).

Entretanto, no contexto da execução forçada com escopo de liquidação das operações de financiamento com os novos instrumentos financeiros criados pela Lei nº. 11.076/04, a legislação tributária representa enorme obstáculo, uma vez que, conforme as simulações efetuadas no Capítulo 4, resulta em aumento dos custos de transação, tanto para o tomador quanto para o investidor dos títulos, uma vez que implica a ocorrência de fatos geradores da incidência de diversos tributos: ICMS, IPI, Contribuição para o PIS/Pasep, COFINS e Contribuição para o INSS.

Outro entrave identificado nos casos analisados é a adequação das obrigações fiscais acessórias previstas na legislação tributária às operações financeiras envolvendo, sobretudo, a CPR, CDA e WA, por se tratar de títulos representativos da entrega futura ou depósito de produto agropecuário, as quais dificultam a movimentação física da mercadoria quando necessária para a liquidação da operação.

Por fim, do ponto de vista contábil, ainda que a legislação societária brasileira, em processo de convergência e harmonização com as normas internacionais consolidadas pelo IASB (*International Accounting Standards Board*) após a publicação da Lei nº. 11.638/07, trate de forma pormenorizada o registro, controle e evidenciação de instrumentos financeiros, bem como o lançamento de *accruals* (juros pendentes) ao longo do prazo de liquidação da aplicação financeira, verifica-se a necessidade de normatização aplicável especificamente aos títulos do agronegócio, atualmente inexistente, referente ao controle e evidenciação das garantias prestadas e aos efeitos contábeis na liquidação física dos títulos.

Diante disso, os próximos passos, para pesquisas futuras, serão a identificação do roteiro de decisões internas de investimento/captação de recursos das empresas que levam (ou não) à adoção de operações estruturadas envolvendo quaisquer dos títulos do agronegócio criados pela Lei nº. 11.076/04, em substituição das demais fontes de financiamento disponíveis, mapeando quais são as percepções de risco dos gestores financeiros, mapeando possíveis falhas e lacunas no regime jurídico e na forma com que as operações vêm sendo estruturadas pelo mercado, para que seja possível propor matrizes de decisão e eventuais sugestões de reformas legislativas visando o fortalecimento e a mitigação de riscos do sistema privado de financiamento e captação de recursos para desenvolvimento do agronegócio brasileiro e suas cadeias produtivas.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMARO, L. **Direito Tributário Brasileiro**, Editora Saraiva, São Paulo, 1999.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**, 8ª Edição, Editora Atlas, São Paulo, 2008.
- BALEEIRO, A. **Direito Tributário Brasileiro**, atualizado pela Professora MISABEL ABREU MACHADO DERZI, 11ª Edição, Editora Forense, 1999.
- BACEN. **Resolução nº. 2.471**, de 26 de Fevereiro de 1998.
- BACEN. **Resolução nº. 2.689**, de 26 de Janeiro de 2000.
- BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Dados retirados do sítio na Internet em www.bndes.gov.br
- BRASIL. **Constituição Federal da República Federativa do Brasil**, de 5 de Outubro de 1998
- BRASIL. **Lei Federal nº 4.595**, de 31 de Dezembro de 1964.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 4.728**, de 14 de Julho de 1965.
- BRASIL. **Código Tributário Nacional - Lei nº. 5.172**, de 25 de Outubro de 1966.
- BRASIL. **Lei Complementar nº. 7**, de 7 de Setembro de 1970.
- BRASIL. **Lei Complementar nº. 8**, de 3 de Dezembro de 1970.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 6.404**, de 15 de Dezembro de 1976.
- BRASIL. **Lei Federal nº 6.385**, de 7 de Dezembro de 1976.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 7.689**, de 15 de Dezembro de 1988
- BRASIL. **Lei Federal nº. 8.212**, de 24 de Julho de 1991
- BRASIL. **Lei Complementar nº. 70**, de 30 de Dezembro de 1991.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 8.870**, de 15 de Abril de 1994
- BRASIL. **Lei Federal nº. 8.894**, de 21 de Junho de 1994.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 8.929**, de 22 de Agosto de 1994.
- BRASIL. **Lei Federal nº 8.981**, de 20 de Janeiro de 1995.
- BRASIL. **Lei Complementar nº. 87**, de 5 de Setembro de 1996.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 9.514**, de 20 de Novembro de 1997.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 9.718**, de 30 de Dezembro de 1998.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 9.973**, de 29 de Maio de 2000.
- BRASIL. **Código Civil Brasileiro**. Lei Federal nº. 10.406, de 10 de Janeiro de 2002.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 10.684**, de 30 de Maio de 2003.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 10.833**, de 29 de Dezembro de 2003.
- BRASIL. **Lei Federal nº. 10.925**, de 23 de Julho de 2004.

BRASIL. **Lei Federal nº. 10.931**, de 02 de Agosto de 2004.

BRASIL. **Lei Federal nº. 11.033**, de 21 de Dezembro de 2004.

BRASIL. **Lei Federal nº. 11.053**, de 29 de Dezembro de 2004.

BRASIL. **Lei Federal nº. 11.076**, de 30 de Dezembro de 2004.

BRASIL. **Decreto nº. 5.442**, de 09 de Maio de 2005.

BRASIL. **Decreto nº. 6.306**, de 14 de Dezembro de 2007.

BRASIL. **Lei Federal nº. 11.638**, de 28 de Dezembro de 2007.

BRASIL. **Lei Federal nº. 11.727**, de 23 de Junho de 2008.

BURANELLO, R. M. **Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio – Regime Jurídico**, São Paulo, Quartier Latin, 2009.

CARVALHO, P. B. **Curso de Direito Tributário**, 17ª. Edição, Editora Saraiva, São Paulo, 2005.

CEPEA – Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada – ESALQ-USP. Dados retirados do sítio na Internet em www.cepea.esalq.usp.br.

CFC – Conselho Federal de Contabilidade. Resolução nº. 750, de 29 de Dezembro de 1993.

CONFAZ – Conselho Nacional de Política Fazendária. **Convênio ICMS nº. 30**, de 12 de Julho de 2006.

CORRÊA, A. L. **Derivativos Agrícolas**, Editora Globo, São Paulo, 1995.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Dados retirados do sítio na Internet em www.cvm.gov.br.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº. 414**, de 30 de Dezembro de 2004.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº. 400**, de 29 de Dezembro de 2003.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº. 476**, de 16 de Janeiro de 2009.

FABRETI, L. C. **Contabilidade Tributária**, 10 Edição, Editora Atlas, São Paulo, 2006.

FIPECAFI. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**, 6ª Edição Revisada e Atualizada, Editora Atlas, São Paulo, 2006

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**, 14ª Edição, Editora Qualitymark, Rio de Janeiro, 2001.

MDIC – Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior do Governo Federal. Dados retirados do sítio na Internet em www.desenvolvimento.gov.br.

PASSOS, A.R. **A Tributação da Renda nas Operações Praticadas no Âmbito do Mercado Financeiro e de Capitais e os Novos Títulos do Agronegócio**. Revista de Direito

Tributário da Associação Paulista de Estudos Tributários (APET), Ano III, Edição 11, Setembro de 2006, MP Editora (p. 13-42).

RFB – Secretaria da Receita Federal do Brasil. **Instrução Normativa nº. 208**, de 27 de Setembro de 2002.

RFB – Secretaria da Receita Federal do Brasil. **Instrução Normativa nº. 487**, de 30 de Dezembro de 2004.

RFB – Secretaria da Receita Federal do Brasil. **Instrução Normativa da Secretaria da Receita Previdenciária nº. 03**, de 14 de Julho de 2005.

SHINGAKI, M. **Gestão de Impostos: para pessoas físicas e jurídicas**, 6ª Edição Revisada e Atualizada, Editora Saint Paul, São Paulo, 2008