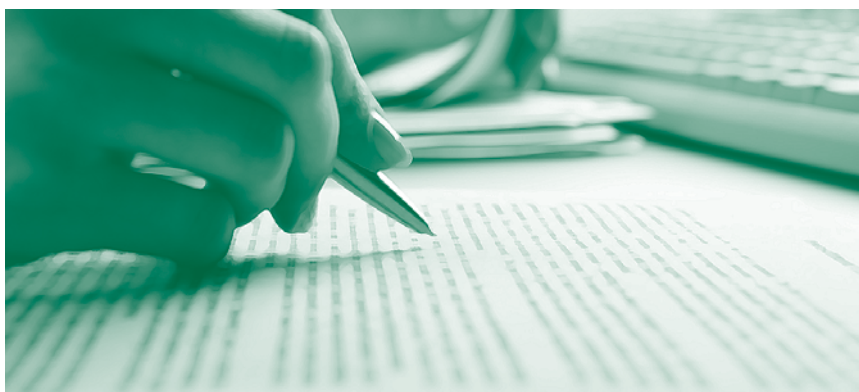


Contabilização da Cédula de Produto Rural à Luz da sua Essência

Cássio Roberto Leite Netto

Julho, 2013

Trabalhos para Discussão



319

ISSN 1519-1028
CGC 00.038.166/0001-05

Trabalhos para Discussão	Brasília	n° 319	julho	2013	p. 1-39
--------------------------	----------	--------	-------	------	---------

Trabalhos para Discussão

Editado pelo Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep) – *E-mail*: workingpaper@bcb.gov.br

Editor: Benjamin Miranda Tabak – *E-mail*: benjamin.tabak@bcb.gov.br

Assistente Editorial: Jane Sofia Moita – *E-mail*: jane.sofia@bcb.gov.br

Chefe do Depep: Eduardo José Araújo Lima – *E-mail*: eduardo.lima@bcb.gov.br

Todos os Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil são avaliados em processo de *double blind referee*.

Reprodução permitida somente se a fonte for citada como: Trabalhos para Discussão nº 319.

Autorizado por Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Diretor de Política Econômica.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil

Comun/Dipiv/Coivi

SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 14º andar

Caixa Postal 8.670

70074-900 Brasília – DF

Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3565

Fax: (61) 3414-1898

E-mail: editor@bcb.gov.br

As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem, necessariamente, a visão do Banco Central do Brasil.

Ainda que este artigo represente trabalho preliminar, citação da fonte é requerida mesmo quando reproduzido parcialmente.

The views expressed in this work are those of the authors and do not necessarily reflect those of the Banco Central or its members.

Although these Working Papers often represent preliminary work, citation of source is required when used or reproduced.

Divisão de Atendimento ao Cidadão

Banco Central do Brasil

Deati/Diate

SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo

70074-900 Brasília – DF

DDG: 0800 9792345

Fax: (61) 3414-2553

Internet: <<http://www.bcb.gov.br/?FALECONOSCO>>

Contabilização da Cédula de Produto Rural à Luz da sua Essência*

Cássio Roberto Leite Netto**

Este Trabalho para Discussão não deve ser citado como representando as opiniões do Banco Central do Brasil. As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem, necessariamente, a visão do Banco Central do Brasil.

Resumo

Este artigo é uma análise teórica fundamentada na revisão bibliográfica¹ da Cédula de Produto Rural (CPR) e em sua normatização. Leva em conta primordialmente as leis em vigor, bem como as normas emitidas pelo Banco Central do Brasil, incluindo o Plano de Contas das Instituições Financeiras (COSIF). Também tece considerações acerca de sua contabilização tendo em vista a essência das operações, levando em conta os Pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) vigentes, além das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) emitidas pelo *International Accounting Standard Board* (IASB) relacionadas ao assunto, ainda que não implementadas integralmente no país. O foco do artigo está na identificação dos tipos de risco envolvidos na operação, e se a contabilização utilizada pelas instituições financeiras que adquirem ou avalizam CPR's reflete adequadamente esses riscos. Espera-se que esse estudo contribua para que esses riscos e a mensuração de seus valores fiquem evidenciados de forma clara para o usuário externo da informação contábil.

Palavras-chave: Cédula de Produto Rural, CPR Financeira, CPR Física, Instrumentos Financeiros, Derivativos Embutidos

Classificação JEL: G28, G12, Q14, M41, M48

* Artigo apresentado em julho/11 ao Prof. Dr. Nelson Carvalho em atendimento a exigência da disciplina Teoria da Contabilidade, do Programa de Mestrado em Contabilidade da FEA-USP.

Agradeço a Bernardo Gonzales pelo auxílio no entendimento das questões relacionadas às CPR's físicas e pelo envio de importantes obras utilizadas nesse estudo, quais sejam sua Tese de Doutorado e o artigo, ainda "no prelo", à época, sobre CPR's financeiras.

Agradeço ao amigo Flávio de Melo Pereira, meu orientador técnico no BCB, pelo auxílio na estruturação do artigo e na compreensão da contabilização das CPR's, por parte das instituições financeiras.

** Departamento de Supervisão Bancária (DESUP), Banco Central do Brasil (BCB).

1. Introdução

A Cédula de Produto Rural (CPR) nasce em 22 de agosto de 1994, instituída pela Lei 8.929, como um título emitido por um produtor rural ou uma cooperativa de produção, que promete entregar certa quantidade de produto especificado na cédula, no futuro, e recebe por esta, recursos financeiros ou insumos.

Na emissão dessa CPR, com liquidação física, a intenção do produtor rural é de levantar recursos para a produção, da qual, parte será entregue em pagamento quando da colheita e parte será o seu ganho. Com esse procedimento, o produtor determina sua margem de lucro tomando como base o produto excedente em relação àquele necessário para a liquidação da Cédula. Assim, o risco de flutuação de preço do produto não recai sobre o que é devido ao credor, afetando apenas a sua “margem de lucro”.

Essa possibilidade veio ao encontro de uma demanda dos produtores rurais, que não conseguiam pagar os empréstimos tomados para financiar sua produção agrícola quando o preço do produto colhido se reduzia como resultado da queda do preço no mercado, o que normalmente ocorre quando a produção é bem sucedida. Os elevados índices de inflação também agiam sobre os preços relativos e, muitas vezes, as taxas de juros cobradas pelos bancos, prevendo inflação elevada, não eram acompanhadas pelo aumento nos preços dos produtos colhidos.

Uma possibilidade para o produtor sair desse risco de mercado, que pode e já podia ser encontrada no passado, é a venda a termo da produção, ou venda de contrato futuro em bolsa, ou ainda a compra de opções de venda do produto. No entanto, trata-se de matéria complexa para o produtor e com custos, por vezes, elevados. Essas alternativas são utilizadas usualmente por grandes empresas ou por cooperativas de produtores no caso de alguns produtos. Além disso, como lembra Gonzales (1999, pag 10):

“Se o preço presente líquido da CPR [...] for favorável à operação [...] tornar-se-á até mais interessante do que uma transação em mercados futuros, uma vez que no mercado a termo [grifo nosso] não há disponibilização de margem de garantia (com seus custos implícitos) e não há, também, o risco de se incorrer em ajustes diários para acerto de posição. Além disso, não há custos de monitoramento do

mercado para se determinar o momento a sair da posição.” E ainda: “Do ponto de vista de sua conceituação, a CPR pode beneficiar quaisquer produtos agropecuários “*in natura*”, beneficiados ou industrializados, que tenham sido produzidos por produtores rurais ou suas cooperativas...”

Com relação ao nosso grifo, produzido na citação, é importante ressaltar que Gonzales (1999, pag.21) menciona que:

“A CPR é uma variação das modalidades tradicionais de contrato a termo. É um contrato com entrega diferida, com preço fixado quando da concretização do negócio e quitação financeira também nesse momento.”

Em suma, o pequeno agricultor ficava desguarnecido em sua atividade produtiva, cabendo-lhe todo o risco de mercado de sua atividade em relação ao valor a pagar de seu financiamento. Por meio da CPR, passa a ter a opção de emissão de um título de dívida em que se livra do risco da variação do preço do produto.

A CPR com liquidação física, doravante denominada simplesmente CPR-Física, portanto, eliminou o risco de variação de preço da mercadoria para o produtor. No entanto, esse risco passa totalmente para o credor que lhe antecipou recursos quando da aquisição da Cédula. Com a concentração do risco de mercado no credor, apenas aqueles elementos da cadeia produtiva realmente interessados no produto do emissor da Cédula se dispunham a adquirir uma CPR, fazendo com que o mercado ficasse extremamente restrito.

Em 14 de fevereiro de 2001 foi prevista a liquidação financeira da CPR com a edição da Lei 10.200. No Art. 4º, §1º, fica claro que “a CPR com liquidação financeira é um título líquido e certo, exigível, na data de seu vencimento, pelo resultado da multiplicação do preço, apurado segundo os critérios previstos neste artigo, pela quantidade do produto especificado”. Ou seja, passa a não ser mais necessária a entrega da mercadoria, mas tão somente o produto de sua venda, em dinheiro. Mais especificamente, o valor que seria apurado na venda do produto, no mercado, segundo

os parâmetros definidos na Cédula. Esse tipo de CPR será doravante denominada CPR-Financeira.

Ressalta-se que a Lei não menciona a necessidade de se produzir determinada mercadoria, especificando apenas quem pode emitir a CPR. É provável que o legislador tenha deixado implícito que haveria de existir uma produção ao determinar que apenas o produtor rural ou a Cooperativa de produção poderiam emitir a cédula. No entanto, não menciona a necessidade da produção. Dessa forma, uma Cooperativa pode emitir uma CPR de cinco mil sacas de soja, sem produzir um único grão, e liquidá-la em seu vencimento pelo produto da quantidade pelo preço da saca de soja.

Gonzales (2011), sobre a importância da CPR-Financeira, menciona:

“No caso da CPR com entrega física, a possibilidade de não recebimento do produto ocorre se existir um mercado secundário líquido ou, eventualmente, quando emitente e comprador entrarem em acordo para liquidá-la financeiramente. Para um investidor, é necessário que fique claro que a CPR deverá ser liquidada na forma financeira, pois, dependendo da situação de mercado, o produtor pode querer entregar o produto, criando transtornos para o detentor do título, que não deseja ou não pode recebê-lo por imposições legais.”

NAGY (2004) também mostra a possibilidade de utilização da CPF Física sem entrega do produto, quando o produtor rural emite a CPR e a envia, no seu exemplo, ao Banco do Brasil para aval. O Banco promove a negociação da CPR com o investidor, que libera os recursos para o produtor rural. Na safra, o produtor negocia seu produto, por exemplo, com uma *Trading* que, por sua vez, paga diretamente ao investidor.

Nuevo, *apud* Gonzales (1999-pags 43 e 44) também menciona a existência de diversos desenhos de operação utilizando CPR`s, das quais a situação “onde a CPR é transferida à indústria de insumos ou de máquinas agrícolas, como pagamento por bens adquiridos. A indústria, por sua vez, por não se interessar pelo produto subjacente repassa o título para um investidor ou para um fundo de investimento que, em um dado

momento o repassará a um beneficiador ou exportador, devido ao interesse que estes apresentam pelo produto em si.”

No entanto, fica patente que, para o sucesso da operação, onde um investidor fornece o *funding* para o produtor, adquirindo uma CPR, mas sem se interessar em receber o produto, faz-se necessário um mercado secundário líquido, conforme lembrado por Gonzales.

No que se refere à necessidade de se produzir a mercadoria para se emitir a Cédula, fato não solicitado na Lei 10.200, Gonzales (1999) afirma que:

“A CPR, conforme a lei, é representativa da promessa de entrega de produtos rurais e o emitente não pode invocar em seu benefício (em caso de inadimplência) o caso fortuito ou de força maior. Assim, parece que o intuito do legislador foi o de deixar clara a necessidade de que o título estivesse lastreado em produto rural. Na CPR Financeira esse entendimento é relaxado, não eliminando, porém, o risco de ocorrência de vendas fictícias ou acima da capacidade de produção do emitente. Este fato, caso ocorra, pode ocasionar reflexos na integridade do título ou, em caso de persistência, a intervenção das autoridades reguladoras.”

Considerando os elementos constitutivos das Cédulas de Produto Rural, tanto na sua versão original, quanto na versão em que passa a ser permitida a liquidação financeira, esse estudo se propõe a abordar as práticas de mercado com relação à utilização desses instrumentos, particularmente por parte das instituições financeiras que adquirem ou avalizam as CPR`s, bem como os riscos que estão assumindo e a contabilização realizada e evidenciada à luz dos normativos vigentes, contrapondo-a aos ditames dos Pronunciamentos do CPC, e ainda das novas possibilidades criadas pela IFRS 9. E a questão de pesquisa que se coloca é: a contabilização atualmente realizada pelas instituições financeiras está refletindo o risco e sua mensuração de forma adequada, considerando a essência da operação?

Este estudo contribui com o debate em relação ao assunto esclarecendo sobre a essência da operação de aquisição e aval de instituições financeiras nas CPR's, identificando quais são os riscos envolvidos nas negociações e qual a contraparte a assumir cada tipo de risco, e avança na discussão da melhor contabilização para refletir esses riscos.

O trabalho está organizado da seguinte forma: na seção 2 serão apresentados os formatos de negociação das CPR's no mercado financeiro; na seção 3 serão evidenciados os riscos assumidos na negociação; na seção 4 serão expostas as diferenças e semelhanças entre a contabilização proposta pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) para os instrumentos financeiros; na seção 5 são apresentadas as novas tendências contábeis para os instrumentos financeiros que estão sendo propostas pelo IASB por meio da edição da IFRS 9; na seção 6 serão apresentadas as considerações finais.

2. Práticas de mercado em relação às CPR's

A CPR-Financeira foi criada com vistas a chamar a atenção dos investidores interessados em participar dos ganhos na cadeia agropecuária, mas que não desejavam receber produto em pagamento, mas tão somente o valor em dinheiro referente à variação do preço do produto, desde o adiantamento dos recursos quando da aquisição da CPR, até o seu vencimento.

NAGY (2004) esclarece como se dá o cálculo do valor de liquidação:

“o emitente da CPR – Índice BM&F tem o compromisso junto ao credor, no vencimento, de liquidar o título pela média aritmética dos preços de ajuste apurados pela BM&F para o contrato futuro do mês/ano referenciado na cédula, nos cinco pregões que antecederem o último dia útil anterior à data de vencimento da CPR, convertido para reais pela Taxa de Câmbio Referencial BM&F válida para o penúltimo dia útil anterior ao vencimento da cédula, multiplicado pelo percentual

de resgate previsto na CPR. O conceito acima também é válido para o Índice ESALQ”.

Nesse caso, para o produtor rural ou cooperativa de produção que efetivamente produzirem a mercadoria, o risco, assim como na CPR-Física fica minimizado, sendo totalmente transferido ao investidor / credor. Importante ressaltar que se fala em transferência de risco para o credor / investidor, uma vez que se tem a hipótese de baixa nos preços do produto. Nessa situação o emissor auferiria, no mercado, menos recursos que aqueles fornecidos pelo adquirente da Cédula, e mesmo assim, quitaria seus débitos. O investidor arcaria com a perda da diferença.

No entanto, os preços também poderiam se elevar, e o produtor poderia vender sua produção por um valor bastante superior aos recursos tomados, tendo que entregar todo o fruto dessa venda ao investidor / credor.

Em outra situação, se o produtor houvesse tomado um crédito rural tradicional, teria sobra de recursos após pagar o que devia.

Portanto, em favor da utilização da CPR, parte-se da hipótese de que ao produtor rural interessa auferir com segurança a margem de lucro na produção, e abrir mão de possíveis ganhos especulativos em relação ao preço do produto, em favor de evitar possíveis perdas.

No caso em que o emissor da CPR decidir por não produzir (hipótese possível), ficará com o risco de efetivação do pagamento com toda a variação de preço do produto que não possui, mas no preço do qual se baseará para formar o valor de liquidação da Cédula. Ou seja, nesse caso há um compartilhamento do risco de variação do preço entre credor e devedor: se o preço do produto subir, o emissor pagará mais caro pela liquidação da CPR, gastando mais recursos do que aqueles tomados quando da emissão da Cédula. O credor / investidor, por sua vez, auferirá a diferença entre o valor de aquisição da CPR e o valor de sua liquidação. Na situação inversa, o credor/investidor perderia essa diferença, que seria auferida pelo devedor.

O risco de variação de preço da mercadoria não é, muitas vezes, desejado pelo credor, a quem pode interessar apenas garantir uma taxa de juros fixa, na operação, semelhante a um empréstimo tradicional. Em linha com esse interesse, o mercado financeiro acabou por criar uma modalidade alternativa de Cédula de Produto Rural, a CPR-Financeira – preço fixo, onde o valor de liquidação já é previsto quando da emissão da Cédula. Nessa modalidade, como o valor de vencimento é fixo, o risco de variação de preço fica com o produtor, o que, na prática, trata-se de um desvirtuamento do próprio propósito pelo qual foi criada a Cédula de Produto Rural.

Assim a CPR-Financeira – preço fixo se assemelha a um empréstimo ou a uma emissão de título de renda fixa, ao determinar que, no futuro, a CPR seja liquidada por valor certo. O credor passa a não incorrer em risco de mercado da variação de preço do produto, mas apenas na variação da taxa de juros de mercado, como num título pré-fixado qualquer. Quanto ao emissor, se não dispuser de nenhum mecanismo de *hedge*, incorrerá em todo o risco de variação de preço da mercadoria, cujo produto da venda, no futuro, pode não ser suficiente para a liquidação da CPR.

Interessante constatar que a criação da liquidação financeira (preço fixo) permitiu a inversão do risco de variação de preço do produto, inicialmente do credor, estando agora com emissor do título. Gonzales (1999), considera que:

“a MP 2.017, que criou a CPR Financeira, foi bastante cuidadosa na descrição do preço ou do indicador de preço a ser adotado, com o objetivo de manter a referência em produto. No entanto, o mercado acabou criando uma CPRF com preço fixo, “onde o preço de resgate já é determinado na emissão do título e corresponde a um percentual da cotação do produto no mercado...”. (VENDRAME, 2001, p.51). Esta modalidade fixa *ex ante* o valor monetário de liquidação do título, desvirtuando o modelo de equivalência-produto e equiparando-o a uma nota promissória, com as seguintes consequências; a) torna a operação meramente financeira, retirando do comprador do título qualquer risco de variação de preços; b) não estimula a utilização de contratos futuros ou de opções, na ponta compradora, uma vez que não há posição a “hedgear”.

Gonzales (2011) lembra ainda que:

“Percebe-se, porém, que a introdução da CPRF com preço fixo desvirtua o título quanto a seu objetivo de ter uma *commodity* como ativo objeto (referenciação em produto) e libera o investidor dos riscos de variação de preços gerando uma assimetria no papel dos agentes emissor e comprador.”

3. Evidenciação dos riscos assumidos pelos credores

Excluindo-se estratégias de *hedge* em relação às estruturas possíveis por meio da utilização de CPR`s, que não serão tratadas nesse estudo, identificam-se três possibilidades de risco assumidas:

- 1) CPR-Física – representativa de direito sobre mercadoria, gera grande risco ao credor com relação à variação de preço do produto que receberá em conformidade com o descrito na Cédula para sua liquidação. O risco para o emissor incidirá apenas sobre a produção excedente em relação ao necessário para a liquidação da cédula, ou seja, quando da colocação no mercado por preço eventualmente inferior ao pretendido ou àquele vigente quando da emissão da Cédula. Ou seja, este obterá ganho menor, mas não incorrerá em perda. Salienta-se que não se está admitindo, nesse estudo, a hipótese de quebra de safra por pragas, condições meteorológicas adversas e outros eventos indesejáveis.
- 2) CPR-Financeira – preço fixo – representativa de direito sobre fluxo de caixa, gera risco de variação de preço integralmente para o emissor, que deverá pagar valor certo ao credor, e sofrerá com possível queda no valor da mercadoria, no vencimento. No caso de queda substancial do valor do produto, pode ficar configurada a impossibilidade de pagamento do credor pelo devedor. Ou seja, o credor incorrerá em risco de crédito subsidiariamente ao risco de mercado. Por certo o emissor também poderá se beneficiar de possível elevação no valor do produto, auferindo a diferença entre o valor da venda e o valor pago para a liquidação da Cédula.

3) CPR-Financeira – índice – representativa de direito sobre fluxo de caixa, gera risco semelhante àquele em que se incorre na CPR-Física, com a diferença de que a liquidação se dará de forma financeira e não com a entrega de produto. Se não houver, por parte do emissor, a pretensão de gerar a produção, terá que liquidar a Cédula no vencimento sem ter a contrapartida do resultado da venda de sua produção, assumindo todo o risco da elevação do preço da mercadoria. De forma análoga, o investidor/credor assumirá todo o risco de queda no valor do produto. Dessa forma, o risco de mercado fica compartilhado entre emissor e investidor/credor, como num *swap* entre taxa de juros pré-fixada *versus* preço da mercadoria. A diferença dessa operação e um *swap* é a de que há o adiantamento do valor pela contraparte credora. Ao fazer a opção por esse tipo de CPR, a aposta do investidor/credor é de que o preço da mercadoria subirá, e ele auferirá o excedente de preço. Fundos de investimento podem obter ganhos (ou perdas) substanciais incorrendo nesse tipo de risco ao manter CPR`s em suas carteiras.

Além desses riscos, há ainda a operação, majoritariamente negociada pelo Banco do Brasil, onde a instituição financeira promove o encontro, num sistema informatizado, entre pretensos emissores de CPR`s Físicas e investidores interessados em assumir o risco de variação do preço do produto, mas que não desejam incorrer no risco de crédito do emissor, tampouco no risco de quebra de safra, pragas e desvios de mercadorias.

Para viabilizar o negócio, a instituição financeira avaliza a CPR-Física, auferindo uma comissão para tanto. O Banco do Brasil menciona na definição do produto de que o aval é “a garantia de que o produto negociado será entregue no padrão, local e prazo definidos na cédula, mesmo que o emitente da CPR não honre seu compromisso”. Dessa forma, o Banco do Brasil incorre subsidiariamente ao risco de crédito, caso o emissor da CPR não honre seus compromissos, e a instituição tenha que adquirir o produto no mercado a preços elevados a fim de honrar o detentor da CPR avalizada.

A propósito dos riscos das CPR`s, possíveis de serem mitigados por terceiros, em relação ao próprio aval, NAGY (2004) menciona que podem ser de três tipos:

Seguro Agrícola, que cobre “Plantar, cuidar e não colher por causa de frustração de lavoura”; Seguro Garantia, que cobre o risco de “Não plantar”, “Plantar e não cuidar”, “Colher e Desviar”, ou seja, uma cobertura contra “risco moral”. Aval – compreende os dois anteriores e, além disso, “sinistro e roubo no transporte”, “sinistro e roubo no armazém” e “Falecimento do produtor”.

Outro ponto a ressaltar é a existência de estratégias de *hedge*, tanto para o produtor quanto para o credor, por meio do uso de instrumentos derivativos para proteger oscilações de preços das CPR`s, bem como utilizando a própria CPR para fazer *hedge* da produção, como é o exemplo da CPR-Física em relação ao produtor.

Gonzales (1999) destina ao assunto diversos itens dos capítulos 4 e 6 de sua Tese, além de oferecer, nos caps.2 e 3, elementos para o entendimento dos mercados a termo, de futuros e opções, relacionados às CPR`s. Esses pontos não integrarão esse estudo tendo em vista os limites de escopo estabelecidos e o tempo disponível. No entanto, entendemos ser de suma importância esse aprofundamento em outros estudos que se sucederem, inclusive tendo em vista a correta contabilização da Cédula de Produto Rural, item que será abordado a seguir.

4. Contabilização das CPR's à luz da legislação vigente

4.1 – CPR – título de crédito ou empréstimo

Um fator que adquire importância extrema no estudo sobre a contabilização das CPR`s, é a discussão sobre a sua essência econômica. No mercado financeiro há quem defenda tratar-se de um título de crédito, mas também há aqueles que a considerem uma legítima operação de crédito. Muitos advogados, analisando-lhe sob o manto da lei, não têm dúvidas de que seja um título, semelhante a uma Nota Promissória. E há, ainda, aqueles que defendem que a CPR-Física não possa ser considerada como um instrumento financeiro, mas apenas, em essência, uma compra de mercadorias ou de um contrato a termo de mercadorias.

Em relação a esse entendimento, em pesquisa junto aos normativos do Banco Central do Brasil (BACEN) sobre a forma de contabilizar a CPR, não foram encontradas regras específicas. No Plano de Contas das Instituições Financeiras (COSIF), não há rubrica com a denominação específica dessa Cédula, tampouco instrução de contabilizá-la em rubrica de outra denominação. A contabilização adotada usualmente dá-se na conta 1.3.1.60.00-9 – Aplicação em Commodities – cuja função é “Registrar as aplicações que tenham vinculação com produtos agrícolas, pecuários, agroindustriais e outras”, mais especificamente no subtítulo: 1.3.1.60.90-6 – Outros, destinada a registrar aplicações em espécie [grifo nosso]

Ora, a aquisição de uma CPR, mesmo no caso da Física e tendo em vista a essência econômica de uma compra de mercadoria a termo com adiantamento de recursos, não pode ser considerada uma simples aplicação em commodities em espécie. Quando se adiciona à discussão a CPR-Financeira, a mercadoria passa a ser apenas uma referência de preço para a liquidação da obrigação do emissor, no vencimento, pelo valor da mercadoria na ocasião, ou mesmo a valor determinado quando da emissão da Cédula.

4.2 – Contabilização dos Títulos de Crédito segundo o Banco Central do Brasil

Admitindo-se, inicialmente, que as CPR`s sejam títulos de crédito, vale lembrar os normativos do Banco Central do Brasil a respeito do assunto. A Circ. 3.068/01 estabelece que os títulos detidos pelas Instituições Financeiras devem ser classificados em uma dentre as três possibilidades a seguir, contida em seu Art. 1º:

I – **títulos para negociação**, aqueles “adquiridos com o propósito de serem ativa e frequentemente negociados”. Devem ser “ajustados pelo valor de mercado, no mínimo por ocasião dos balancetes e balanços, computando-lhes a valorização ou desvalorização em contrapartida no resultado do período. [grifos nossos]

II – **títulos disponíveis para venda**, aqueles que não se enquadram nos itens I e III. Devem ser “ajustados pelo valor de mercado [...] computando-lhes a valorização ou a desvalorização em contrapartida” à conta destacada do Patrimônio Líquido, pelo valor líquido dos efeitos tributários.

III – **títulos mantidos até o vencimento**, aqueles “para os quais haja a intenção [...] de mantê-los em carteira até o vencimento e que “devem ser avaliados pelos respectivos custos de aquisição, acrescido dos rendimentos auferidos, os quais devem impactar o resultado do período”.

O Parágrafo 2º menciona ainda que “a transferência da categoria títulos mantidos até o vencimento para as demais categorias somente poderá ocorrer por motivo isolado, não usual, não recorrente e não previsto, ocorrido após a data da classificação, de modo a não descaracterizar a intenção evidenciada pela instituição quando da classificação nessa categoria.”

E ainda, o Art. 5º, Parágrafo 1º, item III, ressalva que “na hipótese de transferência da categoria 'títulos mantidos até o vencimento' para as demais categorias, os ganhos e perdas não realizados devem ser reconhecidos: a) imediatamente no resultado do período, quando para a categoria títulos para negociação; b) como componente destacado no patrimônio líquido, quando para a categoria títulos disponíveis para a venda.

Outra definição, segundo os normativos do Banco Central do Brasil, e que será necessária às discussões, refere-se ao conceito de derivativos. Conforme a Circular 3082, de 2002, que em seu Art. 1º., item V – Parágrafo 1º menciona: “Entende-se por instrumentos financeiros derivativos aqueles cujo valor varia em decorrência de mudanças em taxa de juros, preço de título ou valor mobiliário, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de bolsa de valores, índice de preço, índice ou classificação de crédito, ou qualquer outra variável similar específica, cujo investimento inicial seja inexistente ou pequeno em relação ao valor do contrato, e que sejam liquidados em data futura.

4.3 – Contabilização dos instrumentos financeiros, segundo o CPC

Com relação ao entendimento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) sobre a contabilização dos instrumentos financeiros, duas definições se fazem necessárias preliminarmente à discussão. De acordo com o CPC 39 – Instrumentos Financeiros – Apresentação, em seu item 11:

“Instrumento financeiro é qualquer contrato que dê origem a um ativo financeiro para a entidade e a um passivo financeiro ou instrumento patrimonial para outra entidade.

Ativo Financeiro é qualquer ativo que seja:

- (a) caixa;
- (b) instrumento patrimonial de outra entidade;
- (c) direito contratual
 - (i) de receber caixa ou outro ativo financeiro de outra entidade; ou
 - (ii) de troca de ativos financeiros ou de passivos financeiros com outra entidade sob condições potencialmente favoráveis para a entidade”

Já o CPC 38, item 9 – faz a seguinte definição de Derivativo:

“Derivativo é um instrumento financeiro ou outro contrato dentro do alcance deste Pronunciamento Técnico com todas as três características seguintes:

- (a) o seu valor altera-se em resposta à alteração na taxa de juros especificada, preço de instrumento financeiro, preço de mercadoria [grifo nosso], taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, avaliação ou índice de crédito, ou outra variável, desde que, no caso de variável não financeira, a variável não seja específica de uma parte do contrato (às vezes denominada “subjacente”);
- (b) não é necessário qualquer investimento líquido inicial ou investimento líquido inicial que seja inferior ao que seria exigido para outros tipos de contratos que se esperaria que tivessem resposta semelhante às alterações nos fatores de mercado; e
- (c) é liquidada em data futura.”

Passa o CPC, então, a detalhar as quatro categorias de instrumentos financeiros. Devido à complexidade e extensão desse pronunciamento, no entanto, optou-se neste

estudo pela utilização das descrições contidas no CPC – Destaques², onde se menciona que:

“Instrumento financeiro (ativo ou passivo) não derivativo é denominado como **mensurado pelo valor justo por meio do resultado** se for mantido para negociação [grifo nosso] ou assim designado. A melhor evidência de valor justo é a existência de preços cotados em mercado ativo. Se o mercado para um instrumento financeiro não estiver ativo, a entidade estabelece o valor justo usando uma técnica de avaliação.”

A diferença, nesse caso, entre a que preconiza o Banco Central e o CPC 38, em relação ao título mantido para negociação, dá-se em relação à definição de “valor justo” *versus* “valor de mercado”. Muito provavelmente a intenção do normatizador do Banco Central do Brasil foi assemelhar o termo “valor de mercado” ao que se entende como valor justo, ou seja, o valor pelo qual o ativo é transacionado num mercado líquido, por partes interessadas, conhecedoras do negócio e não relacionadas. O entendimento, neste estudo, é de que todos os fatores que influenciam o valor de mercado (ou valor justo) estão considerados nessa mensuração, inclusive o risco de crédito que porventura desvalorizará o instrumento financeiro.

Com relação aos instrumentos financeiros **mantidos até o vencimento**, o CPC destaques menciona:

“Instrumento financeiro (ativo ou passivo) não derivativo é denominado como **mantido até o vencimento**, se seus pagamentos ou recebimentos forem fixos ou determináveis com vencimentos definidos, e se para eles a entidade tiver a intenção positiva e a capacidade de manter até o vencimento (não estão incluídos os empréstimos, contas a receber e a pagar). Fica registrado pelo custo amortizado (“curva do título”), com os ajustes reconhecidos no resultado e está sujeito ao teste de *impairment*.” [grifos nossos]

² Na introdução do CPC – Destaques fica salientado que “este trabalho não constitui e não decorre de um estudo detalhado e exaustivo de todos os novos aspectos derivados da adoção integral dos documentos emitidos pelo CPC, nem substitui a leitura integral dos mesmos”. Além disso, que “este documento não

O entendimento, neste estudo, é de que o normativo do Banco Central está totalmente alinhado ao CPC também em relação aos instrumentos financeiros mantidos até o vencimento. Enquanto o Banco Central menciona “custos de aquisição, acrescido dos rendimentos auferidos”, o CPC menciona o custo amortizado e, entre *parêntesis*, a “curva do título”. Apesar da diferença dos termos utilizados, o significado é idêntico. O incremento do CPC em relação ao normativo do Banco Central está na necessidade do teste de *impairment*, fato que assume particular importância em relação às CPR`s com referência ao risco de crédito e a possível existência de derivativo embutido no Cédula, como será visto mais adiante.

Mourad (2010), ao interpretar a IAS 39, base do CPC 38, menciona (pag.91) que:

“Uma entidade deve avaliar na data de cada reporte se há evidência objetiva de que um ativo financeiro ou grupo de ativos estão com valor de realização reduzido ou *impaired*.”

Exemplos de fatores a serem considerados:

- Dificuldade financeira significativa do emissor do ativo.
- Alta probabilidade de falência ou concordata.
- Desaparecimento de um mercado ativo.
- Quebra ou não cumprimento dos termos de um contrato.
- Atraso no pagamento de principal ou juros.
- Mudanças adversas na economia, como desemprego e outros índices macroeconômicos.”

Embora Mourad mencione ainda que: “o desaparecimento de um mercado ativo ou o *downgrade* do risco de crédito de uma entidade não é, por si só, prova de *impairment*, embora possa ser prova de *impairment* quando considerada juntamente com outras informações relevantes combinadas”, não há como desconsiderar o risco de crédito na formação de preço de um título e, portanto, é muito importante no “ativo

integra qualquer Pronunciamento, Interpretação ou Orientação emitidos pelo CPC e não pode ser utilizado no lugar deles nem mesmo como sua interpretação”

mantido até o vencimento” que o teste de *impairment* seja realizado e leve em conta esse risco. Na verdade, sua influência no preço pode ser tão determinante, que uma alteração no risco incorrido, ou mesmo no risco estimado deveria ensejar a realização do teste de recuperabilidade, não apenas ao final do exercício, como é mencionado pelo CPC, mas no momento de sua ocorrência.

Salienta-se, ainda, que a avaliação do risco de crédito de um instrumento financeiro é fundamental para melhor refletir o valor provável de recebimento dos fluxos de caixa esperados. É importante ressaltar que esse não será, ainda, necessariamente o seu valor de mercado, cuja mensuração dependerá de se trazer a valor presente os fluxos de caixa esperados à taxa de mercado (marcação a mercado), e não à taxa do instrumento financeiro (“curva do papel”). Ou seja, a simples apuração do risco de crédito não reflete o valor de mercado de um título mantido até o vencimento que, tanto para o CPC quanto para o Banco Central, não devem ser marcados a mercado o que é considerado neste estudo como uma deficiência na evidenciação do real valor do ativo da empresa para investidores e credores da entidade.

Quanto aos instrumentos financeiros **disponíveis para a venda**, o CPC menciona que:

“Instrumento financeiro (ativo ou passivo) não derivativo é denominado como **disponível para venda** se não puder ser classificado como (a) empréstimos e contas a receber (recebíveis), (b) investimentos mantidos até o vencimento ou (c) ativos financeiros pelo valor justo por meio do resultado. É mensurável **ao valor justo, mas a diferença entre o custo amortizado e o valor justo é reconhecida como outro resultado abrangente diretamente no patrimônio líquido até sua baixa ou reclassificação. Reclassificações entre as categorias acima são permitidas em casos excepcionais.**”

No normativo do Banco Central menciona-se “valor de mercado” que, conforme especulação anterior, muito provavelmente tenha a intenção de significar o mesmo que “valor justo”. O regulador diz ainda, que as “valorizações” e “desvalorizações” devem ser contabilizadas em contrapartida a conta de patrimônio líquido. Assim as Instituições

Financeiras deverão lançar a contrapartida em “Avaliação de Ajustes Patrimoniais”, disponível para utilização no COSIF. Para que o normativo do Bacen fique totalmente em linha com o CPC, entenda-se valorização e desvalorização como “a diferença entre o custo amortizado (custo + rendimentos) e o valor justo (valor de mercado) do título. A restrição do CPC quanto à mudança de categoria do título também está, e com mais minúcias, alinhada ao normativo do Banco Central.

Finalmente, a quarta categoria de instrumento financeiro prevista pelo CPC é a de **empréstimos e recebíveis**. A definição de empréstimo é particularmente importante diante da discussão que ocorre no que concerne à essência das Cédulas de Produto Rural e, em decorrência, em relação a sua contabilização. Segundo o CPC:

“Instrumento financeiro (ativo ou passivo) não derivativo é denominado como **empréstimos e recebíveis** se vinculado a pagamentos ou recebimentos fixos ou determináveis, não cotado em mercado ativo, não destinado a ser vendido imediatamente, ou no curto prazo. É reconhecido inicialmente a valor presente e subsequentemente avaliado pelo **custo amortizado**.”

Assim como mencionado em relação aos instrumentos financeiros mantidos até o vencimento, ressalta-se que a forma de reconhecimento pelo custo amortizado é insuficiente para se refletir a realidade econômica da entidade credora, p.e. uma instituição financeira. Esse “instrumento financeiro” deveria, ao menos, ser classificado no mesmo formato dos títulos de crédito, conforme os ditames da Circ. 3.068/01 do Banco Central do Brasil, em “mantido para negociação”, “mantido até o vencimento” e “disponível para venda”, seguindo de forma idêntica sua forma de mensuração e de reconhecimento de resultado, a propósito, em linha com os demais instrumentos financeiros definidos pelo CPC neste estudo.

Continua válido o comentário a respeito dos instrumentos financeiros mantidos até o vencimento, quanto à necessidade de realização do teste de recuperabilidade quando da ocorrência de qualquer evento cujo efeito possa evidenciar alteração no risco de crédito do emissor do instrumento e não apenas no encerramento do exercício contábil do credor. Salienta-se, ainda, que os critérios da Res. 2.682/99 deveriam ser

levados em consideração a fim de não criar possíveis arbitragens regulatórias em se considerar a CPR como título em vez de empréstimo.

A necessidade de se segregar os empréstimos e recebíveis nas categorias citadas se reveste de particular importância tendo em vista o ativo mercado de cessões de recebíveis (de crédito e comerciais) existente, inclusive no Brasil. Muitas instituições financeiras negociam ativamente suas operações de crédito (empréstimos) e recebíveis, inclusive coobrigando-se com relação ao seu não pagamento. Tal modelo de negócio deveria ser claramente refletido nas demonstrações contábeis e os ativos financeiros devidamente mensurados.

Dadas as características já discutidas em relação às CPR`s, tendo em a regulamentação contábil em vigor no país, bem como a melhor mensuração e reconhecimento de seus resultados, conclui-se que devam ser consideradas como um título de crédito (como já é o entendimento da maioria) a fim de se beneficiar desse formato de *disclosure*.

No entanto, considerando-se o Plano de Contas das Instituições Financeiras, no que se refere a uma operação de empréstimo, há que se salientar, em relação à transparência, a existência de rubrica específica para a evidenciação do risco de crédito. Com relação à contabilização dos títulos, toda a variação no valor de mercado, inclusive aquela gerada pelo aumento do risco de crédito do emissor, é considerada de forma conjunta. Ou seja, perde-se em *disclosure*.

Uma solução possível seria a utilização da rubrica 1.3.1.99.65-4 (-) Aplicações em Commodities, subtítulo 1.3.1.99.00-1 (-) Provisão para desvalorização de títulos livres, a fim de contabilizar o valor originado pelo aumento do risco de crédito, mantendo na rubrica de contabilização da CPR apenas o efeito trazido pelas variações de preço da mercadoria e da taxa de juros de mercado sendo que, no caso das CPR`s mantidas até o vencimento, permaneceria o valor pela curva de juros do contrato.

A mensuração do risco de crédito, no caso de **mercado não ativo** de CPR`s, deve simplesmente obedecer aos ditames da Res. 2.682/99, aplicável para as operações

de crédito ou com características de operações de crédito, de uma forma geral. Deverá ser calculado e evidenciado tanto para as CPR`s mantidas até o vencimento, quanto para aquelas disponíveis para venda, e ainda para as CPR`s mantidas para negociação.

A mensuração necessária para a marcação a mercado, advinda da taxa de juros prevista para o prazo a decorrer até o vencimento pode se utilizar de informações disponíveis na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F). Com relação ao valor da mercadoria vinculada à CPR`s emitida, se não houver mercado ativo, inclusive com divulgação de preços futuros, será utilizado para o cálculo o melhor julgamento do credor, sujeito a subjetividades. Deverá ser calculado tanto para as CPR`s disponíveis para venda quanto para aquelas mantidas para negociação. Não se aplica para as CPR`s mantidas até o vencimento, uma vez que devem ser mensuradas pelo custo amortizado.

Para CPR`s com **mercado ativo**, a própria mensuração do risco de crédito pode ser calculada pela diferença entre o valor justo da CPR e a sua marcação a mercado, ressalvando-se que nas CPR`s mantidas até o vencimento a marcação a mercado se prestará apenas ao cálculo do risco de crédito residual, pois as Cédulas serão contabilizadas pelo custo amortizado.

A mensuração necessária para a marcação a mercado, advinda da taxa de juros prevista para o prazo a decorrer até o vencimento, e também do preço da mercadoria previsto para o vencimento da CPR, podem utilizar informações disponíveis junto à Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F). Na verdade, utilizando-se diretamente do preço de ajuste (P.A.), divulgado para a mercadoria, pela BM&F, a instituição financeira estará contemplando também a parte relativa aos juros, uma vez que o P.A. já embute os juros de mercado quando traz a valor presente o preço previsto para a mercadoria ao final do prazo considerado.

4.4 – Exemplo de apuração de valores segregados para contabilização

Segue um exemplo para ilustrar a apuração dos riscos em uma CPR-Financeira índice, onde todos os componentes do risco estão presentes para o credor. Salienta-se que na CPR-Financeira – preço fixo, basta desconsiderar o efeito do preço da mercadoria:

Tome-se uma CPR-Financeira – índice, emitida para vencimento em um ano, a uma taxa de desconto de 12% ao ano, referente a 100 sacas de produto, cujo preço previsto para o vencimento é de R\$ 1.000,00 cada. O valor adiantado (VA) seria:

$$VA = 100.000,00 \div 1,12 = R\$ 89.285,71$$

Supondo que se tenham passado 6 meses, o valor apropriado dos juros terá sido:

$$\Rightarrow \text{CPR "na curva do papel": } R\$ 89.285,71 \times (1,12)^{0,5} = R\$ 94.491,12$$

$$\Rightarrow \text{Juros apropriados: } R\$ 94.491,12 - R\$ 89.285,71 = R\$ 5.205,41$$

Supondo, ainda, que a expectativa de valor da saca do produto tenha se elevado para R\$ 1.400,00 no vencimento, fazendo com que o valor da CPR representasse R\$ 140.000,00 em mercadorias, e que a taxa de juros esperada para o período a decorrer até o vencimento fosse de 10% a.a.³, qual será o valor de mercado a ser contabilizado para essa CPR, e quais os valores referentes aos riscos de crédito e de mercado que deverão ser segregados?

Para marcar a mercado a CPR, faz-se necessário o seguinte cálculo:

$$\Rightarrow R\$ 140.000,00 / (1,10)^{0,5} = R\$ 133.484,76$$

No entanto, o mercado está precificando a Cédula a R\$ 125.000,00, uma diferença de R\$ 8.484,76.

³ O exemplo separa propositalmente a taxa de juros do valor da mercadoria apenas para demonstração. No entanto, o Preço de Ajuste da BM&F, para a mercadoria, já embute a taxa de juros esperada para o período.

Então:

A CPR, considerando os juros da “curva do papel” está contabilizada por R\$ 94.491,12. No entanto, pelo cálculo da marcação a mercado deveria estar precificada a R\$ 133.484,76. Todavia, está sendo negociada a R\$ 125.000,00.

A IF detentora do título, diante dessa sistemática contabilizaria:

- ⇒ A apropriação de R\$ 5.205,41 contra resultado;
- ⇒ O valor de R\$ 133.484,76 – R\$ 94.491,12 = R\$ 38.993,64 como valorização de mercado
- ⇒ O valor de (8.484,76) como risco de crédito, retificando o valor de mercado

O valor de R\$ 30.508,88 (R\$ 38.993,64 – R\$ 8.484,76) deve ser a contrapartida dos lançamentos acima, na conta de Ajuste de Avaliação Patrimonial, no caso de se tratar de um título disponível para venda. Quando se tratar de instrumento financeiro cuja contrapartida é no resultado, haverá a conta de Despesa com Provisão⁴ para lançar o risco de crédito. A valorização do título será lançada integralmente em Receita Financeira, juntamente com os juros apropriados.

Finalmente, e ressaltando mais uma vez, que quando se tratar de uma CPR mantida até o vencimento, não haverá ajuste positivo no seu valor de mercado, mesmo com o teste de recuperabilidade, pois este só reconhece a redução do valor do ativo. Portanto, o cálculo demonstrado somente servirá para apurar o risco de crédito, quando em mercado ativo.

⁴ Os autores do Manual de Contabilidade Societária, 2010 (3ª. reimpressão), renomados professores da Universidade de São Paulo, sugerem a substituição do termo “provisão” para essa situação. Na pág 334 mencionam “...o termo provisão, como já estava tratado na Deliberação [CVM] nr. 489/05, conforme a preferência do IASB, refere-se apenas aos passivos com prazo ou valor incertos. O termo *provisão* para contas retificadoras do ativo não tem utilização adequada considerando o tratamento na atual Deliberação da CVM nr. 594/09 e nos conceitos que a suportam. [...] Assim passaremos a utilizar, por exemplo, ‘perdas estimadas para créditos de liquidação duvidosa’ (PECLD).”

4.5 – Identificação, mensuração e contabilização do derivativo embutido

O que aumenta a complexidade da mensuração dos valores, no caso das CPR`s, é que, além de sofrer a influência da variação da taxa de juros de mercado, o seu valor depende ainda da variação da expectativa do preço da mercadoria no vencimento, semelhante ao que ocorre em relação a um derivativo de mercadoria. No entanto, conforme a definição do CPC 38, transcrita nesse estudo, para um instrumento financeiro ser considerado um derivativo, um dos pressupostos requeridos é o baixo investimento inicial, o que não ocorre no caso da transação com as CPR`s, onde é adiantado valor substancial ao emissor.

No entanto, há instrumentos financeiros que, apesar de não se enquadrarem na definição de derivativos, na prática embutem derivativos em sua estruturação. De acordo com o CPC 38, item 10:

“Derivativo embutido é um componente de instrumento híbrido (combinado) que também inclui um contrato principal não derivativo – em resultado disso, alguns dos fluxos de caixa do instrumento combinado variam de forma semelhante a um derivativo isolado. [...]”

No item 11, esclarece ainda:

“O derivativo embutido deve ser separado do contrato principal e contabilizado como derivativo segundo este CPC se, e apenas se:

- (a) As características econômicas e os riscos do derivativo embutido não estiverem intimamente relacionados com as características econômicas e os riscos do contrato principal [...];
- (b) O instrumento separado com as mesmas características que o derivativo embutido satisfizer a definição de derivativo; e

(c) O instrumento híbrido (combinado) não for medido pelo valor justo com as alterações no valor justo reconhecidas no resultado (i.e., o derivativo que esteja embutido num ativo financeiro ou passivo financeiro pelo valor justo por meio do resultado não é um derivativo separado)

Se o derivativo embutido for separado, o contrato principal deve ser contabilizado segundo este Pronunciamento Técnico se ele for instrumento financeiro, e de acordo com outros Pronunciamentos apropriados se não for instrumento financeiro. Este Pronunciamento não trata da questão de se o derivativo embutido deve ser apresentado separadamente no balanço original. [grifos nossos].”

Dessa definição, e tendo em vista que, para fins desse estudo, as CPR`s foram consideradas como instrumentos financeiros, mesmo quando da liquidação física, cabe a especulação de tratar-se ou não de um instrumento híbrido, portanto, com derivativo embutido, e se há a obrigatoriedade de se fazer a contabilização separada do derivativo.

Gonzales (1999, pag.21), sobre a CPR-Física, menciona que:

“é uma variação das modalidades tradicionais de contrato a termo. É um contrato com entrega diferida, com preço fixado quando da concretização do negócio e quitação financeira também nesse momento.”

E ainda, (1999, pag. 95):

“A Cédula de Produto Rural constitui-se em um instrumento híbrido. Por um lado representa um ativo financeiro até o vencimento da cédula e, por outro, um contrato a termo com entrega diferida e preço ajustado e quitado na emissão do título.”

Ou seja, mesmo havendo a antecipação de recursos ao emissor da CPR, o valor de liquidação não está definido nesse momento, a não ser no caso da CPR-Financeira –

preço fixo, assemelhada mais a uma operação de crédito pura e simples, ou à compra de um título de renda fixa por parte do credor.

Seguindo a linha de raciocínio desse estudo, fica claro que tanto a CPR-Física quanto a CPR-Financeira - índice possuem derivativo de mercadoria embutido e, portanto, conforme item “c” do item 11, do CPC 38, anteriormente transcrito, o derivativo deve ser contabilizado de forma separada caso o instrumento não seja reconhecido pelo valor justo contra resultado, ou seja, **quando tratar-se de CPR-Física ou CPR-Financeira – índice (em que há o derivativo embutido), no caso de serem classificadas como “disponíveis para a venda”** (pois não são contabilizadas contra resultado) e **“mantidas até o vencimento”** (pois não são contabilizadas ao valor justo). Em relação ao exemplo numérico contido neste estudo, faz-se necessário um pequeno ajuste nos cálculos da marcação a mercado, que levaram em conta simultaneamente o efeito das alterações de preço da mercadoria e da taxa de juros, onde ficou evidenciado o seguinte cálculo:

$$\Rightarrow \text{R\$ } 140.000,00 / (1,10)^{0,5} = \text{R\$ } 133.484,76$$

Mas, para se obter o desmembramento do efeito do derivativo embutido, antes de levar em conta a nova expectativa de juros, deveria ser apurada a marcação a mercado com os juros à época da aquisição da CPR:

$$\Rightarrow \text{R\$ } 140.000,00 / (1,12)^{0,5} = \text{R\$ } 132.287,56$$

Dessa forma, a influência originalmente calculada para variação de juros e de preço de mercadoria, fica subtraída de R\$1.197,19⁵, que é a influência apenas na variação dos juros.

Em se tratando da contabilização separada do derivativo embutido, uma ressalva se faz necessária com relação à CPR-Financeira – índice, no que se refere à possível existência de derivativo cambial. Conforme NAGY (2004), o valor de liquidação da CPR-Financeira – índice é calculado:

“pela média aritmética dos preços de ajuste apurados pela BM&F para o contrato futuro do mês/ano referenciado na cédula, nos cinco pregões que antecederem o último dia útil anterior à data de vencimento da CPR, convertido para reais pela Taxa de Câmbio Referencial BM&F válida para o penúltimo dia útil anterior ao vencimento da cédula [grifo nosso], multiplicado pelo percentual de resgate previsto na CPR. O conceito acima também é válido para o Índice ESALQ”.

Nesse caso, o entendimento dado nesse estudo é de que a taxa de câmbio para conversão integra a variação na expectativa de mercado em relação ao preço em reais da mercadoria, no vencimento da Cédula, principalmente quando se trata de commodities, e que, portanto, o derivativo embutido (de mercadoria) já leva em conta a expectativa de variação cambial. No entanto, na busca da maior transparência com relação aos riscos de mercado envolvidos na operação, seria esclarecedor o desmembramento do risco relativo à variação cambial comparando-se a variação do preço da mercadoria, por exemplo, em dólares americanos na bolsa de Chicago em relação à variação do preço em reais na BM&F. A diferença entre as variações de preços seria *proxy* interessante da expectativa de variação cambial. No que se refere às CPR`s de produtos “não commodities”, não haveria a necessidade de mais esse desmembramento do risco de mercado.

4.6 – Contabilização de Aval em CPR-Física

Como último item a ser abordado quanto à contabilização, o estudo discute o aval prestado à CPR-Física. No aval prestado por instituição financeira à CPR-Física, a entidade incorre no risco de mercado subsidiário ao risco de crédito, ou seja, na ausência de liquidação das obrigações por parte do emissor, o banco resgata a Cédula junto ao investidor, e as responsabilidades do emissor são convertidas em dívida junto à instituição financeira.

Portanto, ao conceder o aval, o banco incorre no risco de variação de preço do produto, por não ser produtor da mercadoria, tendo que comprá-la no caso de default do emissor, ou mesmo pagando em dinheiro, tendo que referenciar na mercadoria o valor a

⁵ Resultante da subtração: R\$ 133.484,76 - R\$ 132.287,56

ser pago. Dessa forma, a “coobrigação” assumida pelo banco deve ser reconhecida em suas contas. Ou seja, mesmo não tendo desembolsado recursos, mas considerando o risco assumido, a instituição financeira deverá contabilizar a provisão para crédito caso entenda provável a perda, entendendo-se como provável a estimativa de inadimplência da carteira de CPR`s avalizada, baseada nas premissas constantes da Res. 2.682/99, procedimento análogo ao realizado em relação às CPR`s em carteira, ou mesmo às operações de crédito concedidas. A diferença fica por conta de que os avais não são registrados em contas patrimoniais, mas constam das contas de compensação como forma de *disclosure* para a evidenciação do valor total avalizado.

4.7 - Modificações propostas pela IFRS 9

Em 12 de novembro de 2009 o IABS divulgou a primeira etapa da IFRS 9, propondo alterações relevantes relacionadas aos instrumentos financeiros ativos. O normativo substituirá o IAS 39, documento que serviu de base para o CPC 38 e que é considerado extremamente complexo. O *exposure draft* da IFRS 9 permaneceu aberto ao público desde 19 de setembro de 2008, e vai sendo implementado aos poucos devido a essa complexidade. Em 28 de outubro de 2010 foi divulgada a segunda etapa, relacionada aos instrumentos financeiros passivos.

A IFRS 9, quanto aos instrumentos financeiros ativos, diferentemente do IAS 39, prevê apenas duas categorias para os instrumentos financeiros, que passam a ser mensurados pelo “custo amortizado” ou pelo “valor justo”. Deixam de existir as quatro categorias relacionadas neste estudo, quais sejam “mantidas até o vencimento”, “disponíveis para venda”, “empréstimos e recebíveis” e “mantidos para negociação”.

Mourad (2010, pg. 262) explica que, segundo a IFRS 9:

“um ativo é mensurado pelo custo amortizado se: o ativo for mantido no contexto de um modelo de negócios cujo objetivo é manter ativos a fim de recolher os fluxos de caixa contratuais e os termos contratuais do ativo financeiro gerarem, em datas definidas, fluxos de caixa que representem somente os pagamentos de principal e juros. Todos os outros ativos financeiros são mensurados pelo valor justo.”

Essa segregação é mais intuitiva e de acordo com a lógica de negócios de uma entidade, mantendo ao custo amortizado, na prática, apenas as operações mantidas até o vencimento.

Com a divisão dos instrumentos financeiros em apenas duas categorias, entende-se que houve a extinção, ainda, da categoria “empréstimos e recebíveis”. Trata-se de alteração relevante, e que se coaduna com um dos pontos defendidos nesse estudo, na medida em que trata de uma única forma a contabilização de títulos de crédito e empréstimos. A identificação do modelo de negócios não os diferenciará pela forma, mas tão somente pelo modelo de negócios da entidade, ou seja, se esta tem a intenção de mantê-los até o vencimento ou de negociá-los antes dessa data.

Outra preocupação da IFRS 9 foi a apuração e evidenciação do risco de crédito, e a migração de um modelo de perda incorrida para o de perda esperada. Essa evidenciação também foi defendida neste estudo e o entendimento é de que a unificação no tratamento de títulos de crédito e empréstimos possibilita trazer à discussão, de forma mais assertiva, tanto a evidenciação da provisão do risco de crédito para os títulos de crédito, quanto à classificação dos empréstimos de acordo com a intenção da instituição financeira de mantê-la até o vencimento ou de negociá-la antes disso, mensurando-a pelo valor justo ao menos quando a intenção for de negociá-la. Ressalte-se que, quanto ao modelo de negócios em relação aos empréstimos, já havia a previsão de segregação na IAS 39, mas não ainda nos normativos do Banco Central do Brasil.

Outra alteração importante é que o a diferença no valor justo dos instrumentos financeiros sempre terá a contrapartida em resultado. A única exceção fica por conta dos investimentos de capital (ações mantidas para negociação), cujas alterações de valor serão contabilizadas contra Patrimônio Líquido.

Na prática, tal alteração evidencia a extinção da classificação “disponível para venda”, e promove a divisão mais clara entre aqueles instrumentos financeiros que a entidade tem a intenção de manter até o vencimento, daqueles que pretende negociar no mercado. Esse procedimento por certo aumentará a volatilidade do resultado da entidade, mas também refletirá mais fielmente a realidade dos seus negócios. Além

disso, diminui a complexidade de entendimento do normativo, o que é favorável ao seu correto entendimento por parte das entidades.

5. Considerações Finais

Este estudo se propôs a abordar as práticas de mercado com relação à utilização de Cédulas de Produto Rural (CPR), particularmente por parte das instituições financeiras que as adquirem ou avalizam, bem como os riscos que estão assumindo, assim como a contabilização realizada e evidenciada à luz dos normativos vigentes, contrapondo-a aos ditames dos Pronunciamentos do CPC, e ainda das novas possibilidades criadas pela IFRS 9. O que se buscou responder foi se a contabilização atualmente realizada pelas instituições financeiras reflete o risco e sua mensuração de forma adequada, considerando a essência da operação.

Também era esperado que o estudo pudesse contribuir para que esses riscos e a mensuração de seus valores ficassem evidenciados de forma clara para o usuário externo da informação contábil.

Além de se basear na legislação vigente sobre as CPR`s, o estudo abordou os normativos contábeis do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e as proposições do *International Accounting Standard Board* (IASB) com a edição da IFRS 9. Partindo da discussão sobre as CPR`s, mas de forma abrangente e propositiva, teceu considerações a respeito de melhorias na contabilização dos instrumentos financeiros, de forma geral (**inclusive empréstimos**) principalmente com relação à apuração e evidenciação dos diversos tipos de risco, de forma segregada, e seguindo a essência da estruturação da operação, sem se preocupar, nesse ponto, com embasamentos normativos ou custos de implementação.

Em relação à questão das CPR`s, visando a melhor clareza contábil de sua essência em suas modalidades Física, 'Financeira – índice' e 'Financeira – preço fixo', esta deve ser tratada como um ativo financeiro, sendo que as duas primeiras como um instrumento financeiro híbrido, ou seja, com derivativo embutido. Deveriam ser, à luz

da legislação contábil vigente no país, segregadas em “mantidas para negociação”, “disponíveis para venda” e “mantidas até o vencimento”, e obedecer aos esquemas contábeis definidos para os títulos de crédito em cada uma dessas situações. Além disso, é importante que o risco de crédito seja apurado e segregado em relação ao valor da Cédula, seja quando da apuração do valor justo, seja quando contabilizada ao custo amortizado no caso de ser classificada como “mantida até o vencimento”.

Ressalva-se que, no último caso, o CPC 38 indica que os ativos financeiros devam sofrer teste de recuperabilidade (*impairment*) ao menos uma vez ao ano, mas que o ideal seria efetuar o teste sempre que for detectada alteração do risco de crédito do emissor ou do título.

O risco de crédito pode ser apurado por diferença entre o valor justo e a marcação a mercado do título, no caso de existir mercado ativo para o instrumento financeiro (conforme exemplo – item 4.4), ou simplesmente por meio da utilização da Res. 2.682/99, no caso de não existir mercado ativo. Da mesma forma em que ocorre com relação às operações de crédito concedidas pelas instituições financeiras, a provisão para o risco de crédito das CPR`s deve ser contabilizado separadamente a fim de oferecer maior *disclosure* do risco computado aos instrumentos financeiros detidos. Inclui-se nessa provisão, o risco das CPR`s Físicas avaliadas pela instituição financeira.

O procedimento descrito para as CPR`s, de forma análoga pode ser aplicado a todos os títulos de crédito detidos pelas instituições financeiras. Da mesma forma, as operações de crédito, atualmente contabilizadas pelo custo amortizado, ganhariam relevância contábil se também fossem contabilizadas no formato proposto, sendo segregadas em relação à intenção da instituição financeira em negociá-las ou mantê-las até seu vencimento. Portanto, não somente se chega à conclusão de que a melhor maneira de contabilizar as CPR`s é entendendo-as como títulos de crédito, como também se observam ganhos em contabilizar as próprias operações de empréstimo como se títulos fossem.

Levando-se em conta as alterações propostas pela IFRS 9 para os instrumentos financeiros ativos, ainda não implementados no país, tanto os títulos de crédito quanto as operações de crédito poderiam, no futuro, ser segregadas apenas em operações ao “valor justo” e ao “custo amortizado”, estando nesta última categoria, apenas os títulos e operações cujo objetivo da entidade é auferir renda com seu fluxo de caixa (e não o de negociá-los), após segregados possíveis derivativos embutidos que, assim como todos os outros ativos financeiros, serão mensurados pelo valor justo. Todas as variações do valor justo devem ter contrapartida em conta de resultado, tornando as Demonstrações de Resultado mais voláteis, mas mais aderente à realidade da entidade.

A separação contábil identificada como necessária à luz da legislação vigente para se contabilizar a variação trazida pelo derivativo embutido, continua sendo vista com bons olhos mesmo que a IFRS 9 não preveja mais essa necessidade.

Na vigência do CPC 38, baseado no IAS 39, considerando-se as CPR`s Físicas e Financeiras-índice como instrumentos financeiros híbridos com derivativos embutidos, conclui-se que aquelas “mantidas até o vencimento” e as “disponíveis para venda”, deveriam ter os derivativos embutidos contabilizados separadamente, salientando que, para os títulos mantidos até o vencimento, no momento da realização do *impairment*, e para os disponíveis para a venda, quando da apuração da variação do valor justo. No caso das CPR`s mantidas para negociação, a variação do contrato como um todo pode ser lançada diretamente o resultado.

No entanto, com a adoção dos efeitos da IFRS 9, não mais haverá a contrapartida da variação do valor justo dos títulos de crédito em conta de Patrimônio Líquido. Assim, apenas terão que ser desmembrados os derivativos embutidos nos instrumentos financeiros contabilizados pelo custo amortizado, aqui entendido como aqueles mantidos até o vencimento. Extrapolando os aspectos normativos e, em busca da transparência dos números ao usuário externo e mesmo aos órgãos reguladores, o efeito do derivativo embutido deveria ser contabilizado em separado em todos os casos.

Por fim, como futuras pesquisas motivadas por este estudo, salienta-se que há diversas estratégias com a utilização de CPR`s que não foram abordadas, principalmente

no que se refere à realização de *hedge* por meio da utilização de instrumentos derivativos. Gonzales (1999) destina ao assunto diversos itens dos capítulos 4 e 6 de sua Tese, bem como oferece elementos para o entendimento dos mercados a termo (cap.2), de futuros e opções (cap. 3), relacionando-os às CPR`s. Reputa-se grande importância ao seu trabalho, considerado indispensável subsídio para aprofundamento da discussão quanto à contabilização de *hedge accounting* envolvendo CPR`s.

Da mesma forma, aspectos relacionados à frustração da produção agropecuária, que poderiam causar alterações importantes na apuração dos riscos envolvidos com CPR`s, não foram preocupação neste estudo, uma vez que esses riscos podem ser mitigados por meio da utilização de seguros disponíveis no mercado e largamente utilizados. No entanto, há que se ressaltar que a sua não contratação gera a necessidade indiscutível de mensuração desses riscos, aumentando a complexidade da discussão em torno do cálculo e da contabilização das operações envolvendo CPR`s, o que se consubstancia em outro elemento importante de aprofundamento do estudo.

Referências

BANCO DO BRASIL – **Apresentação da CPR como produto** – disponível em: http://www.bb.com.br/portallbb/page100,107,2917,9,1,1,2.bb?codigoMenu=417&codigoRet=2093&bread=2_7

_____ – **Sala da BB CPR** – acesso ao sistema de negociação. Disponível em: <https://www.agronegocios-e.com.br/cpr/index.jsp>

BANCO CENTRAL DO BRASIL - **Plano de Contas das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF)** - atualização 27/abril/2011 – Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COSIF>

BRASIL – **Lei nr. 8.929, de 22/08/1994** – Institui a Cédula de Produto Rural. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8929.htm

_____ – **Lei nr. 10.200, de 14/02/2001** – Institui a Liquidação Financeira da Cédula de Produto Rural. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10200.htm

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – **Pronunciamentos 25 e 38**. Disponível em: <http://cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>

_____ – **CPC DESTAQUES**. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_Destaques.pdf

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL – **Resolução 2.682/99** – Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para a constituição de provisão para créditos em liquidação duvidosa – Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=099294427>

GONZALEZ, B.C. de R. **Cédula A CPR Financeira em Perspectiva**, Revista Multipla, Brasília (publicação “no prelo”)

GONZALEZ, B.C. de R. **O ambiente contratual e operacional da Cédula de Produto Rural (CPR) e interações com os mercados futuros e de opções**. Piracicaba (SP), 1999. Tese de Doutorado em Ciências - área de concentração: Economia Aplicada - apresentada à Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – Universidade de São Paulo.

IUDICIBUS, Sérgio de *et al.* **Manual de Contabilidade Societária**. 1ª edição 3ª reimpressão São Paulo, Ed. Atlas, 2010.

MARTINS, G.A. e THEÓPHILO, C.R.- **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**, 2ª. edição – São Paulo (SP) - Atlas – 2009

MOURAD, Nabil Ahmad e PARASKEVOPOULOS, Alexandre. **IFRS – Normas Internacionais de Contabilidade para Bancos**, São Paulo, Atlas, 2010.

NAGY, Boris Rezende – **Básico para Operadores de CPR**- curso ministrado em São Paulo (SP), dias 6 e 7 de dezembro de 2004, na Associação Brasileira de Bancos (ABBC)

Banco Central do Brasil

Trabalhos para Discussão

Os Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil estão disponíveis para download no website
<http://www.bcb.gov.br/?TRABDISCLISTA>

Working Paper Series

The Working Paper Series of the Central Bank of Brazil are available for download at
<http://www.bcb.gov.br/?WORKINGPAPERS>

- | | | |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 284 | On the Welfare Costs of Business-Cycle Fluctuations and Economic-Growth Variation in the 20th Century
<i>Osmani Teixeira de Carvalho Guillén, João Victor Issler and Afonso Arinos de Mello Franco-Neto</i> | Jul/2012 |
| 285 | Asset Prices and Monetary Policy – A Sticky-Dispersed Information Model
<i>Marta Areosa and Waldyr Areosa</i> | Jul/2012 |
| 286 | Information (in) Chains: information transmission through production chains
<i>Waldyr Areosa and Marta Areosa</i> | Jul/2012 |
| 287 | Some Financial Stability Indicators for Brazil
<i>Adriana Soares Sales, Waldyr D. Areosa and Marta B. M. Areosa</i> | Jul/2012 |
| 288 | Forecasting Bond Yields with Segmented Term Structure Models
<i>Caio Almeida, Axel Simonsen and José Vicente</i> | Jul/2012 |
| 289 | Financial Stability in Brazil
<i>Luiz A. Pereira da Silva, Adriana Soares Sales and Wagner Piazza Gaglianone</i> | Aug/2012 |
| 290 | Sailing through the Global Financial Storm: Brazil's recent experience with monetary and macroprudential policies to lean against the financial cycle and deal with systemic risks
<i>Luiz Awazu Pereira da Silva and Ricardo Eyer Harris</i> | Aug/2012 |
| 291 | O Desempenho Recente da Política Monetária Brasileira sob a Ótica da Modelagem DSGE
<i>Bruno Freitas Boynard de Vasconcelos e José Angelo Divino</i> | Set/2012 |
| 292 | Coping with a Complex Global Environment: a Brazilian perspective on emerging market issues
<i>Adriana Soares Sales and João Barata Ribeiro Blanco Barroso</i> | Oct/2012 |
| 293 | Contagion in CDS, Banking and Equity Markets
<i>Rodrigo César de Castro Miranda, Benjamin Miranda Tabak and Mauricio Medeiros Junior</i> | Oct/2012 |
| 293 | Contágio nos Mercados de CDS, Bancário e de Ações
<i>Rodrigo César de Castro Miranda, Benjamin Miranda Tabak e Mauricio Medeiros Junior</i> | Out/2012 |

294	Pesquisa de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil <i>Solange Maria Guerra, Benjamin Miranda Tabak e Rodrigo César de Castro Miranda</i>	Out/2012
295	The External Finance Premium in Brazil: empirical analyses using state space models <i>Fernando Nascimento de Oliveira</i>	Oct/2012
296	Uma Avaliação dos Recolhimentos Compulsórios <i>Leonardo S. Alencar, Tony Takeda, Bruno S. Martins e Paulo Evandro Dawid</i>	Out/2012
297	Avaliando a Volatilidade Diária dos Ativos: a hora da negociação importa? <i>José Valentim Machado Vicente, Gustavo Silva Araújo, Paula Baião Fisher de Castro e Felipe Noronha Tavares</i>	Nov/2012
298	Atuação de Bancos Estrangeiros no Brasil: mercado de crédito e de derivativos de 2005 a 2011 <i>Raquel de Freitas Oliveira, Rafael Felipe Schiozer e Sérgio Leão</i>	Nov/2012
299	Local Market Structure and Bank Competition: evidence from the Brazilian auto loan market <i>Bruno Martins</i>	Nov/2012
299	Estrutura de Mercado Local e Competição Bancária: evidências no mercado de financiamento de veículos <i>Bruno Martins</i>	Nov/2012
300	Conectividade e Risco Sistêmico no Sistema de Pagamentos Brasileiro <i>Benjamin Miranda Tabak, Rodrigo César de Castro Miranda e Sergio Rubens Stancato de Souza</i>	Nov/2012
300	Connectivity and Systemic Risk in the Brazilian National Payments System <i>Benjamin Miranda Tabak, Rodrigo César de Castro Miranda and Sergio Rubens Stancato de Souza</i>	Nov/2012
301	Determinantes da Captação Líquida dos Depósitos de Poupança <i>Clodoaldo Aparecido Annibal</i>	Dez/2012
302	Stress Testing Liquidity Risk: the case of the Brazilian Banking System <i>Benjamin M. Tabak, Solange M. Guerra, Rodrigo C. Miranda and Sergio Rubens S. de Souza</i>	Dec/2012
303	Using a DSGE Model to Assess the Macroeconomic Effects of Reserve Requirements in Brazil <i>Waldyr Dutra Areosa and Christiano Arrigoni Coelho</i>	Jan/2013
303	Utilizando um Modelo DSGE para Avaliar os Efeitos Macroeconômicos dos Recolhimentos Compulsórios no Brasil <i>Waldyr Dutra Areosa e Christiano Arrigoni Coelho</i>	Jan/2013
304	Credit Default and Business Cycles: an investigation of this relationship in the Brazilian corporate credit market <i>Jaqueline Terra Moura Marins and Myrian Beatriz Eiras das Neves</i>	Mar/2013

- 304 **Inadimplência de Crédito e Ciclo Econômico: um exame da relação no mercado brasileiro de crédito corporativo** Mar/2013
Jaqueline Terra Moura Marins e Myrian Beatriz Eiras das Neves
- 305 **Preços Administrados: projeção e repasse cambial** Mar/2013
Paulo Roberto de Sampaio Alves, Francisco Marcos Rodrigues Figueiredo, Antonio Negromonte Nascimento Junior e Leonardo Pio Perez
- 306 **Complex Networks and Banking Systems Supervision** May/2013
Theophilos Papadimitriou, Periklis Gogas and Benjamin M. Tabak
- 306 **Redes Complexas e Supervisão de Sistemas Bancários** Maio/2013
Theophilos Papadimitriou, Periklis Gogas e Benjamin M. Tabak
- 307 **Risco Sistêmico no Mercado Bancário Brasileiro – Uma abordagem pelo método CoVaR** Jul/2013
Gustavo Silva Araújo e Sérgio Leão
- 308 **Transmissão da Política Monetária pelos Canais de Tomada de Risco e de Crédito: uma análise considerando os seguros contratados pelos bancos e o spread de crédito no Brasil** Jul/2013
Debora Pereira Tavares, Gabriel Caldas Montes e Osmani Teixeira de Carvalho Guillén
- 309 **Converting the NPL Ratio into a Comparable Long Term Metric** Jul/2013
Rodrigo Lara Pinto Coelho and Gilneu Francisco Astolfi Vivan
- 310 **Banks, Asset Management or Consultancies' Inflation Forecasts: is there a better forecaster out there?** Jul/2013
Tito Nícias Teixeira da Silva Filho
- 311 **Estimação não-paramétrica do risco de cauda** Jul/2013
Caio Ibsen Rodrigues Almeida, José Valentim Machado Vicente e Osmani Teixeira de Carvalho Guillen
- 312 **A Influência da Assimetria de Informação no Retorno e na Volatilidade das Carteiras de Ações de Valor e de Crescimento** Jul/2013
Max Leandro Ferreira Tavares, Claudio Henrique da Silveira Barbedo e Gustavo Silva Araújo
- 313 **Quantitative Easing and Related Capital Flows into Brazil: measuring its effects and transmission channels through a rigorous counterfactual evaluation** Jul/2013
João Barata R. B. Barroso, Luiz A. Pereira da Silva and Adriana Soares Sales
- 314 **Long-Run Determinants of the Brazilian Real: a closer look at commodities** Jul/2013
Emanuel Kohlscheen
- 315 **Price Differentiation and Menu Costs in Credit Card Payments** Jul/2013
Marcos Valli Jorge and Wilfredo Leiva Maldonado
- 315 **Diferenciação de Preços e Custos de Menu nos Pagamentos com Cartão de Crédito** Jul/2013
Marcos Valli Jorge e Wilfredo Leiva Maldonado

- 316 Política Monetária e Assimetria de Informação: um estudo a partir do mercado futuro de taxas de juros no Brasil** Jul/2013
Gustavo Araújo, Bruno Vieira Carvalho, Claudio Henrique Barbedo e Margarida Maria Gutierrez
- 317 Official Interventions through Derivatives: affecting the demand for foreign exchange** Jul/2013
Emanuel Kohlscheen and Sandro C. Andrade
- 318 Assessing Systemic Risk in the Brazilian Interbank Market** Jul/2013
Benjamin M. Tabak, Sergio R. S. Souza and Solange M. Guerra