

# OS FUNDOS DE COMMODITIES: Uma Análise Crítica de sua Atuação

Roberto Mauri Cardoso<sup>1</sup>

## 1 - INTRODUÇÃO

A constituição dos Fundos de Commodities (FIC) tinha como objetivo dois pontos:

- a) levar recursos para a agricultura e
- b) estimular os mercados futuros de

produtos financeiros agrícolas.

Em contrapartida às aplicações dos investidores, visando incentivá-las, foram-lhes oferecidas duas excelentes vantagens em relação aos demais Fundos de Aplicações Financeiras: 1 - Imposto de Renda menor, de 30% para 25% e 2 - carência de 30 dias, após a qual se poderia fazer saques a qualquer momento, o que o transformou num Fundo de Curto Prazo sem os inconvenientes deste tipo de Fundo. Daí o seu grande sucesso, tendo chegado a captar perto de 25 bilhões de dólares.

Em outras palavras, a intenção era de realizar um "pacto" com os investidores do tipo: "aplique na agricultura, trazendo comida barata para a mesa dos brasileiros, e, em contrapartida, a sociedade paga os seus encargos, inclusive imposto de renda".

## 2 - UMA PRÉ-ANÁLISE

Teoricamente, pela primeira vez no Brasil, tentou-se um "pacto" com a agricultura, espécie de cópia do pacto realizado nos Estados Unidos, no início da década de 30, entre a sociedade urbana e o campo, ao qual se deveu o grande desenvolvimento da agricultura americana.

Aqui, todavia, entre outros, cometeu-se o equívoco de considerar que o grande e único problema da agricultura era o de financiar a produção; o outro equívoco foi misturar o objetivo de criar recursos para a agricultura e o de

estimular o mercado futuro de produtos financeiros agrícolas.

Na realidade, o principal problema da agricultura brasileira é o de **comercializar a produção agrícola** que, se adequadamente equacionado, resolveria o outro problema da falta de recursos, hoje vital para a agricultura.

O grande desafio, hoje, é substituir, pelo mercado, o "ente estatal", que "viciou" toda a estrutura de produção e comercialização agrícola. Veja-se, como exemplo típico, o caso da cafeicultura que, em épocas passadas, passou a produzir cafés para o IBC, ao invés de produzir cafés de melhor qualidade para atender ao mercado internacional.

Como resultado desse entendimento, as carteiras dos FICs passaram a contar, em maior proporção, com títulos financeiros, os quais descaracterizaram o "propósito teórico" original dos Fundos de Commodities.

## 3 - RECURSOS PARA A AGRICULTURA

Efetivamente o setor que menos recebeu recursos dos FICs foi a agricultura. Faltou "apoio" para a emissão do único tipo de papel agrícola que interessa à produção: os contratos mercantis de venda e compra que, antecipando a comercialização, resolvem, concomitantemente, o problema de captação de recursos. Ou seja, captam recursos pela maneira mais legítima, que é a venda da produção, e não pela obtenção de empréstimo com pagamento de juros.

Na falta desses papéis agrícolas mercantis, os adequados para serem carregados pelos FICs, o setor financeiro, magistralmente, conseguiu passo a passo substituir a exigência desses papéis agrícolas mercantis por outros financeiros, conforme se verifica nas Circulares do Banco Central sobre o assunto (Tabela 1).

Assim, a Circ. nº 2.505, que institui o Fundo de Investimento em Commodities, propunha até 80% em papéis ligados ao complexo agroindustrial, sendo até 15% de papel financeiri-

---

<sup>1</sup>Administrador de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e Diretor Técnico da Central de Registros S.A., "Camara de Compensação" da Bolsa de Cereais de São Paulo e de outras Bolsas do Mercado Físico-Agroindustrial.

TABELA 1 - Alteração na Composição da Carteira de Fundos de Commodities

Circular 2.205 - 24/07/92	Circular 2.265 - 14/01/93	Circular 2.299 - 26/04/93	Circular 2.517 - 09/12/94
<b>I - Até 80%</b>	<b>I - No mínimo 25%</b>	<b>I - No mínimo 25%</b>	<b>I - No mínimo 25%</b>
a - <i>Export Notes</i> (até 15%)	a - <i>Export Notes</i> (até 10%)	a - <i>Export Notes</i> (até 10%)	a - <i>Export Notes</i> (até 10%)
b - <i>Warrants</i>	b - CDB rural (até 10%)	b - CDB rural (até 15%)	b - CDB rural (até 15%)
c - Certificados de Mercadorias	c - <i>Warrants</i>	c - <i>Warrants</i>	c - <i>Warrants</i>
	d - Certif. Merc. e outros títulos e contratos garantidos por Instituições Financeiras	d - Certif. Merc. e outros títulos e contratos garantidos por Inst. Financeira/Seguradora e aqueles que vinculem em penhor produtos agrícolas, agropecuários e agroindustriais	d - Certif. Merc. e outros títulos e contratos garantidos por Inst. Financeira/Seguradora e aqueles que vinculem em penhor produtos agrícolas, agropecuários e agroindustriais
			e - Títulos do Tes. Nac./BACEN (pode subst.Cert./ <i>Warrant</i> )
<b>II - Até 45%</b>	<b>II - Até 60%</b>	<b>II - Até 60%</b>	<b>II - Até 60%</b>
a - Títulos Tes. Nac./BACEN	a - Idem	a - Idem	a - Idem
b - Tit. Dívida Públ. Est./Munic.	b - Idem	b - Idem	b - Idem
c - CDB, LC, LH e Debêntures	c - Idem	c - Idem	c - Idem
d - Quotas FAF	d - Idem	d - Idem	d - Idem
e - NP de S.A. - oferta pública	e - Idem	e - Idem	e - Idem
<b>III - Até 20%</b>	<b>III - Até 20%</b>	<b>III - Até 20%</b>	<b>III - Até 20%</b>
a - Ações de Cias. abertas adquiridas em Bolsas ou mercados de balcão regulados pela C.V.M.	a - Idem	a - Idem	a - Idem
<b>IV - Até 10%</b>	<b>IV - Até 10%</b>	<b>IV - Até 10%</b>	<b>IV - Até 10%</b>
a - Ouro em barra adquirido em Bolsas	a - Idem	a - Idem	a - Idem

Fonte: Banco Central do Brasil (BACEN).

ro, *Export Notes*, e o saldo, 65%, em papéis mercantis, *warrants* e Certificados de Mercadorias. O saldo das carteiras desses FICs, no montante de 20%, seria composto de títulos financeiros, possibilitando a liquidez necessária para os FICs. Esta era a melhor hipótese para o mercado agrícola, dependendo da política do Fundo. Já na pior hipótese, os papéis ligados ao complexo agroindustrial atingiriam somente 10% e os títulos financeiros 90%!! A Circ. nº 2.265, emitida seis meses depois, mudou essa situação para pior, do ponto de vista agrícola. Os papéis e títulos agroindustriais passaram a ter um mínimo de 25%. Todavia, acrescentou-se a permissão aos FICs de carregar outro título financeiro, o CDB rural, na proporção de até 10%. Em resumo, essa mudança admitia, no mínimo, 25% de papéis mercantis e o saldo de 75% de títulos financeiros, na melhor hipótese para o mercado agrícola. Na pior hipótese, os contratos mercantis atingiram só 5% e os títulos financeiros, simplesmente, 95%!!!

Três meses depois outra alteração feita

pela Circ. nº 2.299. O percentual do CDB rural pulou de 10% para 15% (mais título financeiro!) e autorizaram-se os FICs a carregar "títulos e contratos representativos ou que vinculem em penhor produtos agrícolas, pecuários e agroindustriais". Esses títulos e contratos, que eram da carteira de empréstimo livre do banco, acabaram funcionando como "lastro" do FIC e do seu administrador financeiro: havendo necessidade de enquadramento no percentual obrigatório, o banco transferia para o FIC papéis suficientes; havendo "excesso" de aplicação, o FIC retornava esses papéis ao banco, num vai e vem interminável. E com isso uma terrível realidade: ao invés de os recursos irem para a agricultura, iam para a ciranda financeira!!

Finalmente, outra Circ. nº 2.517, meses depois, mantinha os percentuais da Circ. nº 2.299, porém admitia a substituição dos contratos mercantis agrícolas por títulos do Tesouro ou do BACEN. Estava completa a manobra, reduzindo a **zero** a obrigatoriedade dos contratos mercantis agrícolas! (Tabelas 2 e 3 e Figura 1).

TABELA 2 - Participação Percentual dos Títulos Agrícolas e Financeiros nos Fundos de Commodities

Circular 2.205 - 24/07/92	Circular 2.265 - 14/01/93	Circular 2.299 - 26/04/93	Circular 2.517 - 09/12/94
<b>I - Até 80%</b> a - Títulos Financeiros: até 15% b - Títulos Agrícolas: mín. 65%	<b>I - No mínimo 25%</b> a - Títulos Financeiros: até 20% b - Títulos Agrícolas: mín. 5%	<b>I - No mínimo 25%</b> a - Títulos Financeiros: até 25% b - Títulos Agrícolas: mín. zero	<b>I - No mínimo 25%</b> a - Títulos Financeiros: até 25% b - Títulos Agrícolas: mín. zero
<b>II - Até 45%</b> Títulos Financeiros: 45%	<b>II - Até 60%</b> Títulos Financeiros: 60%	<b>II - Até 60%</b> Títulos Financeiros: 60%	<b>II - Até 60%</b> Títulos Financeiros: 60%
<b>III - Até 20%</b> Títulos Financeiros: 20%	<b>III - Até 20%</b> Títulos Financeiros: 20%	<b>III - Até 20%</b> Títulos Financeiros: 20%	<b>III - Até 20%</b> Títulos Financeiros: 20%
<b>IV - Até 10%</b> Títulos Financeiros: 10%	<b>IV - Até 10%</b> Títulos Financeiros: 10%	<b>IV - Até 10%</b> Títulos Financeiros: 10%	<b>IV - Até 10%</b> Títulos Financeiros: 10%

Fonte: Banco Central do Brasil (BACEN).

TABELA 3 - Resumo da Obrigatoriedade da Participação dos Títulos Agrícolas na Carteira dos Fundos de Commodities

Circular 2.205 - 24/07/92	Circular 2.265 - 14/01/93	Circular 2.299 - 26/04/93	Circular 2.517 - 09/12/94
<b>A - Melhor hipótese para a agricultura:</b> a - Tít. Agrícolas: até 80% b - Tít. Financeiros: saldo 20%	<b>A - Melhor hipótese para a agricultura:</b> a - Tít. Agrícolas: até 25% b - Tít. Financeiros: saldo 75%	<b>A - Melhor hipótese para a agricultura:</b> a - Tít. Agrícolas: até 25% b - Tít. Financeiros: saldo 75%	<b>A - Melhor hipótese para a agricultura:</b> a - Tít. Agrícolas: 0% b - Tít. Financeiros: saldo 100%
<b>B - Pior hipótese para a agricultura:</b> a - Tít. Agrícolas: até 10% b - Tít. Financeiros: saldo 90%	<b>B - Pior hipótese para a agricultura:</b> a - Tít. Agrícolas: até 5% b - Tít. Financeiros: saldo 95%	<b>B - Pior hipótese para a agricultura:</b> a - Tít. Agrícolas: 0% b - Tít. Financeiros: saldo 100%	<b>B - Pior hipótese para a agricultura:</b> a - Tít. Agrícolas: 0% b - Tít. Financeiros: saldo 100%

Fonte: Banco Central do Brasil (BACEN).

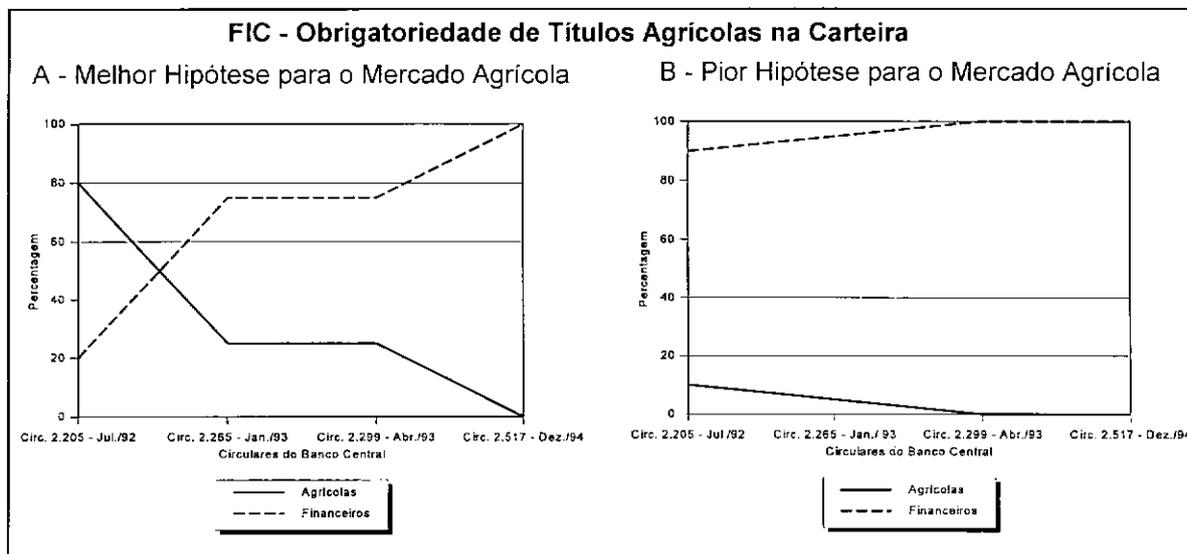


Figura 1 - Títulos Agrícolas e Financeiros e Participação Percentual na Carteira dos Fundos de Commodities.

Fonte: Elaborada a partir dos dados da tabela 3.

#### 4 - ESTÍMULO PARA OS MERCADOS FUTUROS

Inicialmente é preciso que se diga que os mercados futuros dos produtos agrícolas são mercados onde se negociam **índices de preços dos produtos agrícolas**, sendo portanto um mercado de produtos financeiros e não de negociação de mercadoria física. Esse mercado foi criado com o objetivo de fazer cobertura (*hedge*) para o mercado físico, que nada mais é que um tipo de seguro contra o risco de oscilação de preço. Dentro dessa perspectiva de *hedging*, esse mercado é de muita importância para o setor agroindustrial. Todavia, devido à sua característica financeira, aliada à sua complexa tecnicidade e à necessidade de margear as posições com muito capital de giro, não é produto adequado à grande maioria dos produtores. Com a criação e funcionamento dos FICs, poder-se-ia dar um grande passo para a integração do mercado físico e do mercado futuro: o produtor, vendendo parte da sua futura produção para os FICs à vista e antecipadamente, obteria os recursos suficientes, a custo zero, para custear a sua colheita. O FIC compraria do produtor e faria o *hedging* no mercado futuro, dando a liquidez necessária às operações do mercado futuro como a ponta vendedora no lugar do produtor. O FIC tem a tecnicidade para operar esse mercado futuro financeiro (já o faz para os juros) e tem também capital de giro suficiente para margear as suas posições. Em qualquer mercado futuro financeiro de produto agrícola, o seu sucesso depende em primeiro lugar da presença da ponta vendedora em seus pregões. Aqui, no Brasil, o FIC substituiria o produtor como a ponta vendedora, possibilitando, então, que os outros *hedgers*, indústria, beneficiadores e exportadores, entrassem nesse mercado, estimulando, por sua vez, o especulador e criando, assim, as condições para o desenvolvimento desse mercado, que é **complementar ao mercado físico dos produtos agrícolas**, não o substituindo jamais. Esta é uma das principais razões por que o mercado futuro financeiro dos produtos agrícolas não vingou ainda, apesar da

competência da antiga Bolsa de Mercadorias de São Paulo e da atual Bolsa de Mercadorias & Futuros.

#### 5 - CONCLUSÃO

Como não se priorizaram os contratos mercantis, os Fundos de Commodities ficaram descaracterizados completamente como fornecedores de recursos para a agricultura. Como se viu pela sucinta descrição acima, o estímulo para o mercado futuro é a existência de um mercado físico atuante e auto-regulado. Portanto, quem precisa de estímulos é o mercado físico do complexo agroindustrial, através da comercialização antecipada da produção, para a geração de recursos de capital de giro para produtores e empresas, especialmente agora com a economia estabilizada, possibilitando um gerenciamento dos custos e a venda planejada e antecipada, melhorando a *performance* da produção agroindustrial, que precisa de instrumentos modernos de comercialização, inclusive para competir com os produtos externos.

E mais: para dar transparência às negociações e aos preços agrícolas é necessário que os contratos mercantis agrícolas sejam negociados em pregões públicos de Bolsa do mercado físico, garantindo condições e oportunidades iguais para vendedor e comprador. E para dar segurança e agilidade às negociações e aos contratantes, é preciso que os contratos mercantis e as suas operações sejam registrados e administrados através de uma *clearing* independente, composta pelos participantes do complexo agroindustrial e, também, do segmento financeiro. É este o mercado ideal para o produtor agrícola brasileiro!!

Para finalizar, não se poderia deixar de mencionar as incríveis distorções possibilitadas por esse desvio dos propósitos originais dos FICs. Os títulos financeiros permitiram uma ciranda financeira brutal em detrimento do mercado agrícola, situação que se precisa coibir, a todo custo, numa nova regulamentação.