



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**

**RÉGIO MARCIO TOESCA GIMENES**

***AGRIBUSINESS* COOPERATIVO: VIABILIDADE  
ECONÔMICA DA ABERTURA DIRETA DO CAPITAL PELA  
EMIÇÃO DE DEBÊNTURES**

**Florianópolis – SC, 2004**

**RÉGIO MARCIO TOESCA GIMENES**

***AGRIBUSINESS* COOPERATIVO: VIABILIDADE  
ECONÔMICA DA ABERTURA DIRETA DO CAPITAL PELA  
EMISSÃO DE DEBÊNTURES**

Tese apresentada ao programa de Pós-graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina para obtenção do grau de Doutor em Engenharia de Produção.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Diomário de Queiroz

**Florianópolis – SC, 2004**

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

RÉGIO MARCIO TOESCA GIMENES

### ***AGRIBUSINESS* COOPERATIVO: VIABILIDADE ECONÔMICA DA ABERTURA DIRETA DO CAPITAL PELA EMISSÃO DE DEBÊNTURES**

Esta Tese foi julgada adequada para a obtenção do título de Doutor em Engenharia de Produção, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina.

---

Prof. Edson Pacheco Paladini, Dr.  
Coordenador do Curso

#### **BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Antônio Diomário de Queiroz, Dr.  
Orientador

---

Prof. Renato de Mello, Dr.  
Moderador

---

Prof.<sup>a</sup> Ana Elizabeth Moiseichyk, Dr.<sup>a</sup>  
Examinadora Externa

---

Prof. Marison Luiz Soares, Dr.  
Examinador Externo

---

Prof. Edgar Augusto Lanzer, Ph.D.

---

Prof. Emílio Araújo Menezes, Dr.

# DEDICATÓRIA

Aos meus pais, Nelson Gimenes Martins (*in memoriam*) e Maria Vergínia Toesca Martins, pela compreensão, dedicação e carinho, os quais espero poder retribuir eternamente.

À minha esposa Fátima Maria Pegorini Gimenes, que, ao longo da nossa jornada, nunca fraquejou no seu irrestrito apoio ao meu trabalho acadêmico, com infinita paciência e compreensão.

À minha filha Amanda Pegorini Gimenes, que sempre soube entender a ausência do pai.

## AGRADECIMENTOS

Estudos como este envolvem sempre uma quantidade razoável de pessoas e instituições que auxiliam, direta e indiretamente, na sua concepção, execução, redação e discussão final dos textos.

Entretanto, gostaria de fazer alguns agradecimentos especiais.

Inicialmente agradeço ao Prof. Dr. Antônio Diomário de Queiroz, pela sua orientação dedicada e esclarecedora. Sua postura enquanto orientador da tese me faz lembrar as palavras de Gilbran Khalil Gilbran: *“o mestre que caminha à sombra do templo rodeado de discípulos, não dá de sua sabedoria, mas sim de sua fé e ternura. Se ele for verdadeiramente sábio, não te convidará a entrar na mansão de seu saber, mas antes o conduzirá ao limiar de tua própria mente”*.

O professor Diomário, se assim me permite chamá-lo, foi mestre quando poderia ser simplesmente professor; foi amigo quando poderia ser apenas mestre e em sua amizade nos compreendeu e incentivou a seguir nosso próprio caminho.

À Prof<sup>a</sup>. Ms. Isabel Gozer, por ter me apresentado ao Dr. Diomário, pela lealdade, amizade e companheirismo à frente do LAF – Laboratório de Finanças, minha sincera gratidão.

Aos professores membros da minha banca examinadora, Dr<sup>a</sup>. Ana Elizabeth Moiseichyk, Dr. Emílio Araújo Menezes, Dr. Edgar Augusto Lanzer, Dr. Renato de Mello e Dr. Marison Luiz Soares pelas valiosas contribuições.

Ao Dr. Cândido Garcia, Magnífico Reitor e a Prof.<sup>a</sup> Neiva Pavan Machado Garcia, Vice-Reitora Executiva da Unipar – Universidade Paranaense, pela confiança depositada em minha pessoa e pelo incentivo irrestrito à minha carreira acadêmica.

À Rosimery Porfírio da Silva pela paciência e prontidão com que digitou e formatou este trabalho.

À diretoria das cooperativas pesquisadas, pelo acesso às demonstrações financeiras.

Finalmente, expresso meus sinceros agradecimentos a todos os professores doutores da Universidade Federal de Santa Catarina que me ajudaram nestes anos dedicados a tese.

## RESUMO

GIMENES, Régio Marcio Toesca. ***Agribusiness cooperativo: viabilidade econômica da abertura direta do capital pela emissão de debêntures.*** Florianópolis, 2004, 207 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC.

A presente pesquisa teve como objetivo verificar se a abertura direta do capital das cooperativas agropecuárias, pela emissão de títulos de dívida (debêntures), possui viabilidade econômica. Para tanto, faz uma revisão crítica da literatura, expondo o pensamento de vários autores sobre os elementos que explicam as origens do movimento cooperativista, as diferenças entre tais sociedades e as firmas de capital, seus padrões atuais de capitalização e financiamento e os principais desafios que lhes são impostos pelos mercados globalizados. Quanto à metodologia, a pesquisa utilizou a tipologia de estudos de casos, tendo como objeto de estudo, duas cooperativas agropecuárias localizadas no Estado do Paraná, cujos nomes foram omitidos para manter o sigilo das organizações. A metodologia de análise proposta foi estruturada de acordo com as seguintes etapas: levantamento dos demonstrativos financeiros, análise financeira tradicional, análise financeira dinâmica, análise do valor adicionado e análise da viabilidade de emissão das debêntures. Pelos resultados apurados, verificou-se que a abertura direta do capital pela emissão das debêntures não pode ser realizada por toda e qualquer cooperativa. É necessário que estudos preliminares identifiquem seu equilíbrio econômico-financeiro, sua capacidade de pagamento e a transparência de sua gestão (governança corporativa cooperativa). Se os pré-requisitos forem atendidos, a cooperativa agropecuária poderá auferir as vantagens da emissão, dentre as quais se destacam: o planejamento sob medida para atender determinado projeto; a flexibilidade dos prazos, das garantias e das condições de pagamento; os custos menores de captação, se comparados aos empréstimos bancários de curto prazo; a dedução do pagamento dos juros no imposto de renda e a manutenção do controle da cooperativa nas mãos dos associados.

Palavras-chave: Cooperativismo agropecuário; Estrutura de capital; Abertura de capital, Debêntures.

## ABSTRACT

GIMENES, Régio Marcio Toesca. **Co-operative agribusiness: economical viability of the direct opening of the capital by the issuing of debentures.** Florianópolis, 2004, 207 p. Thesis (PhD Degree in Production Engineering) – Postgraduate Work Program in Production Engineering, UFSC.

The objective of the present research was to verify if the direct opening of agriculture and cattle-raising co-operative societies capital by the issuing of debt papers (debentures) would have economical viability. For this, a critical review of literature showing the thought of several authors on the elements that explain the origins of the co-operativist movement, the differences between such societies and the companies of capital, their current capitalization and financing standards, and the main challenges the globalized markets impose to them was performed. In terms of methodology, the research used the studies of events typology of two agriculture and cattle-raising co-operative societies located in the State of Paraná which were the study object and whose names were omitted to keep their confidentiality. The proposed methodology of analysis was structured in accordance with the following stages: collecting of the financial statements, traditional financial analysis, dynamic financial analysis, analysis of the added value and analysis of the viability of debentures issuing. Based on the achieved outcomes, it was verified that the direct opening of the capital by the issuing of debentures could not be performed by every and any co-operative society. It is necessary that preliminary studies identify its economical and financial balance, its payment capacity and the transparency of its management (co-operative corporative government). If the pre-requirements are accomplished, the agriculture and cattle-raising co-operative society can obtain the advantages of the issuing, such as: custom planning to attend certain project; flexibility of the terms, guarantees and payment conditions; smaller costs of money captation when compared with the Bank loans; deduction of the payment of terms on the income tax and maintenance of the co-operative society control in the hands of its associates.

Key words: Agriculture and cattle-raising co-operativism; Structure of capital; Opening of capital; Debentures.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Capitalização e financiamento das cooperativas agropecuárias.....	71
Figura 2 – Autofinanciamento da empresa através do ciclo operacional de longo prazo .....	81
Figura 3 – Efeito tesoura .....	85
Figura 4 – Metodologia de análise proposta pela tese.....	125

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Brasil lidera ranking dos maiores <i>spreads</i> .....	108
Gráfico 2 – Destinação de recursos captados pela emissão de debêntures no ano de 2004.....	115

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Demonstrativo do NOPAT – <i>Net Operating After Taxes</i> .....	103
Quadro 2 – Mercado de debêntures – resultados das ofertas públicas .....	114
Quadro 3 – Principais indicadores econômico-financeiros da Cooperativa Alfa .....	127
Quadro 4 – Análise dinâmica do capital de giro da Cooperativa Alfa .....	133
Quadro 5 – Cálculo do NOPAT para a Cooperativa Alfa .....	137
Quadro 6 – Valor do capital investido da Cooperativa Alfa .....	138
Quadro 7 – Retorno sobre o capital investido da Cooperativa Alfa .....	138
Quadro 8 – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa Alfa no ano de 1999.....	140
Quadro 9 – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa Alfa no ano 2000....	141

Quadro 10 – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa Alfa no ano de 2001 .....	142
Quadro 11 – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa Alfa no ano de 2002 .....	143
Quadro 12 – Cálculo do EVA para a Cooperativa Alfa .....	144
Quadro 13 – Cálculo do EVA com a taxa do CDI para a Cooperativa Alfa .....	144
Quadro 14 – Cálculo do EVA para a Cooperativa Alfa pelo modelo CAPM .....	146
Quadro 15 – Principais indicadores econômico-financeiros da Cooperativa Beta ....	149
Quadro 16 – Análise dinâmica do capital de giro da Cooperativa Beta .....	152
Quadro 17 – Cálculo do NOPAT para a Cooperativa Beta .....	154
Quadro 18 – Valor do capital investido para a Cooperativa Beta .....	155
Quadro 19 – Retorno sobre o capital investido da Cooperativa Beta .....	156
Quadro 20 – Custo médio de capital da Cooperativa Beta no ano de 2002.....	157
Quadro 21 – Cálculo do EVA para a Cooperativa Beta .....	158
Quadro 22 – Características básicas para a emissão das debêntures .....	159
Quadro 23 – Resultados dos processos de <i>bookbuilding</i> e betas de empresas emissoras no período 2000 – 2004.....	160
Quadro 24 – Taxa anual de juros e custo anual de emissão de R\$ 100 milhões de debêntures .....	163
Quadro 25 – Custo anual de emissão das debêntures para a Cooperativa Alfa .....	164
Quadro 26 – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa Alfa com a emissão das debêntures e a taxa mínima de remuneração para o ano de 2002 .....	165

Quadro 27 – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa Alfa com a emissão das debêntures e a taxa média de remuneração para o ano de 2002 .....	166
Quadro 28 – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa Alfa com a emissão das debêntures e a taxa máxima de remuneração para o ano de 2002..	167
Quadro 29 – Cálculo do EVA da Cooperativa Alfa com a emissão das debêntures para o ano 2002 .....	167

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABAG	Associação Brasileira de Agribusiness
ABCOOP	Associação Brasileira de Cooperativa
ACI	Aliança Cooperativa Internacional
ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto
BANCOOB	Banco Cooperativo do Brasil S.A.
BANSICREDI	Banco Cooperativo Sicredi S.A.
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CCLPL	Cooperativa Central de Laticínios do Paraná
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CETIP	Câmara de Custódia e Liquidação Financeira
CMV	Comissão de Valores Mobiliários
COPOM	Comitê de Política Monetária
FATES	Fundo de Assistência Técnica e Educacional
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBA	Índice Brasileiro de Ações
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBX	Índice Brasil
IEDI	Instituto de Estudos para Desenvolvimento Industrial
IGP-DI	Índice Geral de Preços Disponibilidade Interna
IGPM	Índice Geral de Preços do Mercado
IPEA	Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada
OCA	Organização das Cooperativas das Américas
OCB	Organização das Cooperativas Brasileiras
OCE's	Organização das Cooperativas Estaduais
OCEPAR	Organização das Cooperativas do Estado do Paraná
PESA	Programa Especial de Saneamento de Ativos
PIB	Produto Interno Bruto
RECOOP	Programa de Revitalização de Cooperativas Agropecuárias
SAG's	Sistemas Agroindustriais
SDT	Sistema Nacional de Distribuição de Títulos
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SND	Sistema Nacional de Debêntures
TR	Taxa Referencial de Juros
UNASCO	União Nacional das Associações de Cooperativas

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	1
1.1 Contexto da pesquisa .....	1
1.2 Problema da pesquisa .....	8
1.3 Objetivos .....	10
1.3.1 Objetivo geral .....	10
1.3.2 Objetivos específicos .....	11
1.4 Justificativa e relevância .....	11
1.5 Procedimentos metodológicos .....	14
1.5.1 Tipo da pesquisa.....	15
1.5.2 Método utilizado .....	19
1.5.3 Objeto de estudo.....	20
1.5.4 Coleta de dados .....	21
1.5.5 Limitações da pesquisa .....	21
1.6 Estrutura do trabalho .....	21
<b>2 CARACTERIZAÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO</b> .....	23
2.1 Origem do pensamento cooperativo .....	23
2.2 O cooperativismo no Brasil .....	27
2.3 O conceito de empresa cooperativa .....	29
2.4 Diferenças entre cooperativas e sociedades de capital .....	31
2.5 A legislação e o ato cooperativo .....	34
2.6 Estratégias de concentração das cooperativas .....	41
2.7 Vantagens da empresa cooperativa .....	45
2.8 Problemas da empresa cooperativa .....	48
2.9 Capitalização e financiamento das cooperativas agropecuárias .....	56

<b>3</b>	<b>AUTOFINANCIAMENTO, CUSTO DE CAPITAL E CRIAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO</b> .....	72
3.1	A capitalização pelo autofinanciamento .....	72
3.2	O custo de capital nas empresas .....	86
3.2.1	O custo do empréstimo a longo prazo .....	88
3.2.2	O custo do capital próprio .....	90
3.2.3	O custo médio ponderado de capital.....	96
3.3	A criação do valor econômico .....	99
<b>4</b>	<b>ABERTURA DIRETA DO CAPITAL DAS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS PELA EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA (DEBÊNTURES)</b> .....	106
4.1	O crédito e a competitividade das empresas brasileiras .....	106
4.2	A emissão das debêntures como uma opção às restrições de crédito .....	111
4.3	Custos e benefícios da abertura de capital .....	116
4.4	Características de uma emissão de debêntures .....	117
4.5	Etapas para a emissão das debêntures .....	119
4.5	A emissão das debêntures pelas cooperativas agropecuárias .....	121
<b>5</b>	<b>ESTUDOS DE CASO</b> .....	124
5.1	Metodologia de análise .....	124
5.2	Cooperativa ALFA.....	126
5.2.1	Histórico e evolução .....	126
5.2.2	Principais indicadores econômico-financeiros.....	127
5.2.3	Análise dinâmica do capital de giro .....	132
5.2.4	Identificação da criação de valor econômico .....	136
5.3	Cooperativa BETA .....	147
5.3.1	Histórico e evolução .....	147
5.3.2	Principais indicadores econômico-financeiros.....	148
5.3.3	Análise dinâmica do capital de giro .....	152

5.3.4 Identificação da criação de valor econômico .....	154
5.4 Análise da viabilidade da abertura do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão das debêntures .....	158
5.4.1 O custo de emissão das debêntures .....	159
5.5 Discussão dos casos .....	163
<b>6 CONCLUSÕES .....</b>	<b>169</b>
6.1 Recomendações .....	173
6.2 Sugestões para futuras linhas de investigações.....	174
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>175</b>
<b>APÊNDICES .....</b>	<b>191</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contexto da pesquisa

A evolução da economia mundial tem se caracterizado pela gradual abertura das economias nacionais ao comércio internacional. Esse processo, que hoje se denomina “globalização”, consiste na exposição crescente dos agentes econômicos domésticos à concorrência mundial.

Segundo Silber (1997, p. 24):

A globalização caminhou basicamente por três rotas: a primeira pela crescente abertura do mercado mundial às exportações e importações (hoje em dia as transações comerciais representam 20% do PIB mundial); a segunda, pela rápida expansão do mercado financeiro internacional na esteira da desregulamentação e da revolução tecnológica representada pelas tecnologias de informação e; finalmente, pela internacionalização das decisões de produção, investimento e de tecnologia, com a ampliação da presença das empresas multinacionais no mercado mundial.

Este ambiente de negócios conduz as cooperativas a um momento de reflexão, em que seus dirigentes percebem os novos desafios que deverão enfrentar para sobreviver. Por um lado apresentam-se desafios e oportunidades, mas por outro, o estímulo à cultura da competição nas sociedades contemporâneas representa uma ameaça ao modelo atual de gestão cooperativista. As cooperativas vivem em constante tensão entre os princípios da cooperação e as necessidades impostas pela competição.

O cooperativismo sempre foi considerado como uma terceira via para o desenvolvimento, servindo ao longo da história como aliado ao capitalismo e ao socialismo, à medida que sua atuação estava mais direcionada ao econômico ou

social. Com o fim da guerra fria, a globalização se impõe ao cenário internacional e ameaça o cooperativismo.

Rodrigues (1997, p. 95) compartilha sua opinião a respeito das ameaças e oportunidades que o ambiente atual proporciona ao cooperativismo, afirmando o seguinte:

A globalização da economia coloca em alto risco as cooperativas. No mundo todo, cooperativas de todos os setores estão lutando para sobreviver, mudando, adaptando-se, modernizando sua gestão, aliando-se a antigos concorrentes, enfim buscando sua identidade em um cenário mutante e instável. E, nesta luta, têm encontrado oportunidades antes invisíveis. Em todos os continentes se discutem reformas na legislação para o setor e formas ideais de organização sistêmica. Ao contrário do que os inimigos afirmam, a globalização não destruirá as cooperativas. Funcionará como um maremoto. Uma grande inundação está deixando as cooperativas sem ar, pelo mundo afora. Mas isto será passageiro se o setor souber se organizar. Quando o vagalhão desaparecer, milhares de cooperativas terão perecido. Mas outras milhares terão se fortalecido, crescendo com os ajustes feitos por exigência dos mercados.

O maior desafio das cooperativas de produtores rurais diz respeito a sua inabilidade intrínseca de evoluírem, de organizações originalmente defensivas em suas estratégias para uma atuação mais agressiva no mercado, fazendo frente a empresas de capital aberto. É necessário fazer uma revisão nas suas estratégias e estrutura, adaptando-a à nova realidade competitiva, sendo que em muitos casos as adaptações deverão ser acompanhadas de novos investimentos e fontes alternativas de capital.

Michael Cook (1997, p. 149) professor da *University of Missouri – USA*, acredita em que a inabilidade das empresas cooperativas neste novo ambiente está muito relacionada a características naturais da maioria das cooperativas no mundo.

As cooperativas são constituídas por produtores rurais, que procuram uma melhor condição de comercialização de sua produção e de compra de insumos e produtos. Possuem, como principais características, o gerenciamento ineficiente de

seus negócios empresariais e a dificuldade de adoção de novos modelos de administração em função de uma mentalidade tradicionalista de seus dirigentes.

As questões institucionais sempre dificultaram o processo evolutivo das cooperativas, já que os princípios doutrinários e legais, nos quais se baseavam estas empresas, eram elementos desestimuladores à busca de novas alternativas de capitalização para estes empreendimentos.

Para Zuurbier (1997, p. 160), professor da *Wagingen Agricultural College*, da Holanda, cooperativas agrícolas estão sendo confrontadas com as mudanças de mercado, as quais demandam uma revisão nas suas estratégias e estrutura.

As adaptações geralmente são acompanhadas de investimentos e requerem recursos adicionais, produzindo uma grande pressão nos conselhos de diretores e membros das cooperativas, o que, muitas vezes, significa o surgimento de conflitos internos nestas organizações.

Analisando-se sua estratégia competitiva, verifica-se que a variável mais importante para as cooperativas é o tamanho dos seus competidores. Se forem empresas multinacionais, possuem alcance global, são diversificadas e focadas principalmente em produtos de marca.

Estas empresas podem absorver o impacto inicial nos custos de investimentos expressivos em pesquisa e desenvolvimento, promoção, suporte de marca e podem suportar riscos de insucessos em lançamento de produtos e opções infelizes de mercado.

De forma geral, muitas cooperativas competem com este tipo de empresa, que possuem um bom posicionamento no mercado, baseado em fortes marcas junto ao consumidor final, alta qualidade, presença internacional, flexibilidade e elevada capacidade financeira. Assim, se pode concluir que a tradicional cooperativa está

ameaçada, parte por suas práticas ineficientes de gestão, como também pelas dificuldades em capitalizar-se.

Gramacho (1997) afirma que as mudanças no cenário econômico nacional e o inevitável aumento da competitividade global vêm exigindo das cooperativas uma revisão de seus princípios doutrinários como forma de se adaptarem a este novo ambiente de mudanças. Uma nova postura em relação ao lançamento de novos produtos, posicionamento estratégico e arquitetura organizacional são ações que visam aumentar a competitividade dessas organizações, garantindo-lhes a sobrevivência.

Bialoskorski Neto (1998a, p. 1) refere-se aos impactos da globalização nos sistemas agroindustriais, ressaltando a necessidade do ajustamento da firma a padrões de custos e preços internacionais, como segue:

As mudanças nos padrões de comércio, por meio da abertura de mercados e da formação de grandes blocos comerciais, têm o efeito de provocar uma nova relação de custos e preços que influi diretamente na competitividade das firmas. Esta situação faz com que a questão da adaptação da firma a estes novos padrões seja de crucial importância para a sobrevivência da empresa e dos negócios, e conduz os sistemas agroindustriais – SAG's a um necessário processo de ajustamento que só vai acontecer com sucesso se houver, como pré-requisitos, uma estrutura de produção e tecnologia com custos compatíveis com os padrões internacionais e uma estrutura de coordenação articulada e eficiente. A boa condução desse processo de adaptação propicia, a todo o sistema agroindustrial, ganhos em eficiência e competitividade, palavras-chave e “condições de primeira e segunda ordem” para o êxito dos negócios.

Apesar do cooperativismo agropecuário brasileiro possuir uma estrutura sócio-econômica consolidada e diversificada, atuando em vários setores da economia, seu processo de desenvolvimento, aliado às recentes turbulências ambientais que afetam os sistemas agroindustriais, faz com que a empresa cooperativa enfrente momentos de crise.

Dos anais do XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo, realizado em Brasília, em novembro de 1997, transcrevem-se alguns fatos marcantes e necessários para o entendimento da problemática atual do cooperativismo:

Destacam-se quatro momentos importantes. O primeiro é o X Congresso Brasileiro de Cooperativismo, onde foi discutida e determinada a questão da autogestão do sistema cooperativista. O segundo é o processo de abertura comercial do país, que se iniciou na década de 80 e que exige hoje novos padrões de eficiência das empresas cooperativas e não cooperativas, tanto na tentativa de ampliação dos mercados interno e externo, como na busca de parcerias e racionalização de custos. O terceiro é o Congresso Centenário da Aliança Cooperativa Internacional em Manchester, UK, onde foram discutidos os princípios fundamentais do cooperativismo. Nesta oportunidade foram reafirmados o princípio da democracia, ou seja, a cada homem um único voto e da remuneração limitada ao capital; importantes referenciais para a discussão da gestão, da estrutura financeira e da capitalização da empresa cooperativa. O quarto e último fato é a recente fase de reformas do Brasil e a conseqüente transformação da política pública, que implica na diminuição da presença do Estado no funcionamento da economia, determinando novos desafios aos negócios privados. Esta mudança possibilitou, para o movimento cooperativista, a existência de um sistema financeiro próprio, através dos Bancos Cooperativos, apontando para a possibilidade do surgimento, no médio prazo, de um novo padrão de financiamento e capitalização para as empresas cooperativas.

É necessário entender que a sociedade cooperativa apresenta certas peculiaridades que não estão presentes em sociedades anônimas. As cooperativas são controladas pelos associados que são seus proprietários, e os benefícios gerados são distribuídos de acordo com a utilização da organização. Tais princípios básicos indicam diferenças na organização e em sua estrutura de propriedade e controle.

Zylbersztajn (1999) verifica uma questão crítica em relação à função objetivo da empresa cooperativa. De acordo com o autor, a firma tradicional aloca recursos sob a égide da maximização dos lucros, o que fundamenta a sua função de produção, oferta de produto e demanda de insumos produtivos. Na firma

cooperativa, a questão crítica surge no que diz respeito à dúvida entre a maximização do valor da empresa individual do cooperado ou a maximização dos resultados da cooperativa.

Este fato tem suscitado a elaboração de estudos sobre a formação de capital neste tipo de organização, procurando analisar se ela possui uma base adequada de capital e se seus associados recebem os benefícios suficientes para encorajá-los a operar com suas cooperativas.

As dificuldades financeiras e de gestão de algumas cooperativas têm produzido certo desgaste do sistema na opinião pública e no sistema financeiro, com reflexos no seu processo de investimento, restando às sociedades cooperativas a capitalização própria via associados, ou de um modo ainda pior, o endividamento por créditos financeiros do sistema bancário, geralmente de curto prazo e alto custo.

Royer (1995) mostra que a infusão direta de capital pelos associados em suas cooperativas, além da retenção das sobras, é muito pequena. Por esta razão as cooperativas são vistas como “empresas de capital amarrado”, visto que elas não possuem ações negociáveis no mercado.

Com relação às possibilidades de captação de recursos no mercado financeiro, observa-se que a empresa cooperativa fica em posição desvantajosa quando comparada a outras formas de organização produtiva. Há uma evidente dificuldade para captar recursos de terceiros a um custo mais baixo, devido à existência do princípio de gestão democrática independente e da impossibilidade da divisão dos direitos de propriedade em tal organização.

As dificuldades de capitalização, bem como a intensificação da concorrência entre países e blocos econômicos, faz com que a sobrevivência fique mais difícil para empresas menos eficientes e gestores despreparados. Para sobreviver e

crescer, empresas cooperativas ou não, necessitam garantir um bom desempenho econômico por estratégias diferenciadoras e uma gestão mais eficaz de seus negócios, atuando com vantagem competitiva nos mercados globais.

A capitalização em empresas que não visam lucro é um tema que merece a devida consideração acadêmica, uma vez que limitam seu desempenho econômico e social, principalmente em ambientes de acirrada concorrência. Infelizmente, a academia, no que se refere ao estudo das finanças, tem tradicionalmente dirigido seu objeto de estudo às organizações do tipo industrial e ao estudo do mercado de capitais.

Bastiani (1991, p. 34) elucida esta questão afirmando que:

Este direcionamento não se constitui em nenhum aspecto desmerecedor de todo o esforço científico/acadêmico até então desenvolvido. Na realidade, isto é um reflexo natural do próprio processo de desenvolvimento econômico que prioriza tais setores e também do fácil, e pronto acesso às informações por parte dos pesquisadores, no caso do mercado de capitais. Apesar do escopo da teoria de finanças ter assim se concentrado, não exclui o estudo das demais entidades econômicas, tais como: as sociedades cooperativas, notadamente àquelas voltadas ao setor produtivo, unidades de produção agrícola, empresas estatais, etc. É conveniente salientar que muitos dos princípios, normas e práticas financeiras, preconizadas para as organizações do tipo industrial, também se aplicam a essas entidades econômicas. Entretanto, a literatura especializada se ressentiu de estudos que tenham por objeto descortinar peculiaridades no que se refere à gestão financeira dessas outras entidades, como é o caso das cooperativas agropecuárias e das unidades de produção agrícola.

Dentre as principais questões que estão sendo debatidas atualmente no movimento cooperativista, a mais importante, conflitiva e controvertida é a relativa ao financiamento das cooperativas agropecuárias.

Dante Cracogna (1997, p. 134), presidente da INTERCOOP – Argentina, também acredita que o financiamento das cooperativas é o tema mais complexo a ser discutido atualmente e assim expõe sua posição:

O financiamento converteu-se em um grande problema, não somente das cooperativas, como das empresas, em geral, neste momento, para poder afirmar sua capacidade competitiva dentro do novo contexto econômico que foi criado nos últimos anos. Então, as cooperativas, que também têm necessidade de capital e de recursos financeiros, têm aqui um problema significativo. Por um lado, trata-se de como as cooperativas consolidam sua estrutura de capital, isto é, o que constitui seu patrimônio próprio. Por outro, como as cooperativas podem conseguir fontes de financiamento mais amplas que as que podem obter atualmente, ou as que podiam ter até agora.

## 1.2 Problema da pesquisa

São conhecidas as dificuldades que atravessam as empresas para a formação de um capital condizente com o volume de operações que elas pretendem realizar. O cooperativismo não foge à regra. Para que a empresa cooperativa possa crescer a uma velocidade e com uma flexibilidade compatíveis com a dinâmica do mercado consumidor globalizado, há muitas vezes a necessidade de se capitalizar de modo ágil e a custos reduzidos para competir com as outras empresas do setor.

Segundo Silva (1994), o grande crescimento das cooperativas de produção brasileiras na década de 1980 foi decorrente não só da diversificação horizontal de suas atividades, mas também de um processo de verticalização, que possibilitou a incorporação de insumos e o acesso a tecnologias de transformação, comercialização e distribuição de produtos. Tal crescimento exigiu das cooperativas um aumento de capital substancial, situação comum também a todas as grandes corporações não-cooperativas que se dispuseram a integrar-se verticalmente desde a produção agrícola até a colocação do produto no mercado.

Johnson (1970) entende que a organização cooperativa é uma organização econômica que, como qualquer outro tipo de empresa, deverá financiar suas atividades com dois tipos de fontes de recursos: capitais próprios e capitais de

terceiros. Por esta razão, é necessário um equilíbrio entre estas fontes, de modo que a empresa possa desenvolver suas atividades sem colocar em risco a sua autonomia financeira.

Por outro lado, deve-se destacar que a estrutura doutrinária do cooperativismo pode influenciar a eficiência da gestão da empresa. Algumas destas dificuldades podem ser analisadas como a tendência de "prestação de serviços aos associados" em vez de objetivar os "resultados econômicos" dos negócios; a falta de agilidade no processo decisório devido às estruturas democráticas de decisão; e por fim, a própria estrutura rígida de capital que impede novos processos de capitalização da empresa (Anais do XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo, 1997).

As empresas cooperativas apresentam uma estrutura particular de organização, quando comparadas com outras arquiteturas organizacionais. Na cooperativa não há uma intenção inicial para a obtenção de lucros, esta sociedade não recolhe imposto de renda e, ao final do exercício, apresenta apenas sobras operacionais, que são distribuídas *pro-rata* e proporcionais às operações de cada um dos associados naquele exercício. Nesta empresa, o associado é simultaneamente "cliente" e "proprietário" do seu próprio negócio, o que indica alguns problemas específicos de separação entre a propriedade e o controle e de *agency* como os custos associados à necessidade de monitoramento das relações contratuais. Estas características, entre outras, fazem desta empresa um tipo particular de organização que merece uma abordagem específica no âmbito das relações contratuais (Bialoskorski Neto, 1994).

Zylbersztajn (1993) afirma que as cooperativas são uma organização com direitos de propriedade acima da corporação, quando cada membro tem o poder de

interferir no destino da empresa, não proporcionalmente à sua participação de capital ou como acionista, mas de acordo com o princípio de “a cada homem, um único voto.”

Eggertsson (1990) coloca que um aspecto muito importante para as corporações de capital aberto é a habilidade de cada proprietário individual em transacionar seus direitos ao resíduo com baixos custos de transação. Este difuso direito sobre os resíduos é que faz com que o associado se afaste do empreendimento cooperativo ou tenha uma ação preocupada com o curto prazo.

Milgrom e Roberts (1992) advertem que o *status* de direitos limitados ao resíduo e de não-concentração na propriedade em uma cooperativa leva os associados a ter poucos incentivos para participar diretamente da gestão do negócio, como também faz com que estes não fiquem inclinados a votar em investimentos de longo horizonte temporal.

Diante do exposto, pode-se levantar a seguinte questão sobre o tema proposto: Até que ponto a abertura do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão de títulos de dívida (debêntures) é capaz de definir uma estrutura de capital de menor custo e maior prazo, contribuindo, assim, para a melhoria da performance econômica da sociedade?

### 1.3 Objetivos

#### 1.3.1 Objetivo geral

À luz dessas considerações, o objetivo geral da tese é analisar a viabilidade econômica da abertura direta do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão de títulos de dívida (debêntures).

### 1.3.2 Objetivos específicos

Procurar-se-á, pela técnica do estudo de caso, validar o objetivo geral da tese, perseguindo-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Verificar como as cooperativas agropecuárias estão financiando seu processo de crescimento e os reflexos no seu equilíbrio financeiro;
- b) Mensurar o custo das atuais fontes de capital das cooperativas agropecuárias;
- c) Identificar o processo de criação ou destruição de valor econômico nas cooperativas agropecuárias;
- d) Propor uma metodologia de análise da viabilidade econômica da emissão dos títulos de dívida (debêntures) para as cooperativas agropecuárias

### 1.4 Justificativa e relevância

Analisando dados da Associação Brasileira de Agribusiness – ABAG, Cruz Filho (1995, p. 2) conclui que o *agribusiness* brasileiro existe. Está consolidado desde a década de 70 e é o maior negócio do País, representando quase 40% do seu PIB e mais de 40% de suas exportações, sendo, de longe, o setor da economia que mais emprega mão-de-obra. Acerca desse sistema, assim se manifesta a ABAG (1993):

Várias cadeias são extremamente competitivas no mercado internacional e muitas poderão sê-lo com pequenos ajustes e baixos investimentos. Está no *Agribusiness* a única saída, a curto prazo, para acelerar a integração do Brasil à economia internacional - embora pese sobre ele o protecionismo dos países desenvolvidos - e é ele também que oferece a grande oportunidade de descentralização industrial.

Na cadeia de valor do *agribusiness* brasileiro, as cooperativas têm importante participação. De acordo com dados da Organização das Cooperativas Brasileiras (2002), existem no Brasil, 3.548 cooperativas que totalizavam 3,2 milhões de associados e 135 mil funcionários.

O setor agropecuário, principal segmento do cooperativismo, tem 1.393 cooperativas, reunindo 1,2 milhão de agricultores e 87 mil funcionários. As cooperativas brasileiras agropecuárias possuem 600 indústrias e 300 unidades de beneficiamento, além de serem responsáveis por 75% da produção nacional de trigo, 40% da produção de açúcar, 32% da produção de álcool, 37% da produção de soja, 52% do leite sob inspeção federal, 50% da produção de suíno, 65% da produção de lã, 35,4% da produção vinícola e dispõem de uma planta industrial bastante diversificada, com mais de 600 indústrias e 300 unidades de beneficiamento de produtos agropecuários.

A razão disto é que a agricultura, como setor primário da economia, caracteriza-se por interagir, a montante e jusante, com mercados fortemente oligopolizados, como é o caso dos insumos, o processamento das matérias-primas e a distribuição dos produtos acabados até o mercado consumidor.

Por outro lado, os agricultores participam de um mercado cuja estrutura é bastante atomizada e bem competitiva, colocando-os como meros tomadores de preços, tanto no momento da compra de insumos como na venda de seus produtos.

Este posicionamento competitivo no mercado propiciou a existência de estruturas econômicas intermediárias, como as cooperativas agropecuárias, garantindo ao produtor um menor risco na sua atividade e um maior valor agregado para os seus produtos, que, isoladamente, em muitos casos, seriam presa fácil desses mercados oligopolizados (Bialoskorski Neto, 1994).

Jank (1990) destaca a evolução da participação dos produtos das cooperativas agropecuárias na pauta de exportações brasileiras. Os produtos processados tiveram um aumento de 3% para 31% na participação do total das exportações, representando uma expansão de receitas da ordem de 443% de 1982 a 1988. Observa-se uma tendência de reforçar a estratégia de agregação de valor na produção, o que já ocorre nas demais organizações que procuram participar ativamente da economia mundial.

O cooperativismo possui grande relevância para a economia brasileira, na medida que atua apoiando o desenvolvimento econômico e social, principalmente das pequenas propriedades rurais. Atuam no fomento e comercialização dos produtos agrícolas, inclusive implantando novos cultivos e agregando valor aos produtos por meio de complexos agroindustriais.

Se por um lado não há dúvida quanto à importância do cooperativismo agropecuário para o desenvolvimento econômico nacional, por outro, constata-se uma absoluta falta de orientação ao setor no que se refere ao aproveitamento de experiências internacionais, como a abertura direta do capital das cooperativas.

As cooperativas agropecuárias devem se adaptar a estas novas condições do mercado globalizado, planejando novas estratégias de negócios com uma nova estrutura organizacional, capaz de proporcionar uma nova composição em sua estrutura de capital, contudo sem desrespeitar os princípios doutrinários.

Para Rodrigues (1997, p. 91):

A competição acirrada, a busca pela eficiência máxima, a redução de custos e de preços, qualidade, produtividade, incorporação de novas tecnologias, profissionalização etc., são temas dominantes pelo mundo afora e se caracterizam pelo predomínio do econômico sobre o social. As cooperativas não podem ficar fora desta realidade. Terão que reduzir seus custos e aprimorar sua gestão e isto implicará, certamente, em despedir funcionários. E terão que expulsar os maus dirigentes, os incapazes, os corruptos e os lerdos. Terão que demitir os maus cooperados e tratar diferentemente os membros em função do seu tamanho, de sua eficiência individual e da reciprocidade que dão à cooperativa.

Pela magnitude do setor cooperativista na economia brasileira e pela responsabilidade social que cabe a cada uma das organizações cooperativistas com os pequenos produtores rurais, é necessário pesquisar e estabelecer um modelo de decisões financeiras que mantenha padrões permanentes de crescimento e desenvolvimento das cooperativas e seus associados.

### 1.5 Procedimentos metodológicos

Para Oliveira (1997), pesquisar é planejar cuidadosamente uma investigação de acordo com a metodologia científica, tanto em termos de forma, como de conteúdo.

Desta forma, a pesquisa científica é um sistema organizado de informações sobre os objetos de estudo, possuindo uma característica fundamental, qual seja, sua verificabilidade. Além de ser estruturada no cabedal de conhecimentos existentes, deve ser conduzida a partir de uma metodologia consistente com os objetivos a serem alcançados (Fleury, 1997).

Gil (1995) afirma que a pesquisa se constitui no processo formal e sistemático de desenvolver o método científico, cujo objetivo principal é dar respostas aos problemas pelo método científico.

### 1.5.1 Tipo da pesquisa

Nas ciências sociais, o pesquisador pode conduzir uma pesquisa de diversas formas, cada uma com suas vantagens e desvantagens. A escolha de uma ou outra forma vai depender do tipo e problema para o qual se está buscando a solução, do nível de controle do ambiente pesquisado e do foco sobre os fenômenos contemporâneos em relação aos históricos (Yin, 2001).

De acordo com Mattar (1996), as pesquisas, segundo a finalidade, podem ser classificadas em: exploratórias, descritivas e causais.

A pesquisa exploratória visa a prover o pesquisador de um maior conhecimento sobre o tema ou problema de pesquisa em perspectiva e é utilizada nos primeiros estágios da investigação, quando o conhecimento do fenômeno por parte do pesquisador é insuficiente.

A pesquisa descritiva tem como objetivo principal estabelecer relações entre variáveis, identificando características de determinado fenômeno, podendo, inclusive, estabelecer correlações entre variáveis, definindo sua natureza, contudo sem ter o compromisso de explicar o objeto que descreve. Este tipo de pesquisa possui objetivos bem definidos, utiliza procedimentos formais e é bem estruturado.

A pesquisa causal é aquela que procura verificar relações entre as variáveis que expliquem o fenômeno estudado, ou seja, leva em consideração a causalidade,

entendida como um conjunto de condições determinantes cuja ação conjunta produzirá um efeito.

Quanto à natureza das variáveis, as pesquisas podem ser classificadas em qualitativas e quantitativas. Segundo Kirk e Miller (1986), a pesquisa qualitativa procura identificar a presença ou a ausência de algo. Já, a pesquisa quantitativa procura medir o grau em que algo está presente.

Santos (2000) afirma que, na pesquisa quantitativa, os dados são obtidos de um grande número de elementos, utilizando-se escalas geralmente numéricas, sendo tais elementos submetidos ao rigor da análise estatística. Já na pesquisa qualitativa, os dados são colhidos através de perguntas abertas em entrevistas, em grupos ou individuais, em profundidade e em testes projetivos.

Antoniali (2000, p. 42) complementa com as seguintes palavras:

Na pesquisa quantitativa o pesquisador conduz seu trabalho a partir de um plano estabelecido *a priori*, com hipóteses claramente especificadas e variáveis operacionalmente definidas, preocupa-se com a medição objetiva e a quantificação dos resultados; busca a precisão e evita distorções na etapa de análise e interpretação dos dados, garantindo assim, certa margem de segurança em relação às inferências obtidas. A pesquisa qualitativa não procura medir os eventos estudados, nem emprega instrumental estatístico na análise dos dados, parte de questões ou focos de interesses amplos que vão se definindo à medida que o estudo se desenvolve. Envolve a descrição de dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos interativos pelo contato direto do pesquisador com a situação estudada que procura compreender os fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos da situação em estudo.

Uma metodologia bastante utilizada em pesquisas na área das ciências sociais é a investigação *ex-post-facto*. Para Vergara (1997, p. 47), esta investigação “aplica-se quando o pesquisador não pode controlar ou manipular as variáveis, seja porque suas manifestações já ocorreram, seja porque as variáveis não são controláveis”.

Ferreira (1999, p. 50, *apud* Gil, 1996) reforça este fato com a seguinte afirmação:

Na pesquisa *ex-post-facto* tem-se um experimento que se realiza depois dos fatos. As ciências sociais valem-se muito desta metodologia e quase todos os trabalhos destinados à investigação de determinantes econômicos e sociais fundamentam-se numa lógica deste tipo.

Quanto aos procedimentos de coleta utilizados em uma pesquisa científica, destaca-se a tipologia do estudo de caso.

Segundo Yin (2001), o estudo de caso é uma forma de se fazer pesquisa social empírica. Seu foco de interesse são os fenômenos atuais, que só poderão ser analisados dentro de algum contexto da vida real, em que se procura responder às perguntas como e por que eles ocorrem.

Para Bruyne, Herman e Schutheete (1991), a utilização do estudo de caso pressupõe uma investigação profunda, uma análise intensiva tendo como objeto organizações reais, reunindo inúmeras informações, para compreender o fenômeno estudado.

Godoy (1995a) afirma que, em sua essência, o estudo de caso é uma pesquisa qualitativa, porém ela poderá ter elementos quantitativos, de maneira a proporcionar um maior esclarecimento sobre o fenômeno.

É possível combinar métodos de pesquisa quantitativa e qualitativa, pois, segundo Alencar (1999), cada um desses métodos possui suas particularidades. Assim como os métodos qualitativos podem proporcionar ao pesquisador o conhecimento de situações específicas de forma detalhada e profunda, permitindo o entendimento daquilo que poderia ficar oculto em dado fenômeno, os métodos quantitativos procuram mensurar de forma objetiva e quantitativa os resultados, de

forma a assegurar a precisão necessária para analisar e entender o objeto da pesquisa.

O estudo de dois ou mais casos pode, de acordo com Godoy (1995a), ser considerado um estudo multicaso que, aliás, é o instrumento de validação das hipóteses dessa tese, sem contudo buscar objetivos de natureza comparativa entre os objetos estudados.

Com relação às vantagens e limitações deste instrumento de validação, Bialoskorski Neto (1998a, p. 157) faz a seguinte observação:

O estudo de caso é um procedimento de análise da realidade organizacional e de negócios das empresas que permite verificar *in loco* evidências quanto às argumentações teóricas, bem como observar novos elementos a serem considerados. Sua limitação é não permitir generalizações das observações efetuadas, isto é, se determinado fato é verificado em uma firma, não há porque também existir no universo de firmas consideradas. Por outro lado, apresenta uma grande vantagem, a de não limitar as discussões teóricas a abordagens que, muitas vezes, escondem detalhes importantes em favor do estabelecimento de pressupostos necessários para que os modelos sejam válidos e generalizáveis.

Para Gil (1991), a principal limitação do estudo de caso é a dificuldade em generalizar os resultados obtidos, devido ao fato do objeto estudado ter um caráter particularizante.

Stake (1994) defende o estudo de caso, afirmando que seus resultados se constituem num primeiro passo para a generalização, ressaltando ainda que a generalização não deveria fazer parte de todas as pesquisas.

Uma posição favorável também é defendida por Lazzarini (1998), quando afirma que o método do estudo de caso é importante porque permite entender o fenômeno no contexto em que acontece, não havendo o isolamento das variáveis e nem o engessamento dos pressupostos pré-estabelecidos no planejamento das investigações.

Para Santos (2002), o estudo de caso é adequado para se avaliar a gestão financeira de cooperativas agropecuárias. O autor considera que:

As vantagens apresentadas pela utilização do método superam os aspectos relativos às suas limitações. Isto se dá em função do caráter dinâmico do comportamento financeiro das organizações, onde não apenas a análise de índices estáticos parecem ser suficientes para a compreensão de determinada situação, mas o aprofundamento do conhecimento relativo ao ambiente no qual ela está inserida e de seu processo de tomada de decisões financeiras.

Com base no exposto, a presente pesquisa está classificada da seguinte forma:

- Quanto aos fins e objetivos gerais: pesquisa descritiva;
- Quanto aos procedimentos de coleta: estudo de caso e pesquisa *ex-post-facto*;
- Quanto às fontes de informações: pesquisa bibliográfica (fundamentação teórica) e pesquisa documental (relatórios contábeis);
- quanto à abordagem do problema: pesquisa qualitativa e quantitativa.

#### 1.5.2 Método utilizado

A pesquisa utilizará o método racional, que segundo Longaray e Beuren (2003, p. 30, *apud* Cervo e Bervian, 1983):

[...] é o mais empregado em ciências factuais sociais. O ponto de partida dele é a observação da realidade, ou a aceitação de certas proposições evidentes, princípios ou axiomas, para em princípio prosseguir por dedução ou indução, em virtude das exigências unicamente lógicas e racionais [...] o método racional tem como procedimentos metodológicos usuais a observação, a experimentação, o procedimento histórico, o estudo de caso, entre outros[...].

Com relação à utilização de métodos científicos, vale a pena destacar as palavras de Silva e Menezes (2001, p. 27):

Na era do caos, do indeterminismo e da incerteza, os métodos científicos andam com seu prestígio abalado. Apesar da sua reconhecida importância, hoje, mais do que nunca, percebe-se que a ciência não é fruto de um roteiro de criação totalmente previsível. Portanto, não há apenas uma maneira de raciocínio capaz de dar conta do complexo mundo das investigações científicas. O ideal seria você empregar métodos, e não um método em particular, que ampliem as possibilidades de análise e obtenção de respostas para o problema proposto.

### 1.5.3 Objeto de estudo

A pesquisa utilizou a técnica do estudo de caso para atingir seus objetivos e, para tanto, selecionou como objeto de estudo, duas cooperativas agropecuárias singulares localizadas no Estado do Paraná.

A pesquisa foi realizada neste setor, em virtude de ter alta representatividade na economia paranaense, promovendo intensivas ações para o desenvolvimento econômico-social, principalmente para as comunidades rurais.

O cooperativismo agropecuário é responsável por mais de 60% do Produto Interno Bruto (PIB) agrícola do Estado do Paraná, agregando cerca de 200.000 associados que, somados aos 40.000 empregos diretos gerados, envolvem direta e indiretamente 1.200.000 pessoas.

Atualmente as cooperativas agropecuárias paranaenses são, em muitos municípios, a maior organização, a que mais emprega e gera receitas e a que providencia atendimento a 42% dos produtores rurais do Estado (Ocepar, 2002).

#### 1.5.4 Coleta de dados

Nesta pesquisa, utilizou-se a análise documental pelo levantamento de dados secundários dos demonstrativos contábeis e relatórios de auditoria fornecidos pelas cooperativas.

#### 1.5.5 Limitações da pesquisa

As limitações da pesquisa foram concentradas nas dificuldades de obtenção dos demonstrativos contábeis das sociedades cooperativas, principalmente daquelas que se encontram em dificuldades financeiras, o que, sem dúvida, caracteriza uma situação inconsistente com a necessidade de transparência, especialmente numa sociedade de pessoas.

A respeito dessa limitação, Queiroz (1988, p. 48) afirma o seguinte:

[...] Antes, porém, vale observar que qualquer análise, sobretudo do ponto de vista do analista externo, é limitada em suas conclusões pelo volume e qualidade das informações disponíveis. Porém, para a tomada de decisões, bastam ao administrador, com muita frequência, apenas as alternativas, as tendências, as aproximações, desde que oportunas. Mais vale uma aproximação oportuna para a tomada de decisão, do que um dado exato após a decisão consumada.

#### 1.6 Estrutura do trabalho

Além desta introdução, a tese foi estruturada em mais quatro capítulos. O capítulo dois mostra uma breve referência sobre a origem e evolução do cooperativismo, partindo-se dos princípios da cooperação até a formação da empresa cooperativa com seus problemas de capitalização e financiamento.

No terceiro capítulo, desenvolve-se uma revisão da literatura sobre os conceitos de autofinanciamento, criação de valor econômico e custo de capital. No quarto capítulo, apresentam-se os requisitos, custos e vantagens da abertura direta do capital pela emissão dos títulos de dívida (debêntures).

Finalmente no quinto capítulo, apresentam-se os estudos de caso, em que pela análise das cooperativas pesquisadas, procura-se validar os objetivos propostos pela tese.

## **2 CARACTERIZAÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO: ORIGEM, EVOLUÇÃO, ESTRATÉGIAS, CAPITALIZAÇÃO E FINANCIAMENTO DAS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS**

O cooperativismo é a doutrina que visa à renovação social pela cooperação. Cooperação, etimologicamente, vem do verbo latino *cooperari*, ou seja, operar juntamente com alguém. Seu significado é trabalhar junto. O movimento cooperativista, portanto, no sentido de doutrina, tem como objetivo corrigir o social pelo econômico, utilizando-se de associações, que são as cooperativas (Pereira, 1993).

### **2.1 Origem do pensamento cooperativo**

Nilson (*apud* Feltrow e Elsworth, 1994, p. 260) afirma que:

Cooperação é a organização de trabalho conjunto para obter benefícios mútuos. A cooperação econômica é uma forma de negócio de propriedade democrática e controle por parte dos membros que têm necessidades comuns, e que, por sua vez, trabalham para o negócio sem fim lucrativo e recebem benefícios proporcionais a sua participação.

Mesmo em sociedades competitivas, existe um mínimo de cooperação entre indivíduos e organizações, caso contrário seria impossível a convivência entre as pessoas. Essa cooperação mínima não significa sempre uma prática intencional que pode surgir de simples atitudes de acomodação à convivência e pode mudar conforme as circunstâncias ou interesses do momento, tanto de indivíduos, como de grupos. Tal cooperação pode acontecer de maneira informal e esporádica ou formal,

quando um grupo de indivíduos resolve organizar uma sociedade cooperativa para satisfazer suas necessidades (Ricciardi, 1996).

O cooperativismo da forma como se conhece hoje teve seu início no século XIX. As transformações que marcaram o século passado, o surgimento de novas idéias e filosofias, principalmente a Revolução Industrial, foram o terreno fértil para o aparecimento do cooperativismo que está diretamente associado às iniciativas dos trabalhadores contra a opressão estatal e empresarial a partir do início do século passado, ao buscar soluções para seus problemas sócio-econômicos por associações que tinham por objetivo o auxílio mútuo (Pinho, 1982).

Bastiani (1991, p. 2, *apud* Pinho, 1982), afirma que:

O surgimento do pensamento cooperativo teve sua origem no liberalismo econômico ocorrido na Europa no final do século XVIII e no início do século XIX. Este proclamava a harmonia entre o interesse do indivíduo e o interesse da sociedade, sendo defendido pelos economistas fisiocratas e clássicos. Entretanto, a realidade social da época era bem diversa. Para os estudiosos do assunto, esta fase da história econômica da humanidade era caracterizada de um lado pelo enriquecimento de uma minoria de empreendedores graças à alta produtividade das máquinas e aos baixos salários e, de outro lado, pela miséria da classe operária traduzida pelo aumento da mortalidade infantil, da criminalidade e da diminuição da natalidade. Em resposta a este quadro, surgiram inúmeras reações por parte da intelectualidade e da própria classe operária no sentido de melhoria das precárias condições de vida que esta última usufruía.

Na Inglaterra, surgiram dois dos maiores idealizadores do cooperativismo, William King (1786 -1865) e Robert Owens (1772 -1858), que disseminaram no meio operário um movimento incentivando a organização de cooperativas.

Nascia, desta forma, em 1820, a Liga para a Propaganda da Cooperação. Alguns anos depois, William King, em 1827, organiza em Brighton, Inglaterra, a primeira pré-cooperativa de consumo. Em 1835, surgia na cidade de Lyon, França, uma sociedade semelhante àquelas encontradas na Inglaterra: a Associação

Lionesa de nome *Au Commerce Véridique* (Menegário, 2000).

Contudo, apenas em novembro de 1843, em *Rochdale*, distrito de *Lancashire*, próximo a Manchester, na Inglaterra, um grupo de 28 tecelões fundaram uma cooperativa de consumo denominada *Rochdale Society of Equitable Pionners*, cujo objetivo era encontrar formas para melhorar sua precária situação econômica pelo auxílio mútuo. Este ato simbolizou o início do movimento cooperativista que se alastrou por todo o mundo e se caracteriza pela predominância do enfoque doutrinário, uma vez que os fundamentos da doutrina cooperativista se basearam nos princípios declarados nos estatutos desta sociedade.

Com relação a estes "princípios", Pinho (1966, p. 32) adverte que não deveriam ser assim denominados, uma vez que não representam postulados morais de que derivam as regras fixadas pelo costume cooperativo, mas as próprias regras ou normas de funcionamento da cooperativa. Sua primeira redação (1844) foi um pouco modificada em 1845 pelos próprios Pioneiros e, mais tarde, pelos cooperados presentes aos Congressos da ACI (Aliança Cooperativa Internacional) em 1937 (Paris) e em 1966 (Viena). Sua redação atual é assim entendida:

1. Adesão livre – possibilita o ingresso ou a retirada do cooperado, voluntariamente, sem coerção ou discriminação por motivos políticos, religiosos, étnicos ou sociais;
2. Gestão democrática – administração dos próprios cooperados, sendo que cada um tem direito a um voto apenas, sem nenhuma relação com sua participação no capital social;
3. Distribuição das sobras líquidas – aos associados "pro rata" das operações conforme o que cada um realizou com a cooperativa;

4. Taxa limitada de juros ao capital social – o capital é considerado apenas um fator de produção;
5. Constituição de um fundo de assistência técnica, social e de educação para os cooperados e o público em geral;
6. Cooperação intercooperativas, em plano local, nacional e internacional.

Nesta fase, segundo Bastiani (1991), surge a conhecida Escola de Nimes (1886) sob a liderança de Charles Gide (1847-1932). Gide foi o principal sistematizador do pensamento cooperativo rochdaleano. “Muitas de suas frases são célebres até hoje, como, por exemplo, aquelas ligadas ao cooperativismo como escola de liberdade além das muito conhecidas doze virtudes do cooperativismo”.

A Charles Gide (1847-1932) cabe a frase: “as sociedades cooperativas servem para conferir à classe operária conhecimentos e virtudes sem os quais não conseguiria ela ocupar o lugar a que aspira e ao qual tem direito” (Pinho, 1982, p. 35).

Ao longo de 100 anos, o cooperativismo resistiu ao tempo sem alterações significativas em sua doutrina. O crescimento vigoroso do número de cooperativas e cooperados acabou fomentando a criação de uma entidade internacional que representasse o movimento cooperativista.

A origem desta entidade se deve a um projeto de Robert Owen (1835), denominado Associação de Todas as Classes de Todas as Nações, cujo objetivo era a constituição de uma cooperativa central com sucursais em todo mundo. A idéia não se concretizou, mas resultou na fundação, em Londres (1895), da Aliança Cooperativa Internacional (ACI) (Menegário, 2000).

A Aliança Cooperativa Internacional é uma organização não-governamental independente que representa as organizações cooperativas do mundo todo. Ela possui mais de 230 organizações filiadas em mais de 100 países, representando mais de 730 milhões de pessoas no mundo. Foi a primeira organização não-governamental a receber das Nações Unidas o status de órgão consultivo. O cooperativismo mundial conta com mais de 740 mil empresas, reunindo cerca de 355 milhões de associados e atuando em diversos setores da economia (OCB, 1998).

## 2.2 O cooperativismo no Brasil

O cooperativismo no Brasil só encontrou clima favorável após a libertação dos escravos (1888) e, concomitantemente, à vinda de imigrantes europeus que traziam em sua cultura conteúdo doutrinário associativista.

No Brasil, já ao tempo do discurso de Gide, um representante brasileiro – Santana Nery – teria participado do Congresso Cooperativista então realizado na França. E em maio de 1888 a Revista Financeira, do Rio de Janeiro, chamara a atenção para as cooperativas, como forma de reorganização da produção e da comercialização agrícola, após a crise agravada com a libertação dos escravos.

A partir do início deste século, alguns idealistas iniciaram campanhas de difusão do cooperativismo, a que se somaram experiências de grupos de imigrantes, sobretudo alemães, italianos e japoneses (Pinho, 1966).

Segundo Bastiani (1991, p. 6):

[...] as primeiras cooperativas brasileiras datam do fim do Séc. XIX, no setor de consumo dos centros urbanos, sendo a Associação Cooperativa dos Empregados da Cia. Telefônica de Limeira, Estado de São Paulo, a primeira delas (1891). As cooperativas para atender aos

interesses da zona rural datam do início do presente século, com a organização das primeiras caixas rurais do tipo Raiffeisen a partir de 1902 pelo padre Theodoro Amstadt, no Rio Grande do Sul. Na concepção de Pinho a difusão das idéias cooperativistas no Brasil segue as mesmas tendências quanto à evolução do cooperativismo europeu, ou seja, até o início da década de 1970 predomina o conteúdo doutrinário rochdaleano.

A partir de 1932 verificou-se o aparecimento de um número maior de cooperativas, como consequência do Decreto n.º 22.239/32 e de campanhas divulgadas pelo Governo Federal. Essas campanhas foram elaboradas por órgãos de assistência ao cooperativismo que, paulatinamente, iam sendo criadas, sem que, no entanto, alguma delas alcançasse abrangência nacional (Menegário, 2000).

Em 1969, em Belo Horizonte, durante o IV Congresso Brasileiro de Cooperativismo, foi então criado o órgão nacional de representação do movimento cooperativista brasileiro, qual seja, a Organização das Cooperativas Brasileiras (OCB).

A Organização das Cooperativas Brasileiras é uma sociedade civil sem fins lucrativos, é o resultado da fusão da União Nacional das Associações de Cooperativas (UNASCO) e da Aliança Brasileira de Cooperativas (ABCOOP), entidades que representavam o cooperativismo até aquela data. Implantado juridicamente em 1971, pela Lei 5.764, o Sistema OCB atua também como órgão técnico – consultivo do governo, congregando todas as Organizações das Cooperativas Estaduais (OCEs). Em âmbito internacional, a OCB é filiada à Organização das Cooperativas das Américas (OCA) e à Aliança Cooperativa Internacional (ACI).

Segundo Ferreira (1999), a estrutura do cooperativismo brasileiro compõe-se de três modalidades:

a) *Cooperativas singulares*: são aquelas constituídas de pelo menos 20

peças físicas, sendo excepcionalmente permitida a admissão de peças jurídicas que tenham por objeto as mesmas ou correlatas atividades econômicas das peças físicas, ou ainda aquelas sem fins lucrativos;

b) *Cooperativas centrais ou federações de cooperativas*: são aquelas constituídas de, no mínimo, três cooperativas singulares, podendo, excepcionalmente, admitir associados individuais;

c) *Confederações de cooperativas*: são aquelas constituídas de, pelo menos, três federações de cooperativas ou cooperativas centrais, da mesma ou de diferentes modalidades.

### 2.3 O conceito de empresa cooperativa

A Aliança Cooperativa Internacional (1995) define a empresa cooperativa como uma associação autônoma de peças que se unem, voluntariamente, para satisfazer aspirações e necessidades econômicas, sociais e culturais comuns por meio de uma empresa de propriedade coletiva e democraticamente gerida.

As cooperativas são sociedades que não têm por objetivo somente a busca do lucro. O associado, independente do seu aporte de capital, tem direito a somente um voto nas assembleias. As sobras, ao final de cada exercício social, são distribuídas na razão direta de sua participação na entrega da produção e consumo. Esses fatores tornam o cooperativismo um sistema econômico-social que procura o interesse coletivo da produção e distribuição (Antoniali, 2000).

Deve-se sublinhar, em primeiro lugar, que as cooperativas são empresas privadas de gestão coletiva. Os seus proprietários e responsáveis pela gestão são os próprios usuários, dando a essa empresa características singulares, tanto em

termos de seu funcionamento quanto de sua regulação interna. Desse modo, os sócios não são os capitalistas, como nas outras empresas privadas mas, de acordo com o tipo de cooperativa de que se trate, são os próprios usuários, os que contribuem com a matéria-prima, denominados, assim, de associados.

Nesta organização, a lógica interna de funcionamento não é orientada pelo capital, mas sim, pelos princípios de democracia e solidariedade. Dentro dessa perspectiva, o desempenho destas empresas deve também ser avaliado pelo cumprimento dos princípios doutrinários e não apenas, pela maximização do lucro corporativo.

Como bem observa Lauschner (1989, p. 11), a cooperativa é um:

Organismo técnico, econômico e financeiro, sob a administração coletiva que mantém, na mão dos trabalhadores, toda a gestão e risco e destina ao fator trabalho e para a sociedade global todo o valor agregado depois de pago o juro (ou taxa fixa de arrendamento do fator capital).

Fleury (1983, p. 21-22, *apud* Desroche), define a sociedade cooperativa como uma entidade com três características básicas:

a) *Propriedade cooperativa*: significa que os usuários da cooperativa são seus proprietários e não aqueles que aportam capital;

b) *Gestão cooperativa*: implica na concentração do poder decisório nas mãos dos cooperados;

c) *Distribuição cooperativa*: significa que a distribuição do lucro da cooperativa (sobras líquidas) é feita *pro rata* e proporcionais às operações de cada associado no exercício.

Segundo Antonialli (2000, p. 10):

Tais características conferem-lhe o caráter de 'empresa associada' pois inclui: a associação voluntária de pessoas que constituem uma sociedade e um empreendimento comum pelo qual esta sociedade alcança seus objetivos. Da natureza dessa organização decorrem dois aspectos: o primeiro é que os indivíduos se associam com o propósito de organizar uma empresa comum; o segundo é que ela atenda aos interesses e às necessidades de suas economias individuais.

#### 2.4 Diferenças entre cooperativas e sociedades de capital

A cooperativa é um empreendimento diferente das sociedades de capital encontradas na economia e que visa lucros. Esta forma organizacional está baseada em princípios doutrinários oriundos dos socialistas utópicos e tem como ideário a igualdade, a solidariedade e a liberdade.

Esta origem doutrinária faz com que estas organizações tenham uma arquitetura organizacional diferenciada. Neste empreendimento não se encontra uma propriedade privada, mas sim uma co-propriedade, privada e comum, não com o objetivo de alcançar lucros, porque tem o intuito de oferecer condições, para que cada um dos seus associados possa estabelecer-se com maiores vantagens diante de um mercado oligopolizado (Bialoskorski Neto, 1994) e Zylbersztajn (1994, 1999).

Pinho (1966) distingue cooperativas de empresas de capital por dois pontos básicos: enquanto as empresas cooperativadas colocam em primeiro lugar as pessoas, objetivando, portanto, a prestação de serviços, as empresas de capital priorizam a maximização do capital pela geração de lucros.

Irion (1997) afirma que as cooperativas são uma opção de organização econômica que convive e até mantém negócios com a opção empresarial, já que as empresas de capital ora são clientes; ora são fornecedoras das próprias

cooperativas.

A empresa cooperativa difere da empresa de capital por ter uma relação diferente com os fatores de produção, capital e trabalho. O voto em uma cooperativa é proporcional ao trabalho – a cada homem um único voto – enquanto que, em uma empresa de capital, a decisão é proporcional ao número de ações, isto é, proporcional ao capital de cada investidor.

Enquanto que, na cooperativa, a distribuição do resultado é proporcional à atividade de cada sócio, em uma empresa de capital, esse resultado é dividido proporcionalmente ao capital investido por cada proprietário.

Do ponto de vista do fator de produção remunerado, por exemplo, sociedades de capital e sociedades cooperativas são diferentes. Ao contrário das primeiras que remuneram um capital, as segundas remuneram uma matéria-prima, um trabalho, um bem ou um serviço final.

Ao inverso das demais empresas, a cooperativa não se estrutura visando à acumulação de capital. O capital é necessário à cooperativa assim como nas demais empresas, entretanto a finalidade primeira da cooperativa não é o capital, ou seja, o poder do produtor associado a uma cooperativa não emana do montante de capital que este produtor possui.

No que diz respeito ainda ao capital, sociedades cooperativas e sociedades de capital apresentam diferenças. Para a cooperativa, o complemento financeiro consiste em empréstimos bancários, e os associados podem ser chamados a caucionar estes empréstimos. Nas sociedades comerciais, o capital é fornecido pelos acionistas/investidores.

Enquanto que os direitos dos associados são reduzidos numa cooperativa, nas sociedades comerciais, os acionistas têm direitos absolutos ao capital. Numa

cooperativa, o capital do associado não pode ser transferido ou vendido.

Em se tratando do autofinanciamento, constata-se a existência de uma diferença entre as sociedades cooperativas e as firmas de capital. As sociedades de capital podem tanto distribuir dividendos como reter o lucro, o que, para o acionista constitui, em quaisquer casos, um ganho.

Nas cooperativas, a retenção das sobras não significa necessariamente um ganho de capital para o associado. Conforme colocou Joseph Ballé, quando da realização do *Symposium de Lúgia* (1988), a retenção das sobras é como uma dedução sobre a riqueza criada pelos associados, pode-se compará-la a um imposto sobre o trabalho do produtor e à coletividade cooperativa, para seu próprio desenvolvimento (Rocha, 1999).

Outro ponto fundamental nestes debates é o de que a cooperativa é uma empresa de trabalho com o objetivo de gerar serviços aos seus associados. Isto só será possível de forma consistente, se ela crescer sob alguns preceitos de mercado, de acordo com premissas usuais de maximização de resultados, distribuindo seus frutos após o exercício, de modo a possibilitar os investimentos com capital próprio e exigir dos cooperados associados que mantenham também o nível de eficiência econômica de mercado sem transferir para a empresa cooperativa as suas ineficiências econômicas.

Assim, a empresa cooperativista tem de agir de acordo com a lógica econômica de mercado, tanto para “fora” da organização, como é nítido, mas também para “dentro” da organização, na relação com os seus associados, estas são direções que podem garantir a sua eficiência empresarial e portanto, a sua eficácia social (Bialoskorski Neto, Marques e Neves, 1995).

A cooperativa apresentará uma nítida tendência em sobrepor muitas vezes as suas funções de prestação de serviços ao associado acima da própria eficiência de negócios de mercado, orientando-se muito mais pelos benefícios de curto prazo para os cooperados do que pelo ambiente externo do mercado consumidor. Tais situações não são sustentáveis no longo prazo (OCB, 1997).

Pinho (1986, p. 12) também justificando a relevância do equilíbrio entre o social e o econômico, relata o seguinte:

O fato da cooperativa combinar os caracteres de associação e de empresa acarreta muitas dificuldades aos seus administradores. Se estes priorizarem o aspecto associativo, correrão o risco de encontrar problemas na gestão financeira da empresa; se considerarem apenas o aspecto empresarial, poderão distanciar-se dos cooperados e esquecer as finalidades sociais da cooperativa. O ideal será, evidentemente, o equilíbrio entre ambos os enfoques. Esse equilíbrio poderá ser verificado através da mensuração da atividade social e da atividade econômico-financeira.

A cooperativa é uma associação de pessoas, mas ao mesmo tempo é uma empresa econômica. Durante muito tempo as leis se preocuparam muito em definir a cooperativa em função de seu caráter associativo, porém não levaram em conta suficientemente este outro conceito, este outro ingrediente, que integra a noção de cooperativa, que é sua condição de empresa econômica. Isto é um dos fatos que devem iluminar a reflexão acerca da legislação de cooperativas no futuro (Cracogna, 1997).

## 2.5 A legislação e o ato cooperativo

As primeiras leis sobre o cooperativismo não definiam especificamente o que era cooperativa, nem possuíam dispositivos que atribuíssem forma própria às

mesmas. Confundia-se cooperativa (sociedade de pessoas), com sociedade anônima (Pereira, 1993).

Apenas em 1932, a partir do Decreto-Lei 22.239/32, é que os princípios doutrinários de Rochdale passam a vigorar, legalmente, no Brasil. Desde os anos 30, as cooperativas no Brasil estiveram sob o controle do governo federal, seja pela autorização para serem criadas, seja fiscalizando suas atividades.

Loureiro (1981, p. 136) explica a utilização da cooperativa pelo Estado da seguinte forma:

O sentido histórico da utilização da cooperativa pelo Estado pode ser identificado a partir da percepção da necessidade de promover a expansão da produção agrícola, especialmente de alimentos destinados ao abastecimento das populações urbanas em acelerado processo de crescimento desde a década de 30. Mais recentemente, o Estado tem utilizado a cooperativa como instrumento de modernização da agricultura, isto é, de expansão do capitalismo no campo. Para isso tem-lhe fornecido amplo subsídio sob forma de isenções e créditos especiais.

O Decreto-Lei 22.239/32, foi revogado em 1966 pelo Decreto-Lei 59/66 o qual foi revogado pela Lei 5.764/71, que disciplina a atividade cooperativista até os dias atuais. A lei definiu o regime jurídico das cooperativas, sua constituição e funcionamento, bem como o sistema de representação.

Conforme destaca Polônio (1999, p. 14), além das peculiaridades da organização cooperativa, outras características, expressas pela lei, proporcionam uma distinção mais clara das sociedades cooperativas:

Art. 4.º As cooperativas são sociedades de pessoas, com forma e natureza jurídica próprias, de natureza civil, não sujeitas à falência, constituídas para prestar serviços aos associados, distinguindo-se das demais sociedades pelas seguintes características:

- I. adesão voluntária, com número ilimitado de associados, salvo impossibilidade técnica de prestação de serviços;
- II. variabilidade do capital social representado por quotas-partes;
- III. limitação do número de quotas-partes do capital para cada associado, facultado, porém, o estabelecimento de critérios de

- proporcionalidade, se assim for mais adequado para o cumprimento das obrigações sociais;
- IV. inacessibilidade das quotas-partes do capital a terceiros, estranhos à sociedade;
  - V. singularidade de voto, podendo as cooperativas centrais, federações e confederações de cooperativas, com exceção das que exerçam atividade de crédito, optar pelo critério da proporcionalidade;
  - VI. *quorum* para o funcionamento e deliberação da Assembléia Geral baseado no número de associados e não do capital;
  - VII. retorno das sobras líquidas do exercício, proporcionalmente às operações realizadas pelo associado, salvo deliberação em contrário da Assembléia Geral;
  - VIII. indivisibilidade dos Fundos de Reserva e de Assistência Técnica Educacional e Social;
  - IX. neutralidade política e indiscriminação religiosa, racial e social;
  - X. prestação de assistência aos associados e, quando previsto nos estatutos aos empregados da cooperativa;
  - XI. área de admissão de associados limitada às possibilidades de reunião, controle, operações e prestação de serviços.

A Legislação que, através dos tempos, regulamentou o cooperativismo sempre manteve submissão ao poder governamental. O governo mantinha sobre as cooperativas um controle até exagerado, bem diferente do tratamento dispensado a outras organizações. As disposições da Lei 5.764/71 estabeleceram a interferência estatal sobre o cooperativismo.

Com a promulgação da Constituição Federal de 1988, determinou-se o fim da interferência do Estado nas cooperativas, pela consagração da autogestão do sistema cooperativista brasileiro (Oliveira Júnior, 1992).

A partir desse momento, as cooperativas deixaram de permanecer sob a tutela do governo e passaram a ser monitoradas pelas organizações estaduais (OCE's), federações e centrais de cooperativas. Esse processo de gerenciamento próprio e autocontrole é comumente chamado de autogestão no ambiente cooperativista (Koslovski, 1992).

O modelo de autogestão foi delineado através dos seguintes artigos constitucionais:

Art. 5º. Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza garantindo-se aos brasileiros e estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

XVIII. a criação de associações e, na forma da lei, a de cooperativas independem de autorização, sendo vedada a interferência estatal em seu funcionamento.

Art. 146. Cabe à lei complementar:

III. estabelecer normas gerais em matéria de legislação tributária, especialmente sobre:

c) adequado tratamento tributário ao ato cooperativo praticado pelas sociedades cooperativas.

Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

Parágrafo 2.º. A lei apoiará e estimulará o cooperativismo e outras formas de associativismo.

Art. 187. A política agrícola será planejada e executada na forma da lei, com a participação efetiva do setor de produção, envolvendo produtores e trabalhadores rurais, bem como dos setores de comercialização, de armazenamento e de transportes, levando em conta especialmente:

VI - o cooperativismo.

No texto legal menciona-se o ato cooperativo. Denominam-se atos cooperativos os praticados entre as cooperativas e seus associados, entre estes e aquelas e pelas cooperativas entre si, quando associadas, para a consecução dos objetivos sociais.

As cooperativas não possuem sob o ponto de vista econômico, uma existência autônoma e independente dos seus membros, como ocorre nas sociedades de capital, mas devem existir como organização econômica intermediária, posta a serviço da maior eficiência e eficácia dos cooperados.

As relações econômicas entre os cooperados e a sua empresa são então caracterizadas como ato cooperativo e não como ato comercial, próprio das firmas de capital.

Neste sentido, Polônio (1999) concorda que as operações realizadas pela organização cooperativa com seus associados não constituem operações mercantis. O recebimento de produtos dos associados para posterior produção e venda pela

cooperativa não configura uma compra, mas sim um recebimento em consignação, para uma futura venda em nome dos cooperados, caracterizando, assim, o ato cooperativo.

Dessa forma, o ato cooperativo é a forma legal que regulamenta as relações entre associado e cooperativa, ou entre esta e aquele, não caracterizando contrato de compra e venda de produto ou mercadoria. A responsabilidade pelos atos praticados pela cooperativa é do próprio associado. A cooperativa age em nome desses (Michels, 2000).

As cooperativas são entidades sem fins lucrativos, mas não estão isentas de todos os impostos. A manutenção de uma cooperativa provém do seu quadro social, pelas retenções e contribuições sociais, cujos excedentes são as sobras líquidas do período. O enquadramento das cooperativas como entidades sem fins lucrativos se dá pelo fato destas sobras não constituírem fato gerador de renda e, portanto, sujeitas à tributação.

Essa classificação não é suficiente para enquadrar sob a ótica tributária todas as operações realizadas pelas cooperativas pois, quando a mesma opera fora dos seus objetivos sociais (ato não-cooperativo), a contabilidade deve ser feita em separado e, ocorrendo resultados positivos, eles serão tributados. Desta forma, a condição de entidade sem fins lucrativos é satisfeita somente com relação às sobras geradas no exercício (ato cooperativo).

Nas demais situações, as cooperativas não gozam de qualquer isenção e portanto pagam impostos, taxas e contribuições previdenciárias sobre sua folha de pagamentos.

No caso dos cooperados, se por obra da cooperativa seu padrão de renda foi elevado, incidirão tributos sobre esta renda. Da mesma maneira, as cooperativas

pagam impostos sobre produtos e serviços que comercializam.

Conclui-se, portanto que a isenção tributária diz respeito unicamente aos resultados dos atos cooperativos, estando os demais resultados sujeitos ao pagamento de impostos (Menegário, 2000).

A flexibilização, propiciada pela Lei 5.764/71, possibilita, por exemplo, a participação da cooperativa em sociedades não cooperativas (conforme seu artigo 88). Dessa forma, esta lei tenta abarcar, através da flexibilidade, aspectos de um mercado mais competitivo onde a produtividade e a economia de escala são valores presentes. Os primeiros passos nesse sentido são dados a partir do processo de modernização da agricultura brasileira no qual as cooperativas agrícolas tiveram papel fundamental (Rocha, 1999).

Outra modificação institucional necessária na Lei 5.764/71 é a do artigo que trata dos resultados obtidos pelas cooperativas provenientes de atividades de empresas não-cooperativas controladas por essas organizações. Neste caso, os resultados auferidos devem ser tributados como renda e orientados para os fundos indivisíveis das cooperativas. Dessa forma, esses resultados não podem ser contabilizados nas contas dos associados e nem mesmo distribuídos para os cooperados. Assim, temos problemas nítidos de direito aos resíduos da operação da empresa que impedem as organizações cooperativas de estabelecer incentivos diretos a seus associados por meio da distribuição de resultados. Já que estes são tributados como renda, pois são provenientes de empresas que objetivam lucro e resultados, não há por que impedir sua distribuição para os cooperados da cooperativa controladora (Bialoskorski Neto, 1998b).

A legislação pode contribuir ou dificultar o desenvolvimento do cooperativismo, mas vale ressaltar que, quando o cooperativismo se desenvolve de

forma saudável, isso é mérito fundamentalmente dos próprios cooperativistas, muito mais do que das legislações que regem estas entidades.

Cracogna (1997, p. 139) dá exemplo revelador sobre este aspecto:

É um exemplo, atípico, mas na Dinamarca não existe uma legislação cooperativa específica, e ainda assim, o movimento cooperativo desse país tem alcançado um significativo grau de desenvolvimento, não de agora, mas de muitos anos antes, justamente desde os fins do século passado, quando desenvolveu-se um importante movimento de educação de adultos na Dinamarca. Daí nasceu, de mãos dadas com a educação de adultos, o movimento cooperativista. Não da mão do legislador, não da mão de normas jurídicas mais ou menos convenientes, nasceu das entranhas do povo, como dizia Guide e das mãos da educação. Assim, há de se colocar em seu termo justo, qual a importância da legislação cooperativista, e recordar que, por exemplo na Inglaterra, o país que foi o berço do movimento cooperativo moderno, não existia nenhuma legislação cooperativista e, ainda assim, nasceram e desenvolveram-se de uma maneira saudável e vigorosa, ainda carecendo de uma legislação própria.

Nos países de tradição cooperativa da Europa Ocidental, pode-se verificar que a primeira mudança de caráter precursor, se produziu há quase 25 anos, com uma reforma na lei alemã de cooperativas. A reforma conferiu um caráter mais empresarial às cooperativas, buscando-se uma maior profissionalização e responsabilidade dos dirigentes, inclusive incentivando o processo de capitalização pela mudança na relação um cooperado, um voto. Esta reforma influenciou a legislação cooperativista de toda Europa, como, por exemplo, a nova lei belga de 1991, que praticamente igualou as cooperativas às sociedades comerciais; as leis da França e da Itália de 1992, que introduziram importantes modificações em matéria do financiamento e da capitalização das cooperativas; as leis de várias das comunidades autônomas espanholas onde, no país Basco, encontra-se um importante movimento centrado em Mandragón e na Cataluña, onde houve o reconhecimento de diversas categorias de sócios e novas normas para formação do capital e o financiamento destas organizações (Cracogna,1997).

## 2.6 Estratégias de concentração das cooperativas

Estratégias de cooperativas e empresas privadas não são muito diferentes. Analisando-se as estratégias genéricas descritas por Porter (1986), liderança em custos e estratégias de diferenciação, verifica-se que são utilizadas pelas cooperativas agropecuárias, como também pelas sociedades de capital.

Zuurbier (1997) analisando estratégias de dezoito cooperativas de leite da União Européia e empresas privadas do mesmo setor, encontrou algumas diferenças significativas:

a) Nas duas categorias de empresas, as estratégias tinham como foco a redução de custos, a adição de valor, a expansão geográfica e a segmentação de mercado. Uma diferença encontrada foi no número de fusões e aquisições por um lado e no número de alianças estratégicas do outro. As sociedades de capital realizaram mais fusões e aquisições do que as cooperativas;

b) Os motivos que levaram aos processos de fusão, aquisição e alianças estratégicas foram diferentes. As sociedades de capital argumentaram que seus motivos foram derivados da necessidade de expansão e da melhor eficácia na distribuição dos produtos, enquanto que as sociedades cooperativas enfatizaram os argumentos de eficiência e economias de escala;

c) Detectou-se também uma diferença no comportamento estratégico destas organizações com relação à concentração e o estabelecimento da empresa em mercados locais e outros mercados. Fusões e aquisições foram identificadas como estratégias para os mercados locais, enquanto que alianças estratégicas foram preferidas na atuação em outros mercados.

A pesquisa revelou que a necessidade de agregar valor, a eficiência em custos e a expansão por fusões, aquisições, ou alianças estratégicas exerce uma enorme pressão sobre a capacidade financeira das empresas cooperativas.

A maioria das cooperativas agropecuárias procura garantir o maior preço de venda ao produto de seus cooperados, no curto e no longo prazo. Esta condição gera conflitos evidentes, pois, em muitos casos, investimentos de curto prazo são necessários para garantir os preços de longo prazo.

A cooperativa se obriga a vender toda a produção dos seus cooperados, reduzindo suas chances de obter maiores margens de lucro e, se não processa a produção recebida, acaba fornecendo matéria-prima com baixo valor agregado à indústria.

Quando os mercados estão saturados, as cooperativas são forçadas a optar por estratégias de baixo custo e aumento de eficiência. Enquanto as sociedades de capital permitem, as perspectivas são boas. Mas, a partir do momento que novas empresas surgem no mercado com menores custos, as cooperativas passam a enfrentar um grande problema.

Conflitos também podem ocorrer entre os grupos de associados que tomam decisões na cooperativa. Alguns podem desejar explorar os mercados internacionais, e outros considerar, melhor ou mais barato, a utilização de matérias-primas de processamento local. A resultante é uma competição direta entre os fornecedores da cooperativa e sua organização.

Um outro ponto crítico para as cooperativas é a decisão de entrar em mercados de produtos não relacionados com sua missão original. Para garantir a maior possibilidade de preço de venda aos seus cooperados, as cooperativas

podem estrategicamente diversificar suas atividades operacionais, desde que se avalie, com rigor técnico, o risco a ser assumido.

Resumindo, Zuurbier (1997) levanta pelo menos quatro pontos críticos de natureza estratégica, que impõem desafios à empresa cooperativa:

- a) A capacidade financeira para fusões e aquisições;
- b) As novas empresas com estratégias de custo baixo;
- c) O fornecimento competitivo;
- d) O risco ao diversificar.

Segundo Pinho (1966), as cooperativas sempre acompanharam a tendência agregativa das sociedades de capital, tendo inclusive objetivos comuns, tais como: eliminar os intermediários dos diversos estágios da produção, operar em maior escala, reduzir o custo da mão-de-obra pela mecanização da produção, adquirir plantas fabris complementares, estabilizar as atividades da empresa pela diversificação de produtos, conquistar novos mercados ou novas faixas de consumidores, reduzir os custos administrativos, as despesas de propaganda e de distribuição dos produtos.

Num primeiro momento, a concentração de cooperativas no Brasil ocorreu no âmbito das combinações intercooperativas, ou seja, limitada exclusivamente pela constituição de cooperativas centrais e federações de cooperativas. Somente a partir de 1971, iniciaram-se os processos de fusões e aquisições.

Estrategicamente, as formas de concentrações permitidas pela legislação cooperativista são as seguintes:

- a) *Concentração vertical*: a concentração vertical integra, na mesma unidade, as atividades similares ou complementares de singulares ou centrais. A legislação

cooperativista permite três formas de integração: as centrais, as federações e as confederações;

b) *Concentração horizontal*: a concentração horizontal ocorre quando as cooperativas ampliam suas dimensões nas atividades a que já se dedicavam. A legislação permite três tipos de concentração horizontal: as fusões, as incorporações e os desmembramentos;

c) *Concentração mista*: a concentração mista é a combinação da concentração horizontal e vertical de cooperativas. Se, por exemplo, um grupo de cooperativas singulares fundarem uma central, incorporarem uma outra cooperativa, fusionarem-se com outras cooperativas singulares, e juntarem-se a duas outras centrais no mínimo, estarão constituindo uma confederação;

d) *Diversificação*: é uma estratégia que permite aumentar as potencialidades dos associados por mais opções de produtos e de mercados;

e) *Acordos entre cooperativas*: são combinações realizadas entre duas ou mais cooperativas para realizarem algumas atividades em conjunto (como no caso de *pool* de vendas ou de compras) ou setores mais amplos (como no condomínio de indústrias);

f) *Concentração de cooperativas e sociedades de capital*: este tipo de concentração só é permitida para complementar atividades, cumprir contratos e suprir a capacidade ociosa das instalações da cooperativa. Quando cooperativas de produtores de matéria-prima participam de empresas não-cooperativas para transformar suas matérias-primas em produtos acabados, tem-se um exemplo deste tipo de concentração;

g) *Complexo cooperativo multinacional ou hipercooperativas*: os complexos cooperativos multinacionais realizam suas operações de fabricação e comercialização em mais de um país, assumindo proporções de hipercooperativas.

## 2.7 Vantagens da empresa cooperativa

As cooperativas constituem-se em um modelo de organização diferente das empresas de capital, podendo se transformar em uma alternativa de gerir os negócios no mundo capitalista, principalmente no que se refere à distribuição de renda no campo de forma mais eqüitativa, uma vez que pode promover a agregação de valor aos produtos agrícolas e aumentar o poder de barganha do produtor rural em mercados relativamente imperfeitos.

Segundo Michels (2000), para que uma cooperativa tenha, de fato, condições de oferecer vantagens aos associados, é necessário que ela seja revestida de três características:

- 1) Auto-ajuda;
- 2) Auto-responsabilidade;
- 3) Autodeterminação democrática.

Desde os primórdios, o cooperativismo baseia-se no princípio da auto-ajuda. Embora qualquer empresa, que não seja individual, seja baseada no pressuposto de que a associação de pessoas auferir vantagens individuais pelo sinergismo de esforços e capacidades, é no cooperativismo que essas vantagens ficam mais evidenciadas. A auto-responsabilidade é decorrência do ato cooperativo, com certeza, a maior distinção entre uma sociedade cooperativa e outros tipos de

sociedades. A autodeterminação democrática em cooperativas baseia-se no princípio de que cada associado representa um voto, independente do capital que cada associado detenha na sociedade.

Schneider (1984) afirma que o cooperativismo deve praticar, de maneira autêntica, os valores e princípios cooperativos, principalmente elevando as condições materiais de vida pela melhoria da renda dos seus associados.

Em algumas regiões do Estado de São Paulo, análises estatísticas comprovam que, para cada 10% de aumento na proporção de cooperados, há um provável aumento médio de 2,5% na renda dos produtores rurais da região. Onde há a presença das cooperativas, há também melhores preços para os produtos agrícolas e preços mais baixos nos insumos demandados pelos produtores rurais, estas diferenças podem ser significativas e beneficiam toda comunidade rural (Bialoskorski Neto, 1998h).

A melhoria da renda média do produtor rural também está relacionada ao aumento da produtividade alcançado nos empreendimentos agropecuários, assistidos por cooperativas. O Censo Agropecuário de 1985 mostra uma relação interessante entre o percentual de propriedades rurais vinculadas a cooperativas e a produtividade da terra.

Nos Estados com maior número de estabelecimentos vinculados a cooperativas (Rio Grande do Sul, 49%; Santa Catarina, 42% e Paraná, 38%), registram-se também maiores níveis de produtividade da terra. Por outro lado, os Estados do Nordeste, com menor número de propriedades vinculadas a cooperativas (Ceará, 8% e Rio Grande do Norte, 10%), apresentam baixa produtividade da terra.

Zuurbier (1997) analisa os motivos que levam um produtor a entrar em uma cooperativa, dentre os quais destaca:

a) *O acesso aos mercados*: o produtor, individualmente, tem oportunidades limitadas para entrar no mercado. Cooperando, o poder de mercado aumenta e o acesso aos mercados é viabilizado;

b) *A economia de escala*: cooperando, o produtor individual pode ter escala de operação que possibilite operar com custos menores;

c) *O acesso a recursos*: cooperando, o produtor pode ter acesso à informação, tecnologia, fontes de capital a custos menores, melhorando o desempenho do negócio;

d) *A pulverização do risco*: o produtor individual pode investir sozinho em tecnologia e novos processos. Contudo, cooperando, os riscos destes investimentos são diluídos;

e) *Os motivos ideológicos*: o produtor individual pode entrar numa cooperativa por motivos ideológicos, por causa de sua crença no fato de que a solidariedade entre produtores pode ajudar a todos e aumentar o bem-estar comum.

Cooperativas agrícolas devem explorar especialmente as suas vantagens relacionadas ao contato direto com os produtores rurais e conseqüentemente sua maior capacidade de coordenação da cadeia de suprimentos, aspecto que pode ser interessante para empresas mais focadas em estágios de processamento e distribuição de produtos para consumidores finais (Lazzarini e Bialoskorski Neto, 1998).

Segundo Bastiani (1991, p. 26):

Outra vantagem comparativa que a agroindústria cooperativa oferece é a de mais alto retorno para o produtor rural. Estes retornos mais elevados devem-se à existência de sobras as quais são pagas (distribuídas) aos associados, de acordo com a sua participação nas operações de compra e venda com a cooperativa, além do preço de mercado recebido no momento da venda dos produtos agrícolas. O resultado líquido do exercício pertence aos associados que, ao mesmo tempo, assumem entre outros papéis os de usuários e fornecedores de matérias-primas (produtos agrícolas) à cooperativa.

O empreendimento cooperativista também é superior a outras formas de organização, quando viabiliza o desenvolvimento da empresa particular de cada associado, prestando serviços e oferecendo condições para o desenvolvimento destas unidades de trabalho eficientes e autônomas sem prejuízo da necessária liberdade de cada cooperado.

Finalmente, evidencia-se uma nítida vantagem das cooperativas no papel de coordenação, de uma cadeia de processos em um ambiente de negócios em constante transformação, como é o caso dos sistemas agroindustriais no segmento das cooperativas agropecuárias (Bialoskorski Neto, 1997).

## 2.8 Problemas da empresa cooperativa

As cooperativas agropecuárias, maior segmento do cooperativismo brasileiro, vêm enfrentando dificuldades para se adaptarem ao novo ambiente dos negócios. A sua sobrevivência depende da sua competitividade, e para isso, elas precisam profissionalizar sua gestão, reduzir custos, rever seus estatutos, exigir eficiência e fidelidade dos cooperados e principalmente evitar que interesses políticos interfiram no processo decisório, prejudicando o desempenho econômico e social da sociedade.

O grande desafio das cooperativas é encontrar o equilíbrio entre o interesse econômico, social e político dos seus associados. O interesse econômico reside no crescimento mútuo do patrimônio líquido do associado e da cooperativa; o social está ligado aos serviços que os associados e suas respectivas famílias recebem da cooperativa, e finalmente, o político, que leva às disputas internas pelo poder, como também à representatividade da cooperativa e de seus associados perante a comunidade. Administrar esses interesses é uma tarefa difícil e complicada, e muitas cooperativas estão perdendo espaço para seus concorrentes, por não conseguirem equilibrar satisfatoriamente esses interesses (Antoniali, 2000).

Rodrigues (1997) entende que as cooperativas com suas características peculiares compõem o único setor da economia cuja doutrina tem sua ênfase no equilíbrio entre o econômico e o social e tem-no como o seu primeiro problema frente à globalização, pois elas terão de ser eficientes e competitivas. Isto implicará necessariamente aprimoramento de gestão, redução de custos, demissão de funcionários, demissão de maus cooperados e tratamento diferenciado para os associados em função do tamanho, eficiência e reciprocidade.

Com as pressões impostas nesse novo ambiente, seja pelo mercado, seja pela ação regulatória do Estado, o cooperativismo foi desafiado a adaptar-se urgentemente, antes que perdesse sua importância efetiva como sistema econômico de produção e ou de prestação de serviços.

Para conseguirem sobreviver, as cooperativas tiveram de enfrentar o enorme desafio de agir como empresas privadas no mercado, além de terem que preservar suas relações com os cooperados, que são, ao mesmo tempo, donos, clientes e fornecedores (Dornelas, 1998).

Na opinião de Koslovski (1998), as cooperativas agropecuárias, para sobreviverem neste novo ambiente competitivo, deverão desenvolver estratégias que lhes permitam inserir-se nesse contexto de modernização, analisando três aspectos importantes: o mercado, a empresa e o campo.

No tópico mercado, deverão analisar a concorrência na comercialização de insumos e na comercialização de produtos. Para reduzir custos deverão utilizar plenamente as capacidades instaladas, estabelecer parcerias na aquisição de matérias-primas e aumentar a escala.

No tópico empresa, deverão rever os aspectos organizacionais internos, gestão de recursos humanos, físicos e financeiros, processos e métodos de trabalho e sua otimização na busca da produtividade e da qualidade total; para isso, devem ser realizadas integrações, parcerias e fusões.

No campo, as estratégias deverão contemplar o desenvolvimento dos cooperados, encarando-os como unidades produtivas descentralizadas da cooperativa, com gestão e capital próprios.

Historicamente, as décadas de 60 e 70 foram marcadas por vários incentivos do governo federal à agricultura, sendo boa parte destes incentivos transferida aos produtores rurais pelas cooperativas. Como agentes importantes na condução da política agrícola do governo federal, as cooperativas não só tinham amplo acesso ao crédito subsidiado, mas também repassavam parte do crédito do governo aos seus associados.

O repasse das linhas de crédito do governo e da própria cooperativa para os associados foi importante para suprir a falta de recursos necessários ao financiamento das safras agrícolas, como também contribuiu para aumentar a participação dos associados em suas cooperativas.

Com a redução da disponibilidade de crédito rural pelo governo, várias cooperativas decidiram financiar seus cooperados com recursos próprios. Esta atividade aumentou o risco operacional das cooperativas, pois, em períodos de frustração de safras e conseqüente queda da receita dos associados, o índice de inadimplência aumentava dramaticamente.

Como as garantias dos empréstimos dos associados na cooperativa nem sempre tinham boas garantias legais, as cooperativas tiveram de administrar altos índices de inadimplência no início da década de 90. A falta de liquidez dos créditos das cooperativas aumentou ainda mais o seu endividamento devido à necessidade de buscar capital de terceiros a custos financeiros elevados para tentar equilibrar uma situação de insuficiência de caixa.

De acordo com Bialoskorski Neto (1998g), o cooperativismo agropecuário talvez tenha sido o que mais sofreu com todas as mudanças na economia, já que as modificações do ambiente econômico também influenciaram padrões de política agrícola e de competitividade, afetando diretamente todas as cooperativas agropecuárias. O afastamento do Estado de suas funções tradicionais – assistência técnica, política de preços mínimos e crédito – levou a um aumento do passivo de curto e de longo prazo das cooperativas.

A profissionalização da gestão da cooperativa, determinando de forma clara o limite entre a propriedade e o controle, é fundamental para o êxito dos negócios, mas, por outro lado, exige um compromisso em resguardar os direitos do associado quanto à certeza de que a cooperativa esteja sendo administrada de acordo com a vontade da maioria e de forma eficaz (Anais do XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo, 1997).

Um outro ponto a destacar é a dificuldade que as cooperativas enfrentam para tomar decisões. Segundo Rocha (1999):

O funcionamento da democracia cooperativa e a participação dos associados tendem a tornar lento o processo de tomada de decisão. Esta é uma dificuldade que a cooperativa enfrenta e é decorrente da especificidade do princípio democrático que regulamenta as instituições cooperativas. No contexto econômico atual a rapidez das decisões é um elemento importante, não somente de eficácia, mas também da própria sobrevivência da empresa.

O princípio de votação pressiona o processo de decisão. O custo, a qualidade e o tempo do processo de decisão excedem a capacidade e a competência do conselho da cooperativa. Quanto maior o quadro de associados pode-se dizer que é pior, ou mais desafiante a necessidade de comunicação de visões de futuro, estratégias, novos planos de investimento, novos procedimentos e novas ações. Uma alternativa encontrada pelas grandes cooperativas foi manter a estrutura de tomada de decisão a uma certa distância das unidades operacionais. A reestruturação das tradicionais cooperativas tem sido implementada na maioria das grandes cooperativas de produtores de leite da Europa. O resultado em todos os casos é uma separação entre propriedade no nível estratégico e administração no nível operacional (Zuurbier, 1997).

Nesse sentido, Rocha (1999) acredita em que as cooperativas, para atenderem as condições do mercado, impõem aos seus associados condições de produção cada vez mais distantes dos princípios cooperativos. A solidariedade cooperativa (coesão entre os cooperados e a cooperativa) encontra limites cada vez mais difíceis de ser transpostos. A complexidade dos novos grupos cooperativos que se estão formando dificulta a participação dos associados, afastando-os gradualmente das atividades e decisões estratégicas. À medida que a pirâmide se eleva, o risco de se perder o contato com a base também cresce.

Jager (1992) apontou vários problemas nas cooperativas agropecuárias brasileiras, denominando-os de "quatro perigos", ou sejam: a ingerência política, o oportunismo dos cooperados, a ingerência dos concorrentes e o paternalismo.

Especificamente, com relação ao oportunismo dos cooperados, Zylbersztajn (1994, p. 31) o explica da seguinte forma:

Como o cooperado também é um cliente da cooperativa, existe forte tendência de definição de posições de negócios que o beneficiem, em detrimento da corporação. Por ser o acesso às sobras menos importante do que a renda da venda do produto, o comportamento do cooperado reflete ação oportunista, pressuposto da Economia dos Custos de Transação. Não é correta a suposição de que este pressuposto deixa de existir pelo fato de se tratar de empresa cooperativa. A impossibilidade de sair do negócio sem perdas, diferente das empresas não-cooperativas, também cria condição de pouca atratividade para o cooperado investir em empresas dentro da estrutura da cooperativa. Finalmente, os elevados custos de negociação, que caracterizam o processo de tomada de decisões nas cooperativas, geram situação menos competitivas para esse tipo de corporação. Pequenas e grandes cooperativas tendem a reorganizar suas estruturas de modo a lidar com tais desafios. Completa separação entre propriedade e controle é demandada pela crescente presença de profissionais contratados no mercado, com experiência em gerenciamento de corporações não-cooperativas.

Ainda sobre a separação da propriedade e controle, Jank (1997) assinala que as cooperativas têm enfrentado muitas dificuldades para administrar este conflito, o que tem levado freqüentemente a atitudes populistas que resultam em decisões que agradam a maioria no curto prazo, mas prejudicam fortemente a sua inserção competitiva futura no mercado.

A cooperativa deve orientar-se para o mercado, mudando o enfoque de vender tudo o que o cooperado produz, para produzir o que o mercado realmente está demandando. É fundamental, portanto, a cooperativa saber identificar o seu *corebusiness* (negócio essencial) e focar-se exclusivamente nele.

É necessário romper definitivamente com mitos e tabus que ainda prevalecem no meio cooperativista, apresentando as cooperativas como entidades

assistencialistas que devem prestar serviços sociais a qualquer custo, em vez de buscar uma eficaz gestão econômica.

Meireles (1981) analisa os problemas do cooperativismo pelo modelo teórico proposto por Henri Desroche, que distingue quatro grupos de pessoas na cooperativa e suas formas de ruptura: os cooperados, os dirigentes, os gerentes profissionais e os empregados.

As rupturas acontecem metaforicamente por meio de forças centrífugas e centrípetas que levam cada grupo a se dividir entre solidariedade cooperativa e outros tipos de solidariedade externa, definidos a seguir:

- a) Coligação dos dirigentes contra as bases;
- b) Ruptura entre agricultores e indústrias;
- c) Isolamento dos dirigentes e dos cooperados;
- d) Rompimento dos quatro grupos.

Dessa forma, os cooperados poderão apoiar a cooperativa ou as reivindicações de outros produtores organizados em sindicatos (solidariedade dos produtores).

Os dirigentes poderão ter pretensão a mandatos nos órgãos de representação máxima do cooperativismo, ou buscar notabilidade local (solidariedade política). Os gerentes profissionais manterão vínculos com a sua classe tecnocrática e defenderão a ideologia predominante de sua escola de formação (solidariedade tecnocrática). Finalmente, os empregados, na defesa de seus interesses, estarão protegidos pelos seus sindicatos (solidariedade sindical).

Em grande parte, os processos de ruptura se originam pela falta de informações, que têm contribuído para a baixa participação dos associados nas Assembléias Gerais. Cruz Filho (1995) pesquisando a importância da informação

contábil como fator de estímulo à participação do cooperado no processo decisório das cooperativas, chegou às seguintes conclusões:

- A participação dos cooperados nas assembleias gerais ordinárias e extraordinárias apresentou índices menores que 10%;
- Nas decisões mais importantes em que os associados deveriam ser consultados, 50% declaram não ser consultados;
- Para os associados entrevistados, 62% declaram não haver independência e autonomia dos membros do conselho fiscal;
- É difícil para o conselho fiscal desenvolver suas funções, uma vez que seus membros não dispõem de técnicas adequadas e principalmente, de conhecimentos básicos de contabilidade e administração. Esta é uma opinião unânime dos 68% dos associados entrevistados;
- Perguntando aos associados entrevistados, que tipo de informação eles gostariam de receber da cooperativa, constatou-se que 31,30% gostariam de saber o valor do seu capital e a forma de aumentá-lo; 28,60%, a situação da cooperativa e o seu balanço; 26,80% gostariam de saber antecipadamente o preço e como melhorar a qualidade do leite; e 14,30% gostariam de saber qual o valor do salário da diretoria;
- Observou-se que não há, por parte das cooperativas, preocupação em informar ao agricultor, quando se associa, a importância do capital para a cooperativa. Este aspecto é manifestado por 75% dos associados entrevistados, bem como 83% não têm informações de como se processa o aumento do capital, e 88% gostariam de saber como se processa.

O maior desafio das cooperativas é descobrir o sentido original e puro da cooperação para tentar superar os limites e restrições impostos pelo ambiente globalizado, transformando ameaças em oportunidades por um eficiente sistema de informações gerenciais. A capacidade de se antecipar ao mercado será, sem dúvida, o principal diferencial competitivo das cooperativas agropecuárias.

Conclui-se, tomando de empréstimo as palavras de Roberto Rodrigues (1997, p. 12):

Sem cooperados não há cooperativa e sem cooperativa sólida não há futuro para os cooperados. É, sem dúvida, o grande desafio atual do cooperativismo, conciliar os seus princípios doutrinários (baseados na solidariedade, igualdade, fraternidade e liberdade) com o espírito competitivo acirrado da livre concorrência, no qual se inserem as cooperativas em suas relações com o ambiente externo. O desafio deste equilíbrio é longe de ser trivial e, crescentemente, se colocará em maior ou menor dimensão para todos os ramos do cooperativismo.

## 2.9 Capitalização e financiamento das cooperativas agropecuárias

Lauschner (1984), em pesquisa realizada sobre as diferentes formas de capitalização de cooperativas agropecuárias, observou que inicialmente a capitalização se dá via admissão de associados, pela subscrição de quotas-partes de capital, integralizado no mesmo ano ou ao longo de determinado período.

Uma outra forma utilizada pela empresa cooperativa é a captação de recursos próprios pela apropriação das sobras líquidas auferidas no exercício que não foram distribuídas aos associados por decisão da Assembléia Geral.

O autor destaca que a forma mais eficiente de formação dos recursos próprios em cooperativas é a realizada pela criação de fundos indivisíveis, sustentados pela retenção de um percentual sobre o volume de operações dos associados.

Na atividade agropecuária, todo esse processo é mais complexo, dado que, além das imperfeições existentes no mercado, sua atividade está sujeita aos fatores climáticos (imprevisíveis e incontroláveis).

Além das incertezas provenientes dos fatores climáticos, as cooperativas que atuam no setor agropecuário financiam seu quadro de associados com seus escassos recursos próprios.

Esta decisão aumenta o risco operacional das cooperativas, pois, em períodos em que as safras dos produtores não são capazes de gerar um nível de receita suficiente para cobrir suas obrigações para com a cooperativa, o índice de inadimplência aumenta acentuadamente.

A inadimplência diminui a liquidez da cooperativa, aumentando seu nível de endividamento, em que a necessidade de zerar seu déficit de caixa leva a organização a captar recursos de terceiros no mercado financeiro, geralmente a um custo muito alto.

Sem capital próprio, a cooperativa perde a autonomia e a independência. Em muitos casos, no Brasil, os membros do conselho de administração precisam conceder aval aos empréstimos da cooperativa, porque esta não tem recursos próprios, ou seja, o patrimônio líquido é insuficiente para financiar seus investimentos operacionais (Masy, 1982).

Gava (1972) chegou à mesma conclusão quando, analisando a estrutura patrimonial de cooperativas agropecuárias, concluiu que a insuficiente formação de capital próprio (autofinanciamento) é o principal entrave ao desenvolvimento econômico e social das cooperativas. Dessa forma, a dependência de recursos externos é relevante fonte de financiamento para seu crescimento.

A estrutura de capital das empresas cooperativas apresenta algumas particularidades que não estão presentes em firmas de capital. As cooperativas são controladas pelos associados, que são os donos delas e recebem os benefícios gerados pelas cooperativas de acordo com a sua utilização.

Para Barton (1988), estes princípios básicos indicam diferenças na organização e em sua estrutura de propriedade e controle. Os direitos de propriedade nas cooperativas são definidos de forma igualitária, ou seja, pelo princípio de cada homem, um único voto, o que faz com que o processo decisório seja muito mais custoso do que em firmas de capital onde esse direito deriva da participação proporcional ao capital.

Dos Anais do XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo (1997, p. 73), destacam-se as principais conseqüências da incompleta divisão dos direitos de propriedade e controle para as sociedades cooperativas:

Em uma cooperativa o associado é ao mesmo tempo "agente" e "principal" da mesma relação contratual. Isto é, o associado tem a possibilidade de se "autocontratar" para as fases seguintes do processo produtivo, administrativo, ou de prestação de serviços, determinando, em última análise, através da participação e gestão, os preços, custos, e a estrutura de serviços que este mesmo associado vai usufruir. Esta situação é decorrente da não divisão entre a propriedade e o controle em sociedades cooperativas, isto é, o mesmo "ator" econômico não apenas é aquele que toma a decisão gerencial como também vai exercer o controle posterior sobre as conseqüências desta mesma decisão, possibilitando a ocorrência de desvios no processo de gerenciamento da empresa. Dado que, por princípio, as relações contratuais entre os atores na economia estão sempre sujeitas ao "oportunismo", estes tenderão sempre a maximizar os seus ganhos individuais, mesmo que estes ganhos de curto prazo venham interferir negativamente na performance de longo prazo da sua empresa. Também se pode identificar freqüentemente o comportamento "oportunista" contratual nas relações de negócios entre o associado e a sua cooperativa. Quando as condições da cooperativa são melhores que o mercado o associado transaciona com a cooperativa, mas quando por algum motivo este estímulo não existe, o cooperado logo passa a transacionar com as empresas concorrentes, seja comprando, vendendo, ou prestando serviços, mesmo que isto venha a ocorrer em detrimento da sua cooperativa, e em última análise, em seu prejuízo próprio de médio e longo prazos. Uma cooperativa só será uma empresa eficiente se, entre outros fatores, também for formada de agentes econômicos, sejam produtores e/ou profissionais, eficientes e com algum nível de educação cooperativa e fidelidade para com sua empresa.

Fulton (1995) afirma que os direitos de propriedade, definidos como o direito e o poder de obter renda, consumir ou alienar determinado ativo em uma cooperativa, não estão separados do controle da organização, em que os associados não podem apropriar-se do lucro residual.

O autor acredita que o futuro da organização cooperativa depende de uma nova arquitetura institucional que estabeleça uma diferente relação entre propriedade e controle, um maior incentivo à eficiência, o monitoramento das ações dos agentes e principais da relação contratual, relações contratuais mais estáveis e, finalmente, menores custos de coordenação, de transação e de governança corporativa.

Na realidade, os associados podem ter a propriedade das quotas-partes do capital que integralizaram na cooperativa, somente quando da sua saída e com a anuência do conselho de administração da cooperativa. Observa-se que não existe a possibilidade de transação desses papéis, devido ao fato de cada quota dar direito a um só voto e dos resultados serem distribuídos proporcionalmente às operações e não de acordo com a participação do capital na cooperativa (Bialoskorski Neto, 1998d).

Outro fator de desestímulo à comercialização das quotas-partes é a sua remuneração. Pelos princípios doutrinários, ela será corrigida por uma taxa fixa de 12% ao ano, se assim determinarem os estatutos, não espelhando o crescimento do capital investido pela cooperativa ao longo dos anos. Esse último fator, aliado à não-sujeição à falência, pode dificultar a obtenção de empréstimos nas instituições financeiras.

Com relação à não-sujeição à falência, cabe lembrar que as cooperativas podem extinguir-se por um processo denominado “dissolução”, o qual pode ser

judicial ou extrajudicial e que obedece a uma série de formalidades legais denominadas “liquidação” (Menegário, 2000).

Percebe-se que ainda não existem incentivos, para que as cooperativas possam capitalizar-se, crescer e buscar uma situação de eficiência econômica, em que seu associado possa investir no negócio e ter garantias do retorno sobre o resíduo das operações.

Cooperativas agropecuárias, por apresentarem fortes limitações ao aporte de capital próprio, têm uma tendência de apresentar uma estrutura de capital baseada na utilização intensiva de capital de terceiros.

Esta característica não seria propriamente um aspecto negativo, se os custos deste financiamento não fossem superiores ao retorno propiciado por suas operações com os associados (Gozer, 2003).

Além da falta de flexibilidade em gerar ou captar recursos próprios, as cooperativas agropecuárias têm uma estrutura de alto risco financeiro, devido à existência de ativos específicos.

Um determinado ativo é específico, quando ocorre perda de valor, quando é direcionado a usos ou usuários alternativos. As cooperativas agropecuárias apresentam um nível elevado de especificidade locacional dos ativos, porque seus investimentos normalmente são direcionados a um determinado grupo de cooperados definidos regionalmente.

Existem outros tipos de especificidade de ativos, tais como a especificidade física, quando determinado atributo de qualidade é requerido, a especificidade temporal, quando os produtos utilizados como matéria-prima ou produto acabado são perecíveis e a especificidade humana e dedicada, quando uma planta ou um

processo produtivo atende apenas um ou um grupo particular de clientes (Williamson, 1988).

A especificidade dos ativos tem influência sobre as decisões de financiamento, pois investimentos específicos demandam maior participação de fontes de recursos que garantam maior controle e maior poder de adaptabilidade às crises e diversos contratempos que podem ocorrer no mercado. Os recursos próprios têm esta característica, uma vez que os fornecedores de recursos de terceiros são pouco tolerantes à instabilidade produzida pelo mercado e portanto irão demandar um retorno certo de acordo com as cláusulas contratuais pré-estabelecidas (Bialoskorski Neto e Marques, 1998).

Quando a cooperativa agropecuária cresce e se exige um melhor desempenho desta empresa e dos seus cooperados na busca da sobrevivência em um mercado competitivo, o ambiente externo e as decisões dos dirigentes conduzem a cooperativa a uma maior especialização de suas atividades, incrementando os custos de transação, que estarão embutidos nas taxas de juros cobradas pelos empréstimos bancários no mercado financeiro.

A teoria da Nova Economia Institucional por meio de sua vertente, a Economia dos Custos de Transação, cuja maior contribuição foi dada por Williamson (1985) propõe a abertura do capital das cooperativas como uma forma de capitalização alternativa, que reduziria os custos de transação.

O processo de desmobilização de parte dos ativos das cooperativas agropecuárias, bem como os estudos para abertura do seu capital, podem ser explicados por esta nova teoria econômica, que visualiza a sociedade cooperativa com alta especificidade de ativos, altos custos de transação e altos custos de agenciamento entre os seus proprietários e gestores.

Isto se deve à necessária estrutura de participação pelas assembleias gerais e aos altos custos de governança financeira que ocorrem em seu processo de capitalização. Todos estes fatores fazem com que a adaptação das sociedades cooperativas ao mercado seja lenta e de alto custo (Bialoskorski Neto e Marques, 1998).

A teoria do agenciamento (Jensen e Meckling, 1976) acaba complementando a teoria da Nova Economia Institucional, quando explica como a abertura do capital das cooperativas propicia o monitoramento dos seus dirigentes pelo mercado financeiro. O mercado financeiro está atento às decisões dos dirigentes pelo mecanismo neoclássico de preços, advertindo a organização, quando seu desempenho for diferente daquilo que foi contratado, produzindo maior eficiência econômica em todo sistema.

As cooperativas agropecuárias, por terem ativos com forte especificidade e dificuldades em financiar seu processo de expansão com recursos próprios, ficam na dependência extrema de empréstimos bancários, apresentando elevados custos de transação e agenciamento.

Bialoskorski Neto (1998h, p. 17-35), em um texto sobre governança e perspectivas do cooperativismo, propõe os seguintes aspectos a ser considerados no estudo da modificação dos padrões de governança do cooperativismo agropecuário:

a) É necessário intensificar a separação entre a propriedade e o controle por meio da profissionalização da gestão;

b) O conselho de administração deve garantir o cumprimento do planejamento estratégico e das funções sociais da cooperativa;

c) O conselho fiscal deve assumir o monitoramento e orientar a auditoria periódica na cooperativa com o auxílio de profissionais experientes;

d) Deve-se ajustar as relações contratuais entre associados e a cooperativa de forma a possibilitar novos padrões de fidelidade e de cooperação;

e) Permitir transações e transferência dos direitos de propriedade (quota-parte), fazendo com que o direito às sobras da cooperativa, por parte dos cooperados, seja nítido e transparente;

f) Modificar o ambiente institucional, de forma a propiciar uma forma distinta de organização de auditoria e monitoramento do próprio sistema para garantir a eficiência econômica e a eficácia social das cooperativas;

g) Ajustar a legislação para permitir uma nova relação entre os fatores produtivos, permitindo a abertura de capital das cooperativas.

Antes mesmo das questões de governança financeira, as cooperativas agropecuárias brasileiras têm enormes dificuldades em captar recursos de terceiros devido ao insucesso de várias cooperativas.

A situação de insolvência sinaliza ao mercado que a sociedade cooperativa é um cliente com alto risco de crédito e conseqüentemente o agente financeiro irá cobrar pelos recursos uma taxa de juros mais alta, além de exigir um nível maior de garantias e, no limite, não emprestar os recursos (Zylbersztajn, 1999).

A situação pode ficar ainda pior, quando a cooperativa, além de buscar os recursos para o seu financiamento, muitas vezes, é obrigada pelos princípios que a constituem a financiar o associado na aquisição dos seus produtos ou na venda de

insumos agropecuários. Como a inadimplência nesta atividade é alta, a situação de liquidez se deteriora e a imagem da organização fica comprometida perante o mercado.

Embora o capital próprio seja o mais interessante para as cooperativas agropecuárias sob o ponto de vista dos custos de transação, à medida que a organização cresce, este recurso fica mais escasso, além das pressões decorrentes da governança financeira, agravadas pelo aumento do tamanho, geralmente aumentando ineficiências e reduzindo as sobras geradas pelas operações.

Parliament e Lerman (1993), analisando a estrutura de capital das cooperativas agropecuárias, observaram que, quando as cooperativas crescem, há uma diminuição da proporção do capital próprio em relação ao capital de terceiros e uma maior dificuldade na relação com os agentes financeiros para contratar novos empréstimos.

A relação entre o tamanho da cooperativa e suas dificuldades financeiras foi comprovada também por Moller, Feathostone e Barton (1996), quando descobriram em investigação empírica, que nas cooperativas pequenas, a principal dificuldade são os baixos retornos dos seus ativos operacionais e, nas grandes, o alto nível de endividamento e as altas taxas de juros cobradas nos empréstimos bancários.

Ao se analisar as fontes alternativas de capitalização e financiamento para as cooperativas agropecuárias, deve-se mensurar também o custo de cada fonte, principalmente aqueles relacionados à atração de novos investidores e à perda dos benefícios fiscais.

Com relação ao cálculo do custo das fontes de capital das cooperativas agropecuárias, Gimenes (1999) constatou que 70,73% não o fazem. Geralmente o custo do capital próprio é subestimado pelos gestores, o que facilita a aprovação de

projetos de investimento com baixas taxas de retorno, além de provocar um excesso de investimentos.

Uma alternativa exequível para as cooperativas agropecuárias seria deixar o próprio mercado determinar o custo do seu capital próprio. Isto se daria por modificações na legislação cooperativista, permitindo a negociação das quotas-partes e a definição de uma política de distribuição de sobras que restituiria o capital social investido. Para remunerar o capital investido deveria evitar-se a alocação das sobras para os denominados fundos indivisíveis, pois esta decisão torna nulo o custo do capital próprio e estimula investimentos em projetos cuja taxa de retorno estão abaixo do custo médio ponderado de capital, já que o mesmo é subvalorizado. Estas medidas contrariam os princípios do cooperativismo, mas devem ser consideradas, quando se buscam ganhos de eficiência em todo sistema (Bialoskorski Neto e Lazzarini, 1998).

É um desafio para as cooperativas agropecuárias buscar formas de captar recursos próprios para financiar seus projetos de expansão e, se for o caso, reduzir os obstáculos para a captação de recursos de terceiros.

Contribuiria muito para superar este desafio a promoção de incentivos organizacionais que permitissem uma troca mais eficiente dos direitos de propriedade sobre os resíduos.

Por não terem ações negociadas em bolsa de valores e receberem pressões por parte dos associados para distribuir as sobras, as cooperativas agropecuárias dependem da geração operacional de caixa e de recursos de terceiros para financiar suas necessidades de capital de giro e de imobilizações. No entanto, quando a pressão dos associados não é tão grande os gestores preferem utilizar os recursos internos existentes nos fundos e reservas.

O capital social, além de ser uma fonte de recursos operacionais, é também uma medida de interesse dos associados por suas cooperativas. Os associados, como qualquer investidor, comparam a taxa de retorno marginal dos investimentos adicionais na cooperativa com outras fontes alternativas de investimentos, definindo um custo de oportunidade para seu capital (Requejo, 1997).

Quando a cooperativa agropecuária não tem um programa de restituição do capital social, o retorno marginal do capital investido pelo cooperado é baixo, dificultando qualquer tentativa de captar capital adicional, principalmente dos novos associados.

Segundo Requejo (1997):

A falta de programas de restituição do capital levou vários Estados dos Estados Unidos a incluírem em sua legislação períodos máximos para restituir o capital social. Os planos de restituição do capital social asseguram o retorno dos recursos investidos pelos associados que investiram na cooperativa e forneceram capital de acordo com o seu uso em anos anteriores. No caso do Brasil, entretanto, a maioria das cooperativas não possui planos específicos de restituição do capital social.

O problema da restituição do capital social é um fator de entrave ao crescimento das cooperativas. Quando o capital social é restituído de forma a remunerar o associado, a cooperativa tem menores entradas de caixa e isto pode alterar sua estrutura de capital.

Não existe justificativa válida para uma cooperativa reter qualquer forma do seu resultado em fundos e reservas indivisíveis. As sobras devem pertencer aos cooperados, porque são os proprietários da cooperativa. Além do mais, o argumento de que a cooperativa deve reter parte dos resultados em fundos e reservas para proteger-se contra eventuais crises de liquidez não se justifica, porque se pode conseguir esta mesma proteção por um plano a longo prazo de restituição do capital

social, mesmo porque os fundos e reservas exigidos pela lei já oferecem parte destes recursos (Fisher, 1989).

Ainda com relação à alocação das sobras líquidas, parte delas deve capitalizar o FATES (Fundo de Assistência Técnica e Educacional) e a Reserva Legal, de acordo com a legislação cooperativista e recomendação da ACI – Aliança Cooperativa Internacional.

Após a alocação das sobras líquidas aos fundos e reservas determinados por lei, o restante dos recursos tem destinação aprovada em assembléia geral, que normalmente decide por capitalizar a cooperativa, o que significa apropriar-se do capital dos associados.

Mesmo sendo a decisão de alocação das sobras líquidas votada em assembléia, questiona-se como a mesma é organizada. É comum as decisões serem tomadas antecipadamente, e o associado apenas ratifica o voto, assinando uma ata, que, muitas vezes, acredita ele, é a melhor decisão para a cooperativa. Com isso, os gestores possuem poderes quase ilimitados para investir os recursos internos, que, na realidade, via certa capital social deveriam ser restituídos aos cooperados (Requejo, 1997).

Uma outra forma de capitalização começa a ser utilizada pelas cooperativas agropecuárias brasileiras. Esta estratégia é utilizada, quando o principal objetivo é ter acesso ao capital externo. A cooperativa agropecuária abre seu capital de forma indireta, estabelecendo alianças estratégicas com outras empresas não-cooperativas.

Rodrigues (1997, p. 12), ex-presidente da ACI – Aliança Cooperativista Internacional, denomina a estratégia da estrutura *holding*, como uma forma das cooperativas agropecuárias criarem empresas capitalistas, assinalando que:

A cooperativa define qual é o seu negócio, a sua especialidade, e atua preponderante ou exclusivamente nessa área, junto à sua base. A cooperativa não sai de sua área de ação e atua com firmeza em serviços que sabe fazer bem. Em vez de se verticalizar cooperativamente, ou até complementarmente a essa forma de integração, ela se associa a outras cooperativas do mesmo ramo e de outras especialidades para criar empresas competitivas capitalistas. Estas empresas, dirigidas por profissionais, atuarão no mercado em busca de lucros e vantagens de interesse das cooperativas suas proprietárias, sem que sejam um modelo cooperativo. É o caso da criação de *tradings*, bancos e seguradoras já em andamento, ou até do desdobramento de grandes cooperativas singulares ou centrais em conjunto de empresas associadas e independentes. Cria-se uma holding de empresas de propriedade de uma ou mais cooperativas.

Na formação da estrutura *holding*, a sociedade cooperativa poderá vender parte dos seus ativos para integralizar seu capital na nova empresa não cooperativa. Nesta estrutura a cooperativa representa seus membros na nova sociedade, é ela que guarda as ações da firma de capital para os associados.

Uma negociação desta natureza ocorreu no Brasil, quando a Cooperativa Central de Laticínios do Paraná (CCLPL), cuja marca mais conhecida é “*Batavo*”, vendeu 51% de seus ativos à Parmalat S.A, constituindo-se uma nova empresa, a BATAVIA S.A., cujo foco é o processamento e a distribuição de derivados de leite.

O mais importante é que, com a criação da nova empresa, a Parmalat deixa de ser um temível concorrente para a CCLPL e passa a ser um aliado na busca pela maior participação no mercado de derivados do leite.

Brandão (1998, p. 21) relata o seguinte depoimento do principal dirigente da Cooperativa Agropecuária Batavo sobre a parceria com a Parmalat:

A conjuntura mudou bastante em função da abertura da economia brasileira e da globalização. A competição se acirrou fortemente, e nós fomos afetados. A área de alimentos precisa de investimentos para a produção de valor agregado. Como uma cooperativa industrializada, tínhamos que alavancar rapidamente o nosso crescimento, e numa cooperativa isso é extremamente difícil. Pior ainda, sofreremos prejuízos. Fomos então buscar formas de alavancar o crescimento, e a melhor forma seria achar um parceiro, fazer uma aliança estratégica. Houve cerca de 10 empresas interessadas, e acabamos fechando esta aliança estratégica com a Parmalat. Tudo estava indicando e indica que o setor de alimentos vai ficar na mão

de grandes empresas, basicamente multinacionais. Procuramos então este parceiro para buscar sinergias e o capital necessário para investimento. O *'core business'* da Parmalat e da Batavo é o leite. Nós temos uma atividade de carnes pela qual a Parmalat se interessou também, ao contrário dos outros.

A nova empresa aumentou o poder de competição da Batavo e facilitou a negociação dos seus passivos. Também permitiu a captação de recursos no mercado financeiro pela emissão de títulos, com a perspectiva de abrir diretamente seu capital no futuro pela emissão de ações.

Dessa forma, as alianças estratégicas são alternativas viáveis para recompor a estrutura de capital das cooperativas agropecuárias, possibilitando a realização de novos investimentos a um custo de capital mais baixo.

Bialoskorski Neto (1998a, p. 181), conclui que:

No nível da indústria de processamento, é nítido o incremento de especificidade de ativos em decorrência de plantas cada vez mais orientadas a todo um sistema agroindustrial em que a qualidade, a marca e o produto devem ter características definidas para satisfazer às exigências dos consumidores, e assim, pede processos determinados, tecnologias, investimentos, relações contratuais estáveis, de forma a garantir o suprimento e a qualidade do produto. Deste modo, a governança financeira baseada em um processo de especialização dependente apenas de capital de terceiros torna-se inviável para sustentar um crescimento de longo prazo a custos competitivos para a empresa. Esta foi a razão pela qual a Batavo percebeu que deveria abrir-se para o mercado de capitais, tentando adequar sua estrutura de custos, isto é, sua governança financeira e equacionar seus passivos. Os custos de agency associados à estrutura da empresa como uma Cooperativa Central também mostram a incapacidade de continuar na mesma direção e sustentar um processo contínuo de crescimento. Os interesses dos associados em detrimento dos mercados, ou vice-versa são um conflito no sistema cooperativo.

As alianças estratégicas também nem sempre são de todo exeqüíveis, devendo-se avaliar quais são as sinergias necessárias que interessam aos parceiros e o que as cooperativas agropecuárias podem oferecer nesta parceria (Lazzarini, 1998).

Ao final deste capítulo e com base na fundamentação teórica proposta, apresenta-se a Figura 1, onde se demonstra, esquematicamente, a capitalização e o financiamento das cooperativas agropecuárias.

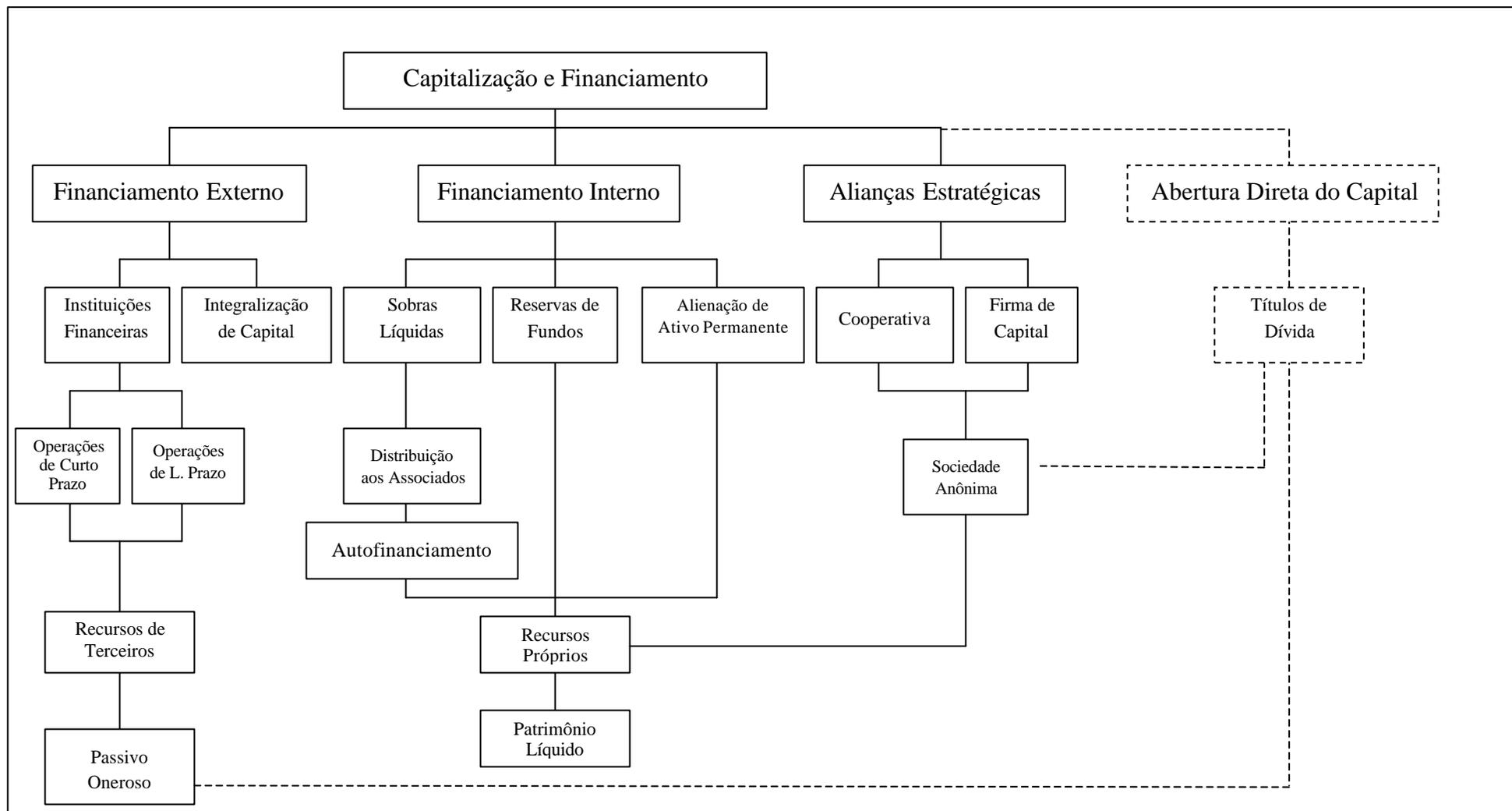
De acordo com a Figura 1, a capitalização e o financiamento das cooperativas agropecuárias concentram-se, basicamente, em três formas: financiamento externo, financiamento interno e alianças estratégicas.

O financiamento externo, por sua vez, se dá pela subscrição e integralização de quotas por parte de novos associados e/ou pelos empréstimos e financiamentos junto a instituições financeiras. Os empréstimos e financiamentos captados no mercado financeiro podem ter vencimentos no curto ou longo prazo, constituindo, assim, o passivo oneroso, aquele que gera encargos financeiros.

Por outro lado, o financiamento interno, pode ocorrer: pela alienação de bens do ativo permanente, pela retenção de parte do resultado das operações com os associados para a formação das reservas (fundos indivisíveis) e pela retenção das sobras líquidas (autofinanciamento).

A terceira forma são as alianças estratégicas, onde a cooperativa e uma firma de capital se unem, para a formação de uma nova entidade não-cooperativa. Os resultados dessa nova empresa, quando retornam à cooperativa, são obrigatoriamente destinados aos fundos indivisíveis.

**FIGURA 1** – Capitalização e financiamento das cooperativas agropecuárias



Fonte: Elaborado pelo autor.

### **3 AUTOFINANCIAMENTO, CUSTO DE CAPITAL E CRIAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO**

Este capítulo apresenta a fundamentação teórica sobre a importância da reinversão de lucros como uma das formas de financiamento do orçamento de capital das organizações. Também descreve os modelos para mensurar o custo das diferentes fontes de recursos e o processo de criação de valor econômico nas organizações.

Os conceitos ora apresentados, fornecerão subsídios para o delineamento de uma metodologia de análise da viabilidade da abertura direta do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão de títulos de dívida (debêntures), cujo desenvolvimento será realizado no Capítulo 5 (Estudo de Casos).

#### **3.1 A capitalização pelo autofinanciamento**

Conceitua-se autofinanciamento como a capacidade da empresa em financiar seu processo de expansão com recursos próprios, mais especificamente com recursos gerados pelas suas operações.

Pascual (2001) define o autofinanciamento como uma parte dos recursos próprios, obtidos internamente e gerados pela atividade principal da empresa. Basicamente o autofinanciamento é formado pelas seguintes fontes de capital:

- a) Lucro operacional;
- b) Amortizações;
- c) Provisões.

Entende-se como autofinanciamento potencial os recursos formados pelo resultado da empresa, as amortizações e as provisões. Após a distribuição de dividendos, o que sobra, ou seja, as reservas, as amortizações e as provisões constituem-se no autofinanciamento líquido.

Fleuriet (1980, p. 25), afirma que o autofinanciamento pode ser considerado como o “motor da empresa”. Acredita em que a empresa só poderá desempenhar com eficácia seu papel de produzir e trocar bens e serviços, quando atender a uma dupla condição:

- a) Obter um resultado econômico suficiente para garantir as adaptações e o crescimento em um mercado com alta turbulência;
- b) Buscar um equilíbrio financeiro a longo prazo.

Segundo Marques e Braga (1995, p.50):

Em seus estudos sobre gestão financeira de empresas, Fleuriet descreveu um modelo de análise dinâmica da situação financeira das organizações, favorecido pela experiência francesa nessa área do conhecimento. Em seguida outros autores, tais como Brasil e Brasil (1993), Silva (1993) e Braga (1991), aprimoraram determinados aspectos do modelo original, inclusive no sentido de aplicá-lo a casos reais, bem como buscando divulgá-lo de uma maneira articulada.

Para utilizar o modelo dinâmico de análise financeira é necessário reclassificar as contas do balanço patrimonial em ativos circulantes e não-circulantes e o grupo dos ativos circulantes em ativos circulantes operacionais (cíclicos) e ativos circulantes financeiros (erráticos).

O grupo dos ativos não-circulantes é composto pelos ativos realizáveis a longo prazo e pelos ativos permanentes, enquanto o grupo dos passivos não-circulantes é composto pelos passivos exigíveis a longo prazo, pelos resultados de exercícios futuros e pelo patrimônio líquido da empresa.

O ativo circulante operacional é o investimento que resulta das atividades operacionais da empresa, como compra, produção, estocagem e venda do produto, enquanto o passivo circulante operacional é a fonte denominada passivo de funcionamento, ou seja, a que decorre das atividades operacionais (Matarazzo, 1998).

O ativo circulante financeiro representa as contas de natureza financeira como os valores disponíveis e as aplicações de recursos de curto prazo da organização, enquanto o passivo circulante financeiro compreende as fontes de financiamento representadas pelos empréstimos bancários, desconto de títulos e outras operações que não estão diretamente relacionadas com o ciclo operacional da empresa (Pereira, 1993).

Baseando-se nestas premissas, a análise define as seguintes variáveis:

a) *NLCDG (Necessidade Líquida de Capital de Giro)*: é o elemento fundamental para avaliar-se a situação financeira das organizações. O seu valor revela o montante necessário de recursos para manter o giro dos negócios.

As contas que compõem a necessidade líquida de capital de giro representam operações de curto prazo e de retornos rápidos, são totalmente diferentes das contas que compõem o ativo permanente, pois estas resultam de decisões de longo prazo com uma perspectiva bastante lenta para a recuperação do capital investido (Santi Filho e Olinquevitch, 1995).

Alterações nas políticas de compras, estocagem e crédito podem produzir efeitos imediatos sobre o fluxo de caixa e na NLCDG, ressaltando-se a importância deste tipo de análise para caracterizar-se o equilíbrio financeiro de curto prazo das organizações.

Quando o saldo desta variável for positivo, significa que as aplicações de capital de giro são superiores as fontes de capital de giro e a organização necessita de recursos para financiar sua atividade operacional.

Por outro lado, quando o saldo for negativo significa que as fontes de capital de giro são superiores as aplicações de capital de giro e a organização não necessita de recursos para financiar suas atividades operacionais, dispõe inclusive de recursos para financiar aplicações de outra natureza.

A NLCDG pode ser mensurada pela seguinte fórmula:

$$\text{NLCDG} = \text{ACO} - \text{PCO}$$

Sendo:

NLCDG - Necessidade Líquida de Capital de Giro

ACO - Ativo Circulante Operacional

PCO - Passivo Circulante Operacional

*b) T (Tesouraria):* esta variável identifica o grau de utilização de recursos de terceiros de curto prazo para financiar as necessidades líquidas de capital de giro da organização.

Se o saldo for positivo significa que a organização possui uma folga financeira, ou seja, possui recursos financeiros aplicados no curto prazo, caso contrário, sendo o saldo negativo, significa que recursos financeiros de curto prazo estão financiando as atividades operacionais da organização.

Para Marques e Braga (1995):

O T pode sinalizar o grau de adequação da política financeira empregada pela administração. Quando positivo, indica disponibilidade de recursos para garantir a liquidez de curtíssimo prazo do empreendimento. Caso seja negativo, pode evidenciar dificuldades financeiras iminentes, em especial por ocasião da

manutenção de saldos negativos sucessivos e crescentes. O acompanhamento da evolução do T no decorrer de exercícios sociais sucessivos, bem como das causas das eventuais alterações de tendências percebidas, representa o cerne do modelo.

Segundo Santi Filho e Olinquevitch (1995), o resultado da tesouraria deve ser analisado com cautela, ou seja, se existe folga financeira, esta deve expressar um saldo de aplicações financeiras ou de outros ativos com elevada liquidez e adequada remuneração, o que não seria o mesmo para uma tesouraria positiva, só que formada por elevados saldos em contas obscuras como *outros créditos*, que poderiam esconder recursos que jamais serão realizados.

Da mesma forma, uma tesouraria positiva com elevados saldos em disponibilidades também indica ineficiente gerência de recursos financeiros, uma vez que os mesmos poderiam estar aplicados nos demais ativos da empresa à busca de maior rentabilidade para o negócio.

A variável T – Tesouraria pode ser calculada pela fórmula:

$$T = ACF - PCF$$

Sendo:

T - Tesouraria

ACF - Ativo Circulante Financeiro

PCF - Passivo Circulante Financeiro

c) *LP (Longo Prazo)*: esta variável relaciona a conta exigível a longo prazo cuja presença na estrutura financeira da empresa revela a existência de fontes de recursos não exigíveis no próximo período anual e a conta realizável a longo prazo que representa os investimentos de lenta recuperação do capital.

A variável LP identifica a presença de fontes ou aplicações de recursos de longo prazo nas atividades da organização. Se o saldo for positivo significa que

existem fontes de recursos de longo prazo financiando as atividades operacionais da organização e se o saldo for negativo significa que existem aplicações de longo prazo exigindo recursos para financiá-las (Santi Filho e Olinquevitch, 1995).

A variável LP é mensurada pela fórmula:

$$LP = ELP - RLP$$

Sendo:

LP - Longo Prazo

ELP - Exigível a Longo Prazo

RLP - Realizável a Longo Prazo

d) *CDGP (Capital de Giro Próprio)*: esta variável determina o volume de recursos próprios (patrimônio líquido) disponível para realizar as aplicações nos ativos da organização. O capital de giro próprio depende do comportamento das contas patrimônio líquido e ativo permanente.

Dentre as atividades que reduzem o capital de giro próprio pode-se citar os prejuízos, as aquisições de ativos, os investimentos em outros negócios, os gastos pré-operacionais e a distribuição de lucros.

As atividades que aumentam o capital de giro próprio são os lucros, as vendas de bens do ativo permanente, a capitalização de recursos por parte dos cooperados e as contas retificativas de depreciação, amortização e exaustão.

Quando esta conta apresenta um saldo positivo significa que a organização financiou a totalidade do seu ativo permanente com recursos próprios e ainda dispõe de uma parcela destes recursos para financiar outras aplicações, caso contrário, quando o saldo é negativo, significa que o processo de imobilização da organização

consumiu totalmente os recursos próprios e ainda necessitou de recursos de outra natureza para completar seu financiamento.

O capital de giro próprio pode ser calculado pela fórmula a seguir:

$$\text{CDGP} = \text{PL} - \text{AP}$$

Sendo:

CDG - Capital de Giro Próprio

PL - Patrimônio Líquido

AP - Ativo Permanente

O capital de giro próprio está diretamente relacionado à capacidade de autofinanciamento das empresas.

Segundo Pascual (2001), o autofinanciamento gerado pelas atividades operacionais da empresa tem como destino a formação do capital de giro. O capital de giro é o elemento que centraliza todos os fluxos internos da empresa, é ele que recebe o autofinanciamento gerado pelas atividades operacionais, ou seja, o capital de giro é a materialização destas atividades.

Num segundo momento, o excedente de capital de giro será aplicado nos investimentos em ativos fixos. É importante ressaltar a necessidade de se manter um montante mínimo de capital de giro para garantir o desenvolvimento financeiro e técnico da empresa, este montante garantiria o cumprimento de todas as aplicações da empresa com os recursos obtidos internamente.

O capital de giro deve ser suficiente para financiar todas as variações na estrutura patrimonial fixa. Seu crescimento deve ser suficiente para que a empresa possa realizar todos os seus investimentos em ativos imobilizados. Somente quando o excesso de capital de giro sobre o mínimo for insuficiente para cumprir este

objetivo, a empresa poderá incrementar seus recursos financeiros permanentes; a menos que haja uma justificativa devido a operações não-operacionais, independentes daquelas necessárias ao desenvolvimento da atividade principal da empresa (Pascual, 2001).

Em todo caso, os incrementos de recursos financeiros permanentes (financiamento básico) têm como destinatário o capital de giro. Dessa forma, este fundo se converte no centro de controle dos fluxos internos da empresa.

O capital de giro tem como origem fundamental o autofinanciamento e suas aplicações podem ocorrer no incremento de ativos imobilizados ou na diminuição do financiamento básico (patrimônio líquido ou exigível a longo prazo).

Por outro lado, além do autofinanciamento, outras fontes podem complementar o capital de giro, como a alienação do ativo imobilizado ou o aumento dos recursos permanentes.

Queiroz (1988, p. 17) apresenta uma visão mais abrangente sobre a capacidade de autofinanciamento das empresas, quando afirma:

No sistema aberto de mercado, a expansão das empresas não está, no entanto, limitada, pelo menos no curto prazo, à sua capacidade de autofinanciamento. As perspectivas de boa remuneração do investimento atraem capitais externos dos proprietários ou de terceiros que se agregam ao processo produtivo. Este mantém ainda relações com o governo. Os fluxos de fundos através da empresa adquirem então uma dimensão mais ampla, incluindo além dos recursos diretamente relacionados com o processo produtivo, pagamento e recebimento de juros, o pagamento de impostos, o pagamento de empréstimos, os efeitos de distribuição do patrimônio líquido mediante o pagamento de dividendos ou reaquisição de ações, e as entradas de caixa provenientes da venda de ações.

Queiroz (1988, p. 17) afirma ainda que o objetivo primordial de uma empresa é a produção de bens que possam ser vendidos a preços superiores ao seu custo, de forma a poder remunerar o custo do investimento realizado. Dessa forma, o ciclo

de produção e venda tenderá a ampliar-se pela constante expansão do caixa proporcionada por entradas superiores às saídas.

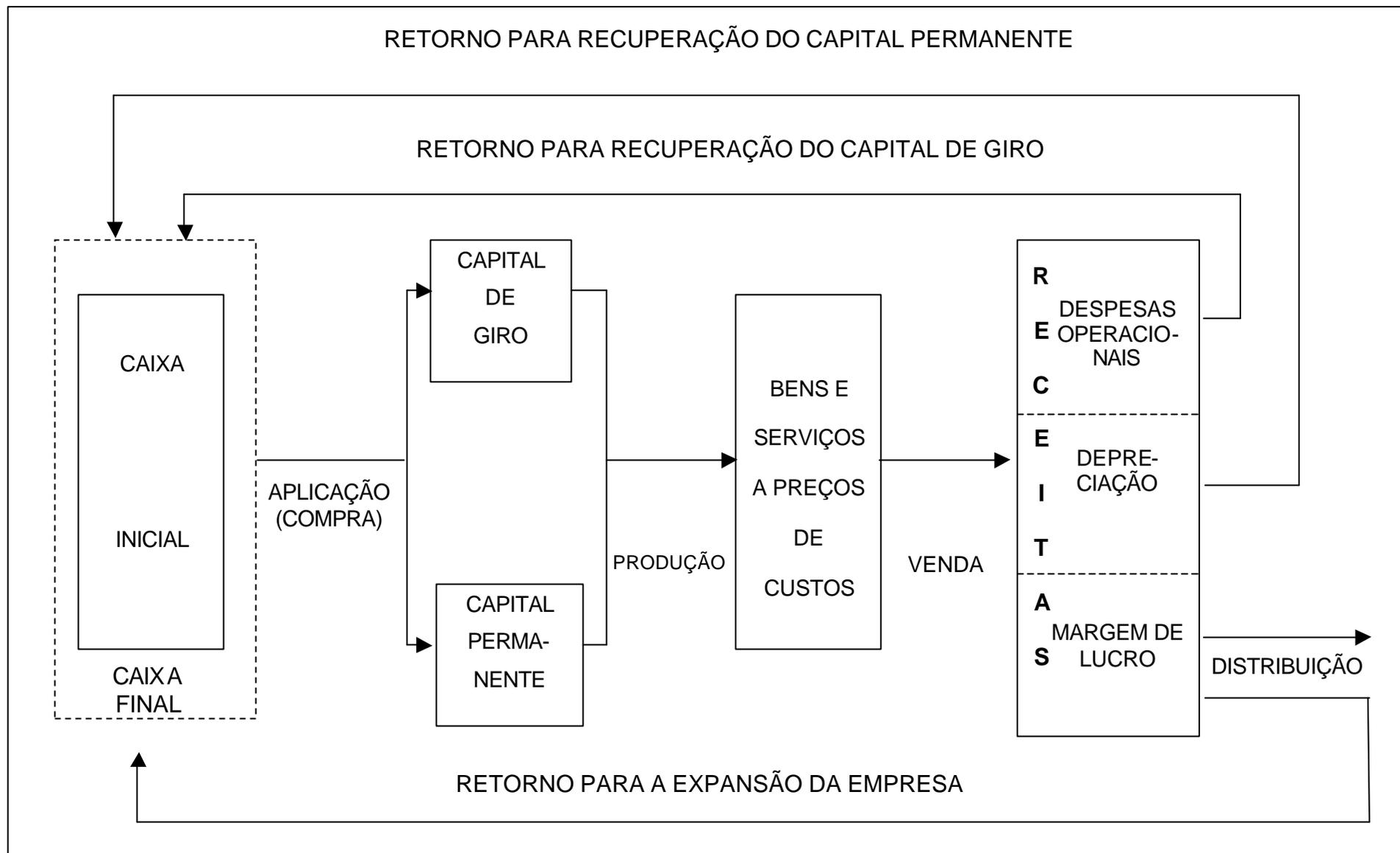
O crescimento da empresa pelo autofinanciamento gerado pelos resultados apurados pelas atividades operacionais explica o processo de formação e acumulação da riqueza, conforme é demonstrado na Figura 2.

Labini (1980) também estuda o autofinanciamento e inicia sua abordagem, diferenciando os investimentos reais dos investimentos financeiros. Para o autor, os investimentos reais são aqueles que geram aumento da capacidade produtiva, como os investimentos em instalações, máquinas e estoques. Já os investimentos financeiros são as aplicações que visam a aumentar a segurança da empresa e sua capacidade de ganho, podendo até facilitar a obtenção de recursos para financiar os investimentos reais.

O autor defende a idéia de que a empresa prefere financiar seus investimentos produtivos com seus lucros correntes, sempre que estes investimentos apresentarem menores custos e riscos, se financiados com recursos de terceiros, ou seja, a empresa deve recorrer a recursos externos, somente quando se esgotarem suas fontes internas (autofinanciamento).

Brasil e Brasil (1999) afirmam que o autofinanciamento está diretamente ligado à política de dividendos da empresa. A visão tradicional acredita em que o pagamento de dividendos está ligado ao crescimento do valor da empresa para o acionista, por outro lado a distribuição elevada de dividendos inibe a expansão do negócio com menor nível de risco, uma vez que menor parcela das necessidades de capital de giro terá financiamento com recursos próprios.

**FIGURA 2 –** Autofinanciamento da empresa através do ciclo operacional de longo prazo



Fonte: Queiroz (1988, p. 9)

A distribuição baixa e irregular dificulta a captação de recursos para a empresa via emissão de ações ou debêntures, ao mesmo tempo em que libera maior quantia de recursos próprios para financiar as necessidades de capital de giro.

É necessário, diante de tal dicotomia, definir uma política adequada de distribuição de dividendos, que permita o crescimento da empresa em longo prazo pela incorporação dos recursos próprios ao capital de giro, mas também aumente a riqueza dos acionistas, de forma que eles, sempre que solicitados, estejam disponíveis para fazer novos aportes em dinheiro via emissão de ações ou debêntures no mercado.

No estudo do desenvolvimento econômico de uma empresa é necessário conhecer as vantagens e desvantagens do processo de autofinanciamento, que segundo Pascual (2001), podem ser sintetizados a seguir:

*a) Vantagens do autofinanciamento:*

- É uma fonte de capital que proporciona maior solidez na estrutura financeira da empresa, pela maior participação de recursos próprios. Esta pode ser a única opção da empresa quando sua rentabilidade é inferior ao custo do capital de terceiros disponível, ou quando seu atual nível de endividamento não permite captar um volume maior de recursos de terceiros em função do elevado risco financeiro;
- O autofinanciamento permite a recuperação do capital de giro com menor pressão sobre a liquidez da empresa, principalmente quando seu excedente é aplicado em ativos fixos, cujo retorno sobre o capital investido acontece no longo prazo;

- Pelo autofinanciamento, a expansão da empresa pode ocorrer sem endividamento. Geralmente os recursos financeiros possuem um maior custo e podem deteriorar o equilíbrio financeiro da empresa;

- A maior proporção de recursos próprios na estrutura de capital possibilita a empresa, se assim o desejar, aumentar seu nível de endividamento. Isto ocorre, quando a utilização de recursos de terceiros proporciona um retorno maior aos acionistas pelo efeito alavancagem.

*b) Desvantagens do autofinanciamento:*

- Uma acumulação expressiva de recursos pelo autofinanciamento que não tenha utilização momentânea pode incitar os dirigentes a investir em projetos de investimento desaconselháveis sob o ponto de vista econômico, motivados pelo aumento da taxa de rentabilidade a qualquer custo;

- A excessiva dependência de autofinanciamento pode produzir uma reação de aversão total a qualquer nível de endividamento, fazendo com que, às vezes, a empresa perca oportunidades de realizar bons investimentos por falta de capital;

- Incremento de autofinanciamento pode significar menor distribuição de dividendos, podendo, conseqüentemente, produzir queda no valor das ações da empresa cotadas em bolsa de valores;

*c) TSF (Termômetro da Situação Financeira):* em um mercado em constante mutação, os ganhos obtidos pela economia de escala são necessários à manutenção e crescimento da empresa, para tanto é necessário antecipar investimentos, com a empresa alocando recursos antes de obter retorno.

Quando o autofinanciamento não é suficiente para equilibrar esta dissincronia entre entradas e saídas de caixa, faz-se necessário buscar recursos externos, seja de origem própria, como o aumento do capital, ou de origem de terceiros, como os empréstimos bancários.

De acordo com Fleuriet (1980, p. 33):

De maneira geral, as operações financeiras vêm completar o autofinanciamento (recursos internos), para ocasionar a variação do capital de giro. Para garantir o equilíbrio financeiro, a empresa deve assegurar-se de que o aumento do capital de giro seja compatível com o aumento das necessidades de capital de giro, de tal forma que o saldo de tesouraria não se torne excessivamente negativo, o que poderá provocar a falência. Se o capital de giro aumenta pouco, ou mesmo diminui (porque, por exemplo, os investimentos são excessivos em relação ao autofinanciamento), e se a necessidade de capital de giro aumenta muito (por causa da inflação ou de um forte crescimento de vendas), o saldo de tesouraria se deteriorará gravemente, pois a empresa deverá procurar créditos bancários a curto prazo. Caso ela encontre dificuldades em obtê-los, ver-se-á com sérios problemas financeiros.

A participação dos recursos de terceiros de curto prazo no financiamento das necessidades de capital de giro da empresa pode ser mensurada pelo índice TSF - Termômetro da Situação Financeira.

A partir do índice pode-se avaliar a magnitude da tesouraria negativa em relação às necessidades de capital de giro e principalmente sua tendência ao longo do tempo, uma vez que a persistência deste tipo de financiamento pode conduzir a uma situação de completo desequilíbrio financeiro.

O TSF pode ser calculado pela fórmula:

$$\text{TSF} = \frac{T}{\text{NLCDG}}$$

Sendo:

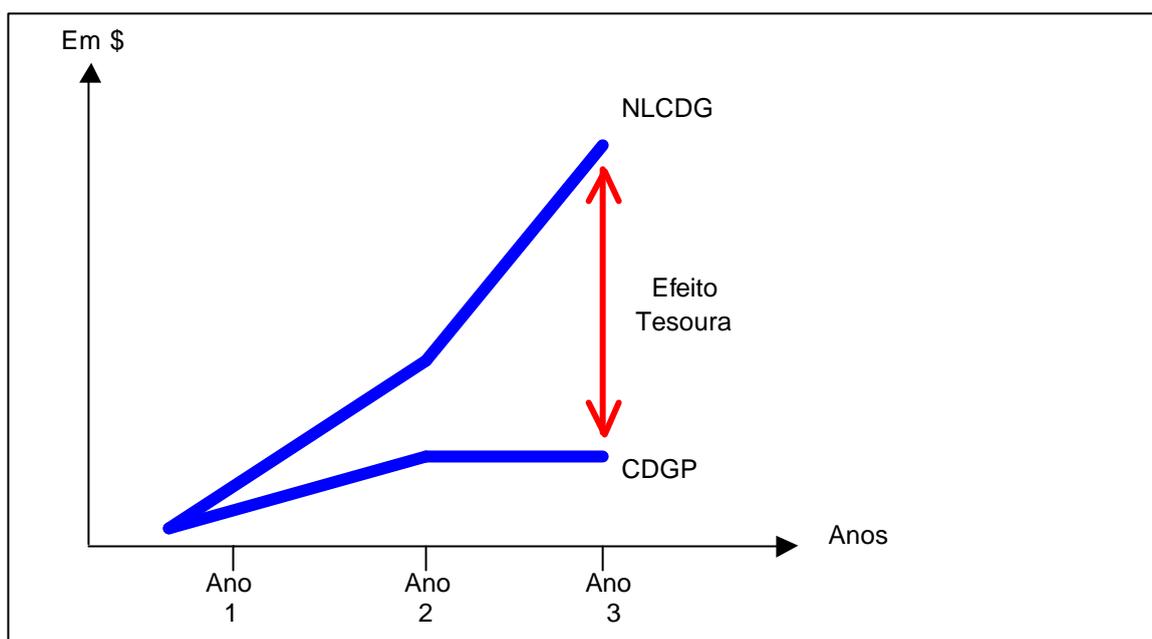
TSF - Termômetro da Situação Financeira

T - Tesouraria

NLCDG - Necessidade Líquida de Capital de Giro

Quando o saldo de tesouraria se torna negativo e assume uma tendência crescente, produzindo um hiato entre as curvas da NLCDG – Necessidade Líquida de Capital de Giro e do CDGP – Capital de Giro Próprio, diz-se que a empresa está em *efeito tesoura*, conforme demonstrado na Figura 3.

**FIGURA 3 – Efeito Tesoura**



Fonte: Elaborado pelo Autor.

De acordo com Silva (1995, p. 365) as principais razões que levam uma empresa a entrar no chamado efeito tesoura são:

- a) Elevado ciclo financeiro;
- b) Excesso de immobilizações associadas à escassez de recursos próprios ou de terceiros de longo prazo;
- c) Prejuízos nas operações;
- d) A combinação das condições anteriores aumentando assim o hiato entre NLCDG e CDGP.

O efeito tesoura pode ser o resultado de decisões empresariais que levam a empresa a operar um volume de negócios sem dispor de fontes de recursos suficientes para financiar o seu ciclo financeiro quando o mesmo é positivo. Esta situação também pode ser denominada *overtrading*. Segundo Marques e Braga (1995, p. 60):

Em linhas gerais, o *overtrading* significa a realização de um nível de atividade operacional e volume de vendas acima da capacidade disponível de recursos, ou seja, a administração expande os níveis de atividade e vendas do negócio sem adequado suporte de recursos para o financiamento do capital de giro adicional requerido. A razão mais comum para essa situação reside na busca por economias de escala no processo de produção, viabilizadas pela existência de capacidade ociosa na empresa.

### 3.2 O custo de capital nas empresas

O custo de capital em uma empresa representa a taxa de retorno mínima que acionistas e credores exigem para financiar projetos de investimento a um dado nível de risco, assegurando o valor de mercado das ações da empresa.

O custo de capital também pode ser definido como a taxa de retorno que atrairia os fornecedores de recursos para financiar os projetos de investimento da empresa (Gitman, 1997).

Segundo Tomazoni e Menezes (2002, p. 38):

A função básica de um administrador é decidir. Segundo a literatura, as decisões financeiras podem ser divididas em tipos como: Onde investir? (decisões de investimento), Como financiar tais investimentos? (decisões de financiamento) e Que parcela do lucro distribuir aos proprietários (decisões de dividendos). A suposição fundamental é que o retorno proporcionado por um investimento deve suplantar o custo de capital que o financia, condição imprescindível para a sua implementação viável, do ponto de vista econômico.

Se o risco do negócio for mantido constante, a aceitação de projetos de investimento com taxas de retorno superior ao custo de capital das fontes de recursos aumentará o valor de mercado da empresa, a contrário *sensu*, a aceitação de projetos de investimento com taxas de retorno inferiores ao custo de capital da empresa diminuirá o valor de mercado de suas ações.

Para analisar a formação do custo de capital em uma determinada empresa, é necessário assegurar algumas premissas básicas, ou seja:

a) O risco do negócio, aquele associado ao grau de variabilidade do lucro operacional e que produz o risco da empresa não poder cobrir os seus custos operacionais, principalmente os fixos, é uma variável constante;

b) O risco financeiro, oriundo da incerteza sobre a capacidade de cobertura dos encargos financeiros fixos gerados pelo endividamento empresarial, também permanece constante;

c) O cálculo do custo de capital das diferentes fontes de financiamento deverá ser ajustado para a forma líquida após o imposto de renda.

Para se atingir os objetivos específicos propostos pela tese, é necessário abordar o custo de capital de dois tipos de recursos: os empréstimos de longo prazo (debêntures) e o capital próprio (patrimônio líquido).

### 3.2.1 O custo do empréstimo a longo prazo

O custo dos empréstimos a longo prazo corresponde ao custo atual da dívida contraída pela empresa após a dedução do imposto de renda.

Na suposição de que a dívida seja representada pela emissão de um título de crédito como uma debênture, por exemplo, o custo financeiro antes do imposto de renda será representado pela Taxa Interna de Retorno (TIR), que iguala o valor atual do recebimento líquido da venda do título (com prêmio ou desconto) ao valor atual dos pagamentos de juros durante o prazo do título e do principal na data do seu vencimento.

Esta posição é reforçada por Vega (1995, p. 56), quando afirma:

*Con el fin de ser más precisos y debido a que las ofertas crediticias pueden tomar distintas formas, deberíamos utilizar un método que nos permita homogeneizar a todas ellas y que está basado en la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).*

O custo do empréstimo de longo prazo antes do imposto de renda,  $K_p$ , pode ser definido pela seguinte equação:

$$K_p = \frac{J + \frac{V_n - N_d}{n}}{\frac{N_d + V_n}{2}}$$

Sendo:

J - Juros

$V_n$  - Valor Nominal do Título

$N_d$  - Rendimentos Líquidos

N - Prazo de Vencimento

O custo do empréstimo deve ser determinado após o imposto de renda, já que os encargos financeiros podem ser deduzidos do lucro tributável, logo a economia fiscal obtida pela empresa pode ser calculada pelo produto dos encargos financeiros e a alíquota do imposto de renda.

Sobre o benefício fiscal, Damodaran (1999, p. 78) afirma o seguinte:

Como os juros são dedutíveis do imposto de renda, o custo da dívida após tributação é uma função da alíquota fiscal. O benefício fiscal decorrente do pagamento de juros torna mais baixo o custo da dívida após tributação em relação ao custo antes do pagamento dos impostos. Além do mais, o benefício aumenta, à medida que a alíquota também aumenta.

Dessa forma, o custo do empréstimo de longo prazo após o imposto de renda pode ser definido pela seguinte equação:

$$Kp_t = Kp \times (1 - t)$$

Sendo:

t - Alíquota do Imposto de Renda.

### 3.2.2 O custo do capital próprio

O custo do capital próprio é dado como uma taxa mínima de retorno que os acionistas exigiriam para manter o valor da empresa no mercado.

No entendimento dos acionistas, a taxa de retorno é a taxa de desconto aplicada aos dividendos esperados que produz um resultado, no mínimo, igual ao seu custo de oportunidade.

Segundo Damodaran (1999), existem duas técnicas para avaliar o custo do capital próprio: o Modelo de Avaliação de Crescimento Constante (Modelo de Gordon) e o Modelo de Formação de Preços de Ativos de Capital (Modelo CAPM).

*a) Avaliação pelo MODELO DE GORDON:* o modelo de Gordon baseia-se no princípio de que o valor da ação é igual ao valor atual de todos os possíveis dividendos futuros num horizonte infinito de tempo.

Matematicamente, o modelo de Gordon pode ser representado da seguinte forma:

$$P_c = \frac{Dt_1}{K_e - W_i}$$

Sendo:

$P_c$  - Preço Corrente da Ação

$Dt_1$  - Dividendo Esperado por Ação no Ano 1

$K_e$  - Taxa de Retorno Exigida pelos Acionistas Ordinários

$W_i$  - Taxa de Crescimento Anual dos Dividendos

Deduzindo-se, por meio da equação exposta, o custo de capital da ação ordinária pode ser dado por:

$$K_a = \frac{Dt_1}{P_c} + W_i$$

Como os dividendos esperados das ações ordinárias serão pagos do lucro líquido após o imposto de renda, não é necessário realizar nenhum ajuste fiscal na taxa encontrada pela equação.

Vega (1995, p. 57) manifesta as seguintes posições sobre o Modelo de Gordon:

*El que podamos concretar el cálculo do coste en una fórmula sencilla no significa que se hayan acabado los problemas. La dificultad reside ahora en pronosticar cuál es una tasa de crecimiento razonable para completar los datos conocidos de dividendo y cotización. Nuestra recomendación – sólo basada en sentido común y, consecuentemente, sin ningún valor científico - para una tasa de crecimiento anual de los dividendos a muy largo plazo, es que no debe superar a la inflación más cuatro puntos.*

Damodaran (1999, p. 76) não recomenda a utilização desse modelo, quando afirma:

Embora esta abordagem seja simples, seu uso se limita a empresas numa situação estável. Além do mais é sensível a estimativas de crescimento de lucros e dividendos...não é adequado empregar esta abordagem para avaliar as ações de uma empresa. Há um forte elemento de raciocínio circular envolvido que levará o analista a concluir, ao usar este custo de patrimônio líquido, que o patrimônio líquido está justamente avaliado.

b) *Avaliação pelo MODELO CAPM (Capital Asset Price Model)*: o modelo CAPM demonstra que um título ou uma carteira de investimentos sofre a influência de dois tipos de risco: o risco diversificável e o risco não-diversificável.

O risco diversificável é também conhecido como não-sistemático e corresponde à parte do risco de um ativo ou carteira que pode ser eliminado, quando o investidor pulveriza seus investimentos (Braga, 1989).

O risco diversificável é oriundo de características particulares de cada empresa, podendo-se citar como exemplo os casos de greve na linha de produção, queda drástica de faturamento devido à perda de importantes clientes, legislação ambiental para regular o setor industrial específico no qual a empresa atua, entre outros.

O risco não-diversificável ou sistemático é produzido por variáveis que afetam as empresas em sua totalidade e geralmente incontroláveis pela própria empresa, como as taxas de crescimento econômico, de juros e câmbio, inflação, déficit público e outras.

O risco sistemático pode ser comparado com o risco de uma carteira diversificada de todos os ativos financeiros, no caso, representando a carteira do mercado.

Um investidor pode, na composição de sua carteira de ativos, eliminar o risco não-sistemático, mas, com certeza, sobraria uma parcela de risco sistemático que definiria o comportamento de cada ativo com relação às oscilações do mercado como um todo (Braga, 1989).

O modelo CAPM estabelece a relação existente entre o custo da ação ordinária,  $K_a$ , e os riscos não-diversificáveis da empresa através do coeficiente denominado Beta ( $b$ ).

Matematicamente o modelo CAPM pode ser equacionado da forma a seguir:

$$K_a = K_l + [b \times (K_{mer} - K_l)]$$

Sendo:

$K_l$  - Taxa de Retorno Livre de Risco

$K_{mer}$  - Taxa de Retorno da Carteira do Mercado

$b$  - Coeficiente de Risco Sistemático

O modelo CAPM produz um resultado que procura mostrar a taxa de retorno exigida pelo acionista ordinário como uma forma de compensar a sua exposição ao risco sistemático da empresa, aferido pelo coeficiente Beta ( $\beta$ ).

Vega (1995) acredita em que o coeficiente Beta é como a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), ou seja, os executivos financeiros devem utilizá-la no seu planejamento, mas não necessariamente precisam saber como realizar seu cálculo.

Também com relação ao conceito de risco e utilizando suas próprias palavras, Vega (1995, p. 61) conclui o seguinte:

*Dado que el riesgo está directamente relacionado con la rentabilidad esperada por los accionistas, podríamos decir que los que invierten en empresas endeudadas esperarán una mayor rentabilidad que los que lo hacen en negocios del mismo sector financiados exclusivamente con recursos propios. Este razonamiento nos permite descomponer la prima de riesgo en dos factores. El que corresponde a los activos o prima de riesgo empresarial y el que se refiere al endeudamiento o prima de riesgo financiero. También sabemos que la prima de riesgo de una acción determinada está condicionada por el coeficiente Beta. A esta Beta la llamaremos Beta de los recursos propios o Beta apalancada. Refleja el riesgo operativo y el riesgo financiero conjuntamente.*

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 250-252) o “Beta de uma ação não vem do ar. Em vez disso, é determinado pelas características da empresa. Consideram-se três fatores: a natureza cíclica da receita, a alavancagem operacional e a alavancagem financeira”.

Tomazoni e Menezes (2002, p. 40) descrevem os fatores determinantes do coeficiente Beta da seguinte forma:

- Natureza cíclica das receitas (tipo do negócio): é lícita a suposição de que empresas com fluxos de caixa mais inconstantes são mais arriscadas, sendo, portanto, igualmente lícita a suposição de que seus betas devem ser maiores do que os betas de empresas cujas receitas variam menos;
- Alavancagem operacional: empresas com uma estrutura total de custos com maior representação de custos fixos têm resultados mais suscetíveis a oscilações de vendas, mostrando-se, por isso, mais arriscadas. Seus betas tendem a ser elevados por conta desse nível de risco;
- Alavancagem financeira: analogamente, empresas endividadas são empresas com custos financeiros fixos, o que torna seus resultados líquidos extremamente dependentes dos níveis de venda e dos lucros da operação (lucro antes dos juros e dos impostos incidentes sobre o lucro: *earnings before interest and taxes* – EBIT). Queda nesses níveis, por exemplo, podem fazer com que a empresa entre em prejuízo. Esperam-se betas mais elevados para empresas com altos níveis de endividamento.

Na realidade, existe um Beta das ações da empresa, ou Beta do patrimônio líquido e o Beta da empresa, que pode ser dado como o Beta do patrimônio líquido, quando a empresa não tem dívidas. Como o Beta das dívidas é muito baixo, tende a zero, pode-se afirmar que o Beta de uma empresa que não utiliza capital de terceiros deve ser menor do que o Beta do capital próprio de uma empresa com dívidas, mas com todas as outras características iguais, portanto o Beta do capital próprio deve sempre ser maior do que o Beta dos ativos, quando há capital de terceiros na empresa (Ross, Westerfield e Jafe, 1995, p. 252).

Damodaran (1999, p. 71) propõe uma relação entre betas alavancados e desalavancados da empresa, pela seguinte fórmula:

$$BI = Bu (1 + [ 1 + t ][ D/E])$$

Onde:

BI - Beta Alavancado do Patrimônio Líquido

Bu - Beta Não-Alavancado da Empresa

t - Alíquota de Imposto Corporativo

D/E - Índice Dívida / Patrimônio Líquido

Existem ainda outras abordagens para a determinação do Beta da empresa, especificamente para as empresas que possuem capital fechado, ou seja, não negociam suas ações em bolsas de valores ou empresas de capital aberto que negociaram suas ações durante um curto período de tempo.

Damodaram (1999, p. 72) descreve duas abordagens para estimar o Beta de uma empresa não-negociada:

a) *A utilização de empresas comparáveis*: utilizam-se betas de empresas de capital aberto com ações negociadas em bolsa que sejam comparáveis em termos de risco do negócio e alavancagem operacional com a empresa não-negociada;

b) *A utilização de fatores fundamentais*: calcula-se o Beta por modelos de regressão, utilizando-se fatores básicos setoriais e variáveis do balanço patrimonial e demonstrativo de resultado da empresa;

Comparando-se, finalmente, o modelo de Gordon com o modelo CAPM, verifica-se que a diferença entre eles está nas diferentes abordagens do risco da empresa.

Enquanto que o Modelo de Gordon considera o preço da ação no mercado como resultado da melhor opção risco-retorno, o modelo CAPM considera o risco de forma direta, determinado pelo coeficiente Beta ( $\beta$ ).

### 3.2.3 O custo médio ponderado de capital

Após a determinação do custo de capital específico de cada uma das fontes de recursos de longo prazo que podem ser utilizadas para o financiamento dos investimentos empresariais, pode-se calcular o custo total de capital da empresa.

O custo de capital total é o resultado da média ponderada do custo de capital específico de cada fonte de financiamento pela participação que cada uma delas tem na estrutura de capital da empresa (Braga, 1989).

A ponderação dos custos relativos a cada fonte deve refletir a exata proporção que cada fonte tem no total, de tal forma que a somatória dos pesos utilizados seja 100%.

O custo total de capital de uma empresa denomina-se custo médio ponderado de capital e deve refletir o custo médio futuro esperado de fundos da empresa a longo prazo, devendo ser calculado por uma média ponderada dos custos de cada tipo específico de recursos, pela sua participação na estrutura de capital da empresa (Gitman, 1997).

O cálculo do custo médio ponderado de capital é feito multiplicando-se o custo específico de cada fonte de financiamento pela sua participação na estrutura

de capital da empresa, o que algebricamente pode ser representado da seguinte forma:

$$KT_{ME} = (P_i \times KP_t) + (P_o \times K_r) + (P_n \times K_{a/na}) + (P_t \times Kr_i)$$

Sendo:

$P_i$  - Proporção de Empréstimos a Longo Prazo na Estrutura de Capital

$P_o$  - Proporção de Ações Preferenciais na Estrutura de Capital

$P_n$  - Proporção de Ações Ordinárias na Estrutura de Capital

$P_t$  - Proporção de Lucros Retidos na Estrutura de Capital

Para realizar a ponderação das fontes de recursos necessárias ao cálculo do custo médio ponderado de capital, os pesos podem ser calculados segundo Gitman (1997), pelos seguintes critérios:

a) *Pesos a valor contábil*: os pesos são estabelecidos com base em valores contábeis extraídos do balanço patrimonial das empresas;

b) *Pesos a valor de mercado*: a proporção de cada fonte de capital é estabelecida pelos seus valores de mercado;

c) *Pesos históricos*: a utilização de pesos históricos está baseada no desejo da empresa em estabelecer a participação das fontes de financiamento em sua estrutura de capital, baseando-se em proporções reais, ao invés de proporções desejadas;

d) *Pesos-metas*: estes pesos refletem as proporções desejadas das fontes de recursos na estrutura de capital da empresa.

Os pesos históricos e os pesos-metas podem ser definidos em valores contábeis ou em valores de mercado.

Os pesos em valor de mercado são mais interessantes do que os pesos em valor contábil pelo fato de que os valores de mercado dos títulos são efetivamente o que a empresa irá receber na sua venda; os custos das várias fontes de capital são calculados pelos preços correntes no mercado e, finalmente, porque os fluxos de caixa futuros dos investimentos que a empresa irá avaliar por meio do custo total de seus capitais são elaborados com base em preços correntes de mercado.

Os pesos-metas, baseados em valores contábeis ou em valores de mercado, sempre conduzem a uma determinada estrutura ótima de capital perseguida pelas empresas, cuja finalidade última é, no mínimo, manter o valor de mercado das suas ações (Gitman, 1997).

Os analistas financeiros geralmente preferem a utilização de esquemas de ponderação, baseados em pesos-metas em valores de mercado, pois acreditam que os valores calculados são mais consistentes com a realidade financeira dos mercados e da empresa em análise (Gitman, 1997).

Com relação ao custo médio ponderado de capital, Vega (1995, p. 63) propõe a seguinte metodologia:

*El CMPC se utiliza para descontar los flujos de caja futuros de un proyecto de inversión, luego el coste debe calcular-se sobre la base de:*

- a) El coste de la deuda que podemos contratar hoy;*
- b) El o que quieren ganar los accionistas en el futuro, si invierten hoy;*
- c) La relación recursos ajenos/recursos propios, que resulte después de financiar la inversión.*
- d) Debe utilizarse el valor de mercado, cuando esté disponible. Tenga en cuenta que el coste de los recursos propios se calcula en base a la cotización de las acciones, y ésta multiplicada por el número de acciones existente da el valor de mercado del capital”.*

É necessário tomar maior cuidado na estimativa do custo médio ponderado de capital, quando a empresa é de capital fechado. Segundo Tomazoni e Menezes (2002, p. 38-39):

Os problemas da estimativa do WACC em empresas de capital fechado se devem ao fato de as mesmas não possuírem ações e títulos de dívida negociados em bolsa, donde se deriva a inexistência de valores de mercado de suas dívidas e capitais próprios. Em substituição, são utilizados os valores constantes nos demonstrativos financeiros, procedimento que acarreta uma série de problemas. Quanto ao cálculo específico do custo do capital próprio, a inexistência de ações ativamente negociadas inviabiliza a estimativa de elementos como o coeficiente de risco sistemático (beta). Fatos como a concentração excessiva do mercado de capitais brasileiro na negociação de poucos papéis e a quase inexistência de representatividade de alguns setores em bolsa contribuem para tornar o problema do cálculo do  $K_e$  ainda mais complexo.

### 3.3 A criação de valor econômico

O autofinanciamento, definido genericamente como a capacidade da empresa em gerar resultados, não é suficiente para garantir a criação de riqueza (valor) para os acionistas. Para criar valor econômico, o resultado operacional deve, no mínimo, remunerar o custo do capital investido.

Em uma economia de mercado, as decisões relativas aos investimentos e a forma como a empresa irá financiá-los determinarão o risco do negócio, o risco financeiro, o lucro e, o que é mais importante, o valor criado para os acionistas.

Os dirigentes, proprietários ou investidores, exercendo seus papéis de alocadores de recursos escassos, influenciam e serão influenciados por aquelas decisões. Todos têm interesse em conhecer seus efeitos sobre a capacidade de sobrevivência da empresa no seu ambiente, que estará diretamente vinculada a criação de valor econômico (Santos, 2002).

Para Assaf Neto (1999), o valor é criado ao acionista, quando as receitas de vendas cobrem todos os gastos incorridos, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio investido no negócio. O custo de oportunidade do capital próprio é dado como o retorno da melhor alternativa de investimento disponível no mercado, abandonada em troca pelo investimento dos recursos na empresa, a um mesmo nível de risco. Portanto, mesmo tendo lucro contábil uma empresa pode destruir valor, basta não conseguir cobrir o custo mínimo de oportunidade do capital investido.

Observa-se uma evolução na avaliação do desempenho empresarial, num primeiro momento, o foco era no volume de vendas e faturamento, ou seja, o desempenho estava vinculado apenas à boa atuação da área comercial. Na seqüência, o foco passou a ser a margem bruta e operacional, com um avanço sensível em termos de controle dos custos e despesas.

Na próxima fase, o foco foi o lucro líquido, em que a organização passa a preocupar-se com a geração de resultado para poder distribuí-lo aos acionistas. Após esta fase, o foco passou a ser o retorno sobre o investimento, os gestores percebem que o controle não deve ser feito apenas sobre as operações, mas também sobre os recursos financeiros que a tornam exeqüível.

Atualmente o foco está na criação de valor, a organização, além de preocupar-se com o resultado e os recursos utilizados para sua geração, preocupa-se com o impacto das variáveis internas e externas no valor da entidade (Frezatti, 2003).

As decisões de uma empresa devem ser direcionadas para a gestão do valor, que, segundo Copeland (1994, p. 97), “é um processo interativo designado para

aperfeiçoar as decisões estratégicas e operacionais da organização com foco em seus direcionadores de valor”.

Direcionadores de valor são todas as variáveis que exercem influência sobre o valor da empresa, e sua análise permite identificar todos os pontos fortes e fracos da cadeia de resultados, exigindo da contabilidade, às vezes, o uso de indicadores de natureza não financeira.

No autofinanciamento, a destruição de valor não é tão evidente, exigindo controles financeiros mais complexos para sua apuração. Isto se deve ao fato do custo de oportunidade do capital próprio não ser um desembolso monetário efetivo, ou seja, seu valor não sai do caixa da empresa e, dessa forma, não é registrado como despesa no demonstrativo de resultado. Esta situação permite que os resultados da empresa não sejam afetados por estratégias que na realidade podem estar destruindo valor.

Um caminho alternativo seria gerenciar visando a aumentos de EVA – *Economic Value Added*, ou lucro residual, porque EVA é a medida interna de desempenho mais estreitamente correlacionada com a criação de valor para os acionistas.

Este conceito foi desenvolvido, na década de 80, por Joel Stern e Bennet Stewart, da consultoria Stern Stewart & Co., com sede em Nova York, tendo como base de divulgação o livro *The Quest of Value: The EVA Management Guide*, publicado em 1990.

Segundo Al Ehrbar (1999):

O EVA, como medida de desempenho, tem sido parte da caixa de ferramentas de economistas há mais de 200 anos. Em sua forma mais fundamental, EVA (valor econômico agregado ou adicionado) é a simples noção de lucro residual. Ou seja, para que investidores realizem uma taxa de retorno adequada, o retorno deve ser grande o suficiente para compensar o risco. Assim, o lucro residual é zero se o

retorno operacional de uma empresa for apenas igual ao retorno exigido em troca do risco. É claro que o retorno exigido é um custo de capital tanto para dívida quanto para capital próprio.

O Valor Econômico Adicionado – EVA, segundo Stewart (1999, p. 137), é calculado, multiplicando-se o *spread* (diferença) entre a taxa de retorno sobre o capital (ROI) e o custo de capital (CMPC) pelo capital investido no negócio.

Assim, a fórmula para o cálculo do EVA é dada por:

$$\text{EVA} = \left( \frac{\text{NOPAT}}{\text{CAPITAL INVESTIDO}} \right) - \text{CMPC} \times \text{CAPITAL INVESTIDO}$$

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{CMPC}) \times \text{CAPITAL INVESTIDO}$$

Em que:

NOPAT – *Net Operating Profit after Taxes*

Para mensurar o valor através do EVA, é necessário realizar alguns ajustes nas demonstrações contábeis.

Os ajustes devem ser feitos para obter uma contabilidade mais apurada do capital investido, podendo, dessa forma calcular-se com maior precisão o custo do capital da empresa.

Se a criação de valor é produzida essencialmente pelas atividades operacionais da empresa, é importante que sejam isolados os efeitos das atividades não-operacionais.

Dessa maneira pode-se obter um demonstrativo que separe as atividades financeiras das operacionais, as atividades não-operacionais das operacionais e elimine as possibilidades de manipulação de resultados.

Este demonstrativo tem a finalidade de apurar o NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes*, ou o lucro operacional, excluindo-se os encargos financeiros, despesas e receitas não-operacionais (sem endividamento, apenas com capital próprio), cuja estrutura em detalhes pode ser vista no Quadro 1.

**QUADRO 1** – Demonstrativo do NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes*

RECEITA BRUTA DE VENDAS
(-) Custo do Produto Vendido
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas Operacionais
Despesas com Vendas
Despesas Gerais e Administrativas
Despesas de Depreciação
(=) Lucro Operacional
(-) Imposto de Renda
(=) Lucro Operacional Líquido (NOPAT)

**Fonte:** Adaptado de Al Ehrbar (1999).

Outros ajustes ainda são necessários como aqueles relativos às despesas que possuem caráter de investimento, cujos efeitos se fazem sentir ao longo do tempo, como, por exemplo, os gastos com pesquisa e desenvolvimento e com propaganda e marketing.

Estas despesas impactam o demonstrativo de resultados de maneira imediata, pela saída de caixa, no entanto seus benefícios acontecem ao longo do tempo e portanto devem ser tratadas como investimento.

Deve-se cuidar também dos eventos não-recorrentes, que distorcem os resultados do período em que ocorrem e conseqüentemente distorcem o valor do EVA. Como exemplos, pode-se citar as reestruturações de empresa, a venda de imobilizados e a reavaliação de ativos.

Ajustes nos itens não-operacionais também devem ser realizados, principalmente quando envolvem montantes de capital e do lucro operacional que não estão diretamente vinculados às atividades normais do negócio, como, por exemplo, obras em andamento e ganhos ou perdas em transações com títulos mobiliários.

Com relação ao capital investido, Santos (2002), afirma o seguinte:

O capital investido corresponde ao ativo econômico da empresa que se refere ao conjunto de recursos disponíveis e que são financiados pelas fontes localizadas no passivo do balanço patrimonial, tomando características especiais, segundo Brasil e Brasil (1999), em função da reclassificação das contas preconizadas pelo Modelo Fleuriet. Desse modo os ativos se apresentam como cíclicos e operacionais, permanentes ou não circulantes e quando há reservas de tesouraria, como erráticos ou financeiros.

O capital investido ou ativo econômico é dado pela seguinte equação:

$$(ACO + RLP + AP) - (PCO + PNELP)$$

Sendo:

ACO - Ativo Circulante Operacional

RLP - Realizável a Longo Prazo

AP - Ativo Permanente

PCO - Passivo Circulante Operacional

PNELP - Passivo Não-Exigível a Longo Prazo

A mensuração do valor econômico adicionado pelo EVA facilita a comparação entre as empresas, pois as distorções contábeis são eliminadas pela sua transformação em informações econômicas, já que a contabilidade tradicional mistura as informações contábeis com as financeiras.

A gestão de negócios tradicionais está baseada na utilização de vários indicadores financeiros, já o EVA permite ao gestor ter apenas uma medida de desempenho, facilitando o alinhamento estratégico entre acionistas executivos, gerentes, enfim, em todos os níveis hierárquicos, construindo uma cultura de criação de valor, a subsidiar todo processo decisório.

## **4 ABERTURA DIRETA DO CAPITAL DAS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS PELA EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA (DEBÊNTURES)**

Um dos temas em que há consenso é a crescente necessidade de capital para financiar a expansão das cooperativas agropecuárias rumo aos complexos agroindustriais.

A grande pergunta que se faz é: por que as cooperativas agropecuárias não podem atrair o capital de risco poupado pela sociedade e realizado pela emissão de títulos de dívida (debêntures) para financiar seus projetos de expansão, a custos menores do que o capital financeiro dos bancos?

Espera-se com a tese dar resposta a essa pergunta, inicialmente apresentando neste capítulo, os fundamentos teóricos sobre a abertura de capital pela emissão das debêntures, e no próximo, propondo uma metodologia de análise da viabilidade econômica desta nova alternativa de financiamento.

### **4.1 O crédito e a competitividade das empresas brasileiras**

Segundo Arruda (1995), o grau de competitividade de um país está diretamente relacionado ao poder de competição de suas empresas e ser competitivo no mercado internacional é uma condição indispensável para manter sua competitividade no mercado interno.

Por sua vez, a competitividade de uma empresa é sua capacidade de formular e implementar estratégias que lhe permitam manter, em longo prazo, sua posição relativa no mercado, criando e renovando continuamente suas vantagens competitivas (Coutinho, 1994).

Para Lemos e Lemes Júnior (2001, p. 2), no ambiente atual dos negócios, as empresas brasileiras que não foram eliminadas pela acirrada concorrência, para sobreviver, buscam continuamente soluções que se traduzem em redução de gastos, aumento de eficiência e produtividade.

Ainda segundo os autores, dentro do enfoque de redução de custos, a ininterrupta procura por recursos mais baratos deve ser considerada como um importante fator de competitividade para as empresas.

Nessa continua busca por recursos financeiros mais competitivos, o mercado de capitais e o financeiro são as mais importantes fontes de recursos à disposição das empresas.

Assim o desempenho do mercado de capitais e a qualidade dos serviços financeiros existentes em uma economia desempenham um papel crucial para o crescimento econômico sustentável de um país.

O sistema financeiro exerce um papel fundamental para o desenvolvimento econômico do país e, quando isso não ocorre, paga-se um alto custo. Além da redução da taxa de crescimento da economia, existe um efeito sobre a estrutura da economia, como é explicado por Carvalho e Barcelos (2002, p.1), quando afirmam:

O processo de internacionalização em curso tem mudado radicalmente as condições de competição e perspectivas para as empresas nacionais. Aquelas que não conseguem acessar fontes de capital a custos competitivos têm muito menos chances de sobreviver e acabam sendo alvos para aquisição. Um mercado financeiro pouco desenvolvido que coloca fortes restrições financeiras sobre as empresas é um promotor da concentração de mercado e da desnacionalização. Mercados de crédito e de capitais eficientes são vitais para garantir competitividade às empresas domésticas.

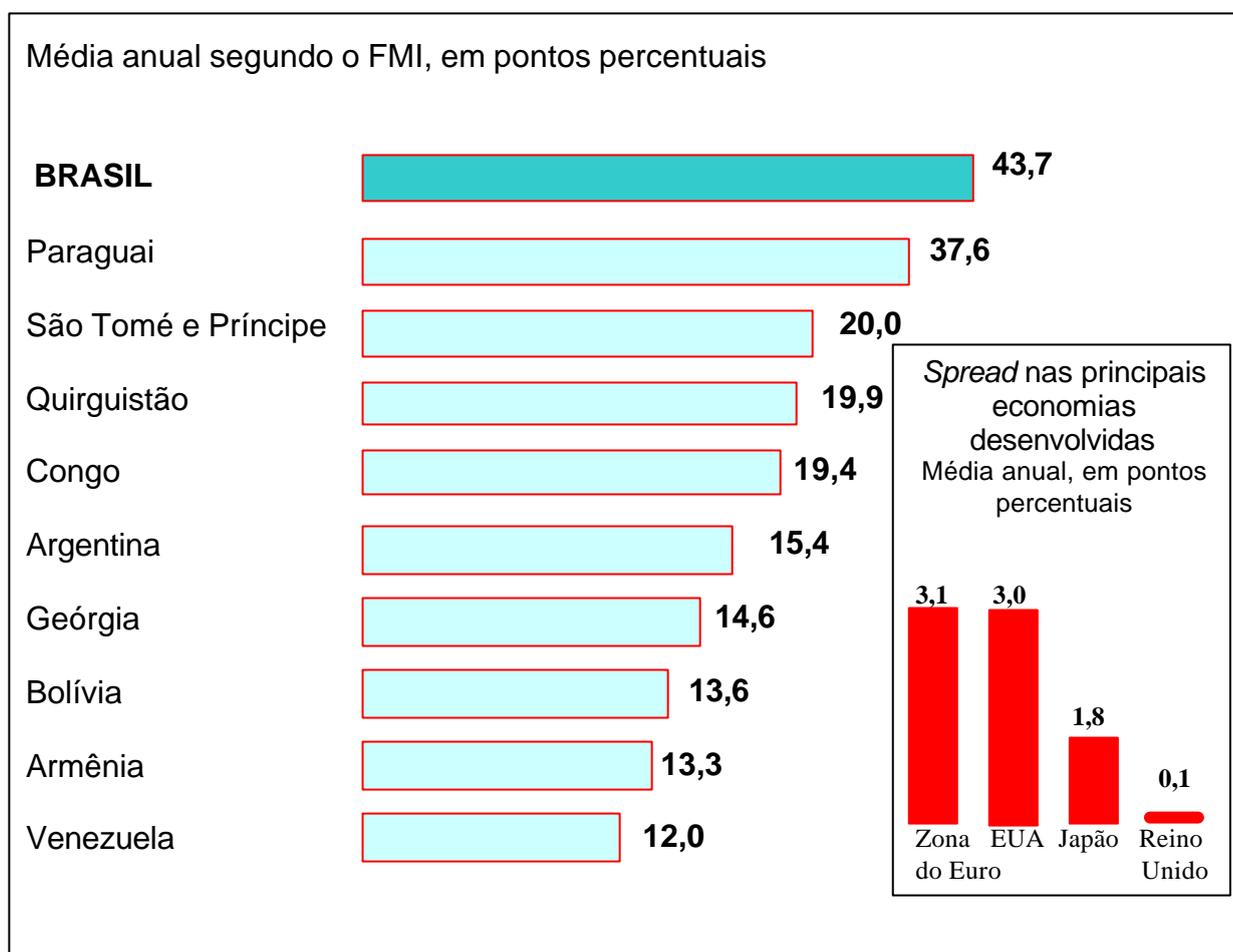
O crédito no mercado financeiro brasileiro é escasso, e o disponível, de curto prazo. Os bancos comerciais destinam poucos recursos ao financiamento de longo

prazo, pois, nas aplicações de curto prazo, conseguem taxas extremamente elevadas.

Os bancos brasileiros cobram o maior *spread* do mundo. De acordo com o IEDI (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial), a partir de dados do FMI – Fundo Monetário Internacional, o *spread* médio brasileiro no ano de 2003 foi de 43,7%, enquanto, nos principais países emergentes, foi de 3,9%.

Essa taxa encarece o custo do crédito, cujo volume no Brasil (28,7% do PIB), é inferior, por exemplo, ao do Chile (65,7%), do Japão (102,5%) e dos Estados Unidos (63,3%). O *ranking* do *spread* médio dos países citados no estudo pode ser visualizado no Gráfico 01.

#### GRÁFICO 01 - Brasil lidera ranking dos maiores *spreads*



Fonte: IEDI/FMI (2003)

Em uma pesquisa realizada pela consultoria Austin Asis, com base no balanço de 2002, divulgado por 207 empresas de 22 setores, verificou-se que apenas em 5 setores a rentabilidade das empresas foi superior à remuneração de um CDI (Certificado de Depósito Interbancário), enquanto nos demais a rentabilidade foi inferior a 10% ao ano. Por outro lado, os bancos registraram uma rentabilidade de 25,7% ao ano, contra uma média de 13,1% das empresas não-financeiras. O diretor da Austin Asis, Erivelto Rodrigues, afirma que a queda da rentabilidade das empresas brasileiras se deve ao custo do capital no Brasil, não fosse o custo do dinheiro, a rentabilidade das empresas brasileiras seria equivalente à das companhias de outros países, o problema é que o custo financeiro no Brasil é elevadíssimo, ficando difícil para uma empresa investir e ter um retorno próximo a 15% (Barros, 2004).

Segundo levantamento da Fundação Getúlio Vargas, coordenado pelo economista Aloísio Campelo Júnior, o nível de endividamento das 500 maiores empresas não-financeiras do Brasil alcançou seu mais alto nível em 2002. O estudo mostra que a deterioração da cotação do real ao longo do ano e a política de juros altos utilizada para conter a inflação contribuíram decisivamente para o resultado negativo das empresas nacionais (Carro, 2003).

Outro estudo realizado pela empresa Economática no ano de 2002, reunindo balanços de 188 empresas de capital aberto, confirma a deterioração do lucro pelas despesas financeiras. Segundo seu presidente Fernando Excel, em paralelo à queda das vendas e do lucro operacional, as despesas financeiras dispararam. A alta foi de 113,2% no período, e a grande responsável foi a valorização do dólar no segundo trimestre do ano. Pelos cálculos da Economática, 70% da dívida dessas 118

empresas estavam indexadas à moeda americana no período analisado (Magnavita, 2002).

Flávio Castelo Branco da Confederação Nacional da Indústria afirma existirem três fatores que decidem se uma empresa investe ou não: segurança quanto ao futuro dos negócios, expectativa quanto à demanda em relação à capacidade de produção e as condições de financiamento. O que falta no Brasil é um avanço na terceira condição, ou seja, no crédito. As taxas de juros do mercado financeiro brasileiro atingem 26,5% ao ano, situando-se entre as mais altas do mundo. E, o pior, o *spread* bancário é astronômico. O custo médio do capital para empresas atingiu uma média recorde de 42,5% em janeiro de 2003 e não existe financiamento para investimento. As poucas companhias que têm acesso ao mercado internacional têm de enfrentar o elevado risco cambial ou pagar por custosos *hedges* (Wheatley, 2003).

Diante do custo extremamente alto dos empréstimos bancários no mercado financeiro brasileiro, Lemos e Lemes Júnior (2001, p. 9) ressaltam a importância do desenvolvimento do mercado de capitais:

O incremento do mercado de capitais é fundamental, uma vez que impulsiona a capitalização de empresas através da aquisição de ações ou debêntures por parte dos organismos específicos para esse fim. Os objetivos dessa fonte de financiamento são: o fortalecimento da estrutura de capital das empresas e o apoio a novos investimentos; a reestruturação da indústria através de fusões e aquisições, o desenvolvimento de empresas emergentes; e especificamente no Brasil o desenvolvimento de fundos fechados de *private equity*.

#### 4.2 A emissão das debêntures como uma opção às restrições de crédito

No Brasil, a abertura direta do capital pela emissão de títulos de dívida, como as debêntures, será incentivada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, órgão que regulamenta o mercado de capitais no Brasil (Azevedo, 2002).

Segundo Wladimir Castelo Branco, diretor da CVM, em reportagem de Simone Azevedo e publicada no jornal Gazeta Mercantil de 17/09/2002, a estratégia da autarquia é criar novas estruturas regulatórias que estimulem o interesse das empresas em ser abertas.

A estratégia da CVM é criar novas estruturas regulatórias que estimulem o interesse das empresas em ser abertas. Uma das medidas, nesse sentido é lançar níveis de exigência distintos para a divulgação das informações, permitindo aos emissores de debêntures e outros valores mobiliários manter uma estrutura de custos menor para ser uma companhia aberta. Também para estimular o interesse do mercado de debêntures, a CVM planeja medidas que ampliem a liquidez desses títulos. Uma delas é o desenvolvimento da figura do *market maker* um provedor de liquidez que assim como os que já operam com ações, comprem e vendam debêntures no mercado secundário (Azevedo, 2002).

Ricardo Leal, em artigo publicado no jornal Valor Econômico, de 10/11/2002, entende que, no Brasil, o financiamento por debêntures é mais importante do que o realizado pelas ações, afirmando que:

O mercado de ações é só uma das formas de financiamento, e não a mais importante, no cenário dos negócios. Em 2001, foram emitidos no Brasil cerca de R\$ 15 bilhões em debêntures, R\$ 5 bilhões em notas promissórias e pouco mais de R\$ 1 bilhão em ações. Não só no Brasil, mas em todo o mundo, o financiamento através do endividamento é mais importante que o financiamento por meio de ações. É importante portanto discutir a transparência e as boas práticas de governança corporativa também para as empresas de capital fechado, como forma de baixar o custo de capital.

O mercado de valores mobiliários no Brasil pode ser considerado um mercado relativamente pequeno em relação aos mercados dos países desenvolvidos. O fluxo de recursos novos direcionados pelo mercado doméstico para financiar projetos de investimento da economia corresponde a 15% da poupança interna bruta (Casagrande Neto, 2000).

O crescimento desta participação, nos anos recentes, deveu-se à emissão de instrumentos de renda fixa, destacando-se as debêntures. Apesar de todos estes aspectos, o mercado de capitais brasileiro tem apresentado grande desenvolvimento dentre os países considerados emergentes.

As debêntures são títulos de longo prazo, ou seja, com prazo de reembolso superior a um ano, a contar da data de emissão. Suas principais finalidades são financiar projetos de investimento e principalmente alongar o prazo de vencimento dos passivos, diminuindo o que o mercado chama de risco de refinanciamento.

Segundo Securato (2003, p. 281-282):

O mercado de títulos de longo prazo no Brasil esteve bastante comprometido nos últimos 40 anos, em decorrência das elevadas taxas inflacionárias e da incerteza gerada pela instabilidade das políticas financeiras implementadas pelos governos sucessivos [...] No entanto a estabilidade financeira e política que tem se pronunciado a partir de 1994, com a implementação do Plano real, nos dá confiança para pensar no iminente desenvolvimento desses mercados, com patrocínio governamental e do mercado mobiliário, uma vez que são de amplo interesse social.

As debêntures e os fundos denominados recebíveis devem ser os principais instrumentos de financiamento das empresas para o período de crescimento econômico que provavelmente está por vir. Com as debêntures e os recebíveis, as empresas terão recursos mais fartos e com custos menores. Já o investidor conseguirá maiores retornos do que nos produtos bancários (Camba e Vieira, 2003).

Um outro fator que pode incentivar o desenvolvimento do mercado das debêntures é a contínua política de corte da taxa básica de juros (Selic) pelo COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil.

A queda dos juros não deixa de ser um dos dados mais relevantes para estimular o crédito, na medida que o governo diminui a concorrência com o setor privado pelo dinheiro disponível para aplicações, exercendo um papel fundamental na atração de investidores para os papéis corporativos, de maior risco e conseqüentemente de maior retorno (Rocha, 2004).

“O mercado de crédito brasileiro é restrito, caro e elitista”, afirma Jorge Santana, superintendente de engenharia de produtos da Cetip (Câmara de Custódia e Liquidação). Mesmo com a queda da taxa básica de juros, a Selic, em 10,25 pontos percentuais, com reflexos positivos nos *spreads* bancários, o custo do financiamento interno ainda é muito elevado e os prazos, muito curtos. As linhas externas só atendem à demanda de grandes corporações, ainda não obstruídas, mesmo depois que o Risco-Brasil caiu a seus níveis mais baixos desde outubro de 2003 (Rocha, 2004).

Segundo Ploger (2004, p.12):

É preciso deslocar o eixo do financiamento produtivo ao mercado de capitais, como nos Estados Unidos, Japão e potências européias, onde há consagrada cultura de geração de recursos para investimentos das empresas de capital aberto por meio de investidores institucionais (seguradoras, fundos de pensão e pessoas físicas via emissão de debêntures. Esse dinheiro, pouco atrelado ao fluxo especulativo internacional, é ainda desvinculado da dívida pública. Assim, em vez de ser convertido em débito, engorda a poupança interna (que falta no Brasil) e financia a produção. Cria-se um círculo virtuoso: o mercado de capitais disponibiliza recursos, que geram empregos, renda e poupança; os cidadãos compram os títulos, capitalizam as empresas, que investem na produção. Porém, só 2% dos investidores brasileiros aplicam em ações. Nos Estados Unidos, o índice é de 60%. Os norte-americanos compram papéis até de empresas que, por atuarem em setores ligados à inovação tecnológica, sequer têm produtos no mercado, mas seus investimentos capitalizam as companhias.

Na avaliação do diretor de risco da Unibanco Asset Management, Luiz Felipe Pinheiro de Andrade, as condições para o mercado de emissões deslançar estão começando a aparecer. As emissões tendem a crescer este ano pela junção de dois fatores: o mercado melhorou, e as empresas estão precisando de recursos. Como o brasileiro ainda não tem uma cultura de investimentos em ações, ele acredita em que as companhias preferirão a emissão de debêntures no lugar das ações. “As empresas não gostam muito de ter sócios, por isso preferem a renda fixa”. Com a manutenção da queda dos juros, os investidores que antes aplicavam em títulos públicos passarão a procurar os papéis privados (Júnior Silva, 2004).

O diretor de mercado de capitais e investimentos do Banco do Brasil, Aldo Luiz Mendes, estima que as captações via debêntures em 2004 alcancem R\$ 15 bilhões. “Apesar dos soluços externos, o cenário aponta para juros (internos) mais baixos e haverá demanda dos investidores por títulos privados” (Cotias, 2004).

As características das emissões de debêntures no mercado de capitais brasileiro, a partir do ano de 2002, podem ser visualizadas no Quadro 2:

**QUADRO 2** – Mercado de debêntures – resultados das ofertas públicas

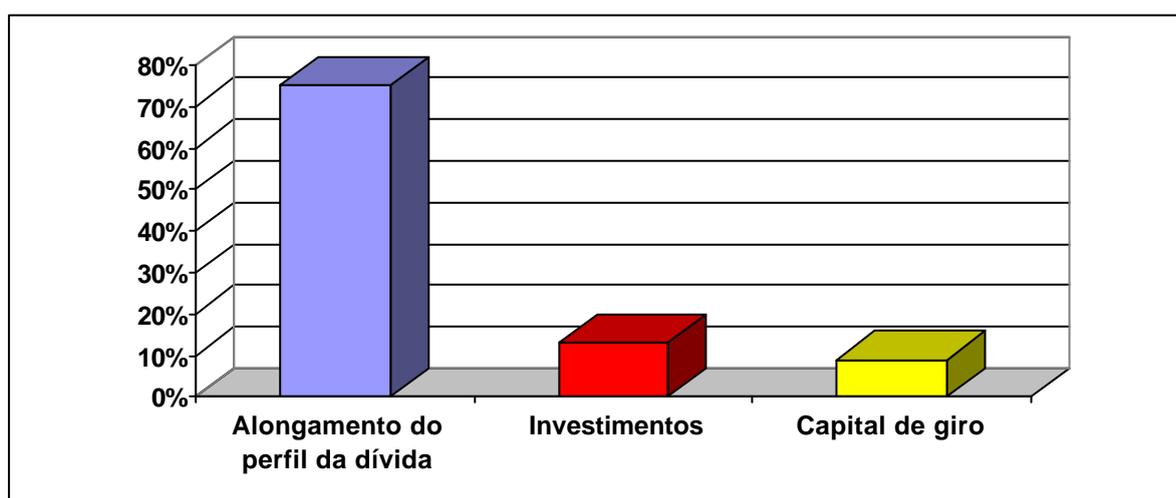
Data de registro na CVM	Emissor	Volume de emissão (em R\$ milhões)	Coordenador-líder	Remuneração (Taxas em % ao ano)	
				Proposta	Apurada
22/01/2002	CP Cimento e Part.	100,00	Bradesco	DI + 1,8	DI + 1,8
20/02/2002	Votorantim Fin.	400,00	Bco. Votorantim	103,5 do DI	103,5 do DI
20/02/2002	Votorantim Fin.	250,00	Bco. Votorantim	104,5 do DI	104,5 do DI
21/02/2002	Investco	250,00	Unibanco	IGPM + 12,8	IGPM + 12,8
27/02/2002	CSN	540,00	BBA	DI + 2,75	DI + 2,75
27/02/2002	CSN	150,00	BBA	IGPM + 13,25	IGPM + 13,25
07/05/2002	Copel	100,00	Itaú	DI + spread	DI + 1,75
07/05/2002	Copel	100,00	Itaú	DI + spread	DI + 1,75
07/05/2002	Copel	300,00	Itaú	IGPM + taxa	IGPM + 13,5
14/05/2002	Sabesp	313,72	Itaú	DI + spread	DI + 1,85
14/05/2002	Sabesp	86,28	Itaú	IGPM + taxa	IGPM+13,25
30/08/2002	Petrobrás	750,00	Pactual	IGPM + taxa	IGPM + 11
31/10/2002	Petrobrás	775,00	Itaú	IGPM + taxa	IGPM + 10,3
24/07/2003	Telemar Part.	150,00	Itaú	113 do DI	109,5 do DI
24/07/2003	Telemar Part.	100,00	Itaú	113 do DI	109,5 do DI
19/08/2003	Telesp Cel. Part.	700,00	Bradesco	105,5 do DI	104,6 do DI

Fonte: Andima/SND

Segundo Bianca Paschoal, gerente operacional da Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto – ANDIMA, não dá para identificar se as captações anunciadas pelas empresas em 2004 têm como objetivo alongar passivos ou se serão conduzidas para programas de investimentos. “Mesmo que seja pra reprogramar dívidas é um sinal positivo, pois indica que há crédito no mercado”. Outro fator que pode ter estimulado as emissões em reais foi a modificação nas regras tributárias que tornaram não-dedutíveis as despesas financeiras com captações externas (Cotias, 2004).

Com relação ao destino dos recursos captados via debêntures, o Boletim Técnico do Sistema Nacional de Debêntures – SND, disponibiliza as seguintes estatísticas: 78% foram destinados ao alongamento do perfil de endividamento, 13% a investimentos e 9% a capital de giro, conforme é demonstrado no Gráfico 02:

**GRÁFICO 02** – Destinação de recursos captados pela emissão de debêntures no ano de 2004



Fonte: SFD – Sistema Nacional de Debêntures

### 4.3 Custos e benefícios da abertura de capital

O processo de abertura do capital de uma empresa, segundo Casagrande Neto (2000), proporciona benefícios e custos. Como benefícios, cita-se:

a) A possibilidade de ter um instrumento de capitalização permanente, dispondo a empresa de recursos de longo prazo para financiar novos projetos de investimento ou para reestruturar seus passivos;

b) O aprimoramento da imagem institucional da empresa com os *stakeholders*, permitindo maior poder de negociação em função da maior transparência das informações econômico-financeiras determinada por lei;

c) O crescimento do seu valor de mercado em função do crescimento dos investidores potenciais, principalmente os institucionais.

Com relação aos custos, destaca-se:

a) O custo da transparência (*disclosure*) junto aos investidores, que demandam além das informações econômico-financeiras, uma série de outras informações adicionais, como entrevistas, informes periódicos, visitas técnicas, enfim exigem o custo de manter um programa permanente de relações com investidores;

b) A remuneração de um conselho de administração e os custos de serviços prestados por uma auditoria externa;

c) Os custos financeiros para manter uma empresa na Comissão de Valores Mobiliários - CVM;

d) Os custos culturais da transição de uma gestão menos profissional e tradicional para um modelo de gestão mais inovador e transparente;

e) Com a entrada de novos investidores, parte do resultado futuro deverá ser distribuída para eles.

Casagrande Neto (2000, p. 42) faz um balanço dos prós e contras da abertura de capital por parte das empresas e conclui que as vantagens são maiores do que as desvantagens, pois:

a) As informações a serem fornecidas são de caráter geral e, em nenhum momento, chegam a prejudicar o sigilo empresarial;

b) As exigências legais são atendidas facilmente;

c) O volume dos resultados distribuídos aos investidores é conseqüência do fortalecimento da companhia depois da capitalização;

d) Os custos incrementais de um departamento de acionistas não chegam a serem significativos, principalmente se a companhia é de grande porte.

#### 4.4 Características de uma emissão de debêntures

Segundo Fortuna (1999, p. 3353) as debêntures:

São títulos emitidos por empresas de capital aberto, com garantia do seu ativo e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira que as lança no mercado, para captar recursos destinados ao financiamento de um projeto de investimento ou a reestruturação do seu passivo.

O título garante ao comprador (investidor) uma remuneração certa num prazo certo, não dando a ele o direito de participação nos bens ou lucros da empresa. Os debenturistas estão protegidos por uma escritura de emissão registrada em cartório após a deliberação da assembléia geral de acionistas, especificando as condições na qual o título foi emitido.

A remuneração do título está atrelada a uma taxa de juros, uma correção monetária e um prêmio, que poderão ser repactuados ao longo do período de resgate de acordo com as condições propostas pela empresa para o próximo período e o aceite do debenturista.

A lei 6.404/99 regulamenta a emissão das debêntures, estabelecendo que sua emissão deverá ter como limite máximo o valor do capital próprio da empresa e seu prazo de resgate nunca poderá ser inferior a um ano.

Segundo Fortuna (1999, p. 337), a colocação de uma debênture no mercado pode ser direta ou por oferta pública.

É direta, quando é feita diretamente a um comprador ou grupo de compradores, geralmente instituições financeiras ou fundos de pensão. Não há mercado secundário para elas e suas taxas de juros são mais altas. Na oferta pública, tem mercado secundário e dependendo das alternativas de outros títulos do mercado no momento de sua emissão, podem ser colocadas com desconto ou prêmio.

As debêntures podem ainda ser simples, quando não podem ser convertidas em ações, ou conversíveis, quando podem ser convertidas em ações de emissão da empresa de acordo com as condições estabelecidas na escritura de emissão.

Podem ainda, quanto à forma, ser nominativas, quando possuem certificados em que consta o nome do titular, ou escriturais, sem certificados e mantidas em conta de depósito em instituição financeira designada pela empresa.

Quanto à espécie de garantia, podem ser sem garantia, com garantia real (bens móveis e imóveis da companhia emissora), ou com garantia flutuante, com privilégio geral sobre o ativo da empresa.

Com relação ao vencimento, podem ser com prazo determinado ou com prazo indeterminado, ficando, neste caso, o vencimento condicionado a eventos especiais caracterizados na escritura de emissão.

#### 4.5 Etapas para a emissão das debêntures

As debêntures podem ser consideradas “o primeiro passo para a abertura efetiva de capital” e para tanto é necessário, segundo Casagrande Neto (2000, p. 77), cumprir as seguintes etapas:

a) *Preparações preliminares*: é realizada uma análise de crédito, cuja maior preocupação é com o fluxo de caixa da companhia e com as garantias que ela pode oferecer aos debenturistas. Também é necessário preparar a empresa para a nova realidade de uma companhia aberta;

b) *Contratação da instituição financeira coordenadora e do banco mandatário*: a legislação exige que a coordenação e a intermediação da operação seja realizada por uma instituição financeira credenciada para tal, podendo ser um banco de investimento, uma corretora de valores, ou ainda uma distribuidora de valores. Serão cobradas, pela intermediação financeira, as comissões de coordenação, garantia e colocação;

c) *Definição das características das debêntures, montante e remuneração*: define-se a forma, tipo, espécie de garantia, montante a ser lançado, e remuneração

das debêntures, em função das conveniências da empresa e do mercado comprador;

d) *Realização da assembléia geral que autoriza a emissão e escolhe o agente fiduciário*: a emissão das debêntures é autorizada pela assembléia geral, que determina as condições e características do valor mobiliário. Deve também ser indicado pela assembléia geral, o agente fiduciário que representará os debenturistas perante a companhia emissora;

e) *Preparação da documentação para registro na CVM*: deve-se providenciar todos os documentos exigidos pela Instrução n.º 13/80 complementada pela lavratura de escritura de emissão devidamente registrada em cartório e, no caso de ser oferecida garantia real, se exigirá avaliação realizada por peritos contratados;

f) *Registro nos sistemas SDT/SND da Cetip (opcional)*: a empresa poderá registrar as debêntures no Sistema Nacional de Distribuição de Títulos – SND e no Sistema Nacional de Debêntures – SND da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), que conferem maior aceitação dos títulos pelo mercado;

g) *Formação do pool de instituições financeiras distribuidoras*: a colocação dos títulos é feita por um *pool* de instituições financeiras que se agrupam em coordenador, líder e consorciado, de acordo com sua função e tamanho do lote que assumem para colocar;

h) *Marketing da operação e disclosure da companhia*: dependendo do grau de pulverização ou da intenção de encarteirar as debêntures, é necessário cuidadoso marketing da operação e perfeito *disclosure* da companhia;

i) *Concessão do registro e anúncios de início e encerramento da distribuição:* após exame dos documentos e aprovação da emissão com o devido número de registro expedido pela CVM, define-se a data da liquidação financeira da operação e publica-se o anúncio do início da distribuição no jornal em que a companhia costuma fazer suas publicações legais;

j) *Liquidação físico-financeira da operação:* encerra-se a operação, em que o debenturista faz o pagamento final e recebe o título, bem como os cupons do recebimento dos juros;

k) *Anúncio de encerramento da distribuição:* após a colocação das debêntures, deverá ser divulgado anúncio de encerramento da distribuição pública dos títulos.

#### 4.6 A emissão das debêntures pelas cooperativas agropecuárias

Um dos objetivos específicos desta tese é verificar se a abertura direta do capital das cooperativas agropecuárias, pela emissão de títulos de dívida (debêntures) possui viabilidade econômica, uma vez que já existe um Projeto de Lei (n.º 171), no Senado Federal, de autoria do Senador Osmar Dias, cujo objetivo é adequar a legislação cooperativista (lei 5.765/71) a esta nova realidade.

O capítulo XII do referido Projeto de Lei, na seção III – Dos Aportes de Capital, permite às cooperativas abrir seu capital, tal como as sociedades anônimas o fazem, “onde os compradores não teriam a condição de associados, mas apenas uma remuneração fixa”.

Para que as cooperativas agropecuárias possam abrir diretamente seu capital pela emissão de debêntures, é necessária uma alteração na antiga lei 5.764/71, que disciplina o cooperativismo no Brasil.

Acompanhando a estratégia das cooperativas agropecuárias de outros países, as cooperativas brasileiras poderiam também ter o direito de abrir seu capital, remunerando o risco financeiro pelos juros, obtendo um prazo mais dilatado de vencimento e, com certeza, a custos menores do que o capital proveniente de empréstimos bancários. No caso das cooperativas de menor porte, a lei poderia permitir a negociação dos títulos no mercado de balcão, salvaguardando o benefício de tê-las valoradas pelo mercado e, dessa forma melhorando a governança e reduzindo os custos de agenciamento. Esse processo poderia ser regulamentado e fiscalizado pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, órgão no Brasil responsável pela fiscalização das sociedades anônimas e que, no caso das cooperativas agropecuárias, poderiam já ser aproveitadas muitas de suas práticas, como, por exemplo, a publicação de seus balanços, a relativa transparência da sua gestão e o processo de decisão tomado em assembléia de acionistas. Os bancos cooperativos, BANCOOB e BANSICRED, empresas privadas do sistema cooperativista de crédito poderiam realizar, neste processo de abertura de capital das cooperativas agropecuárias, toda engenharia financeira para viabilizar a rentabilidade da emissão dos títulos de dívida, monitorando e auxiliando no controle da eficiência econômica das cooperativas. Para garantir uma melhor governança corporativa, a emissão de títulos de dívida deveria vir acompanhada da exigência pelos órgãos regulamentadores, do parecer de auditorias independentes, que propiciaria maior segurança aos investidores (Bialoskorski Neto, 1998b, 1998d).

Cumprindo-se todos estes requisitos, o lançamento dos títulos abriria novas possibilidades de alargar a base de financiamento das cooperativas agropecuárias, mantendo-se os princípios doutrinários. Vale lembrar, as conclusões obtidas por Bastiani (2001), sobre o acesso ao crédito das cooperativas agropecuárias:

Sessenta e quatro por cento das entidades cooperativas pesquisadas informaram que o volume de recursos disponíveis não será suficiente para atender à demanda por novos investimentos. Qual a saída apontada? Trinta e seis por cento informaram que sacrificarão o capital de giro. [...] À guisa de conclusão pode-se afirmar que, no contexto do financiamento de longo prazo, as cooperativas agropecuárias não têm o mesmo leque de alternativas que se apresenta às sociedades mercantis nas decisões sobre as respectivas estruturas de capital, principalmente por não poderem emitir títulos que permitem o levantamento de recursos a longo prazo no mercado de capitais.

Finalmente, com o desenvolvimento do próximo capítulo (estudos de caso), espera-se comprovar que a emissão das debêntures, se apresente como uma alternativa de financiamento viável para as cooperativas agropecuárias, tanto nos aspectos relacionados à flexibilidade e alongamento das dívidas, como também, na redução dos custos de captação.

## 5 ESTUDOS DE CASO

Este capítulo tem por finalidade realizar dois estudos de caso de cooperativas agropecuárias localizadas no Estado do Paraná que, devido a seu rápido crescimento, foram obrigadas a financiar seus investimentos com volumes substanciais de recursos de terceiros.

Espera-se, por meio destes estudos, evidenciar como os altos custos da estrutura de capital dessas cooperativas afetaram sua capacidade de autofinanciamento e criação de valor econômico, bem como avaliar uma nova alternativa para sua capitalização pela abertura do seu capital através da emissão de títulos de crédito, especificamente, as debêntures.

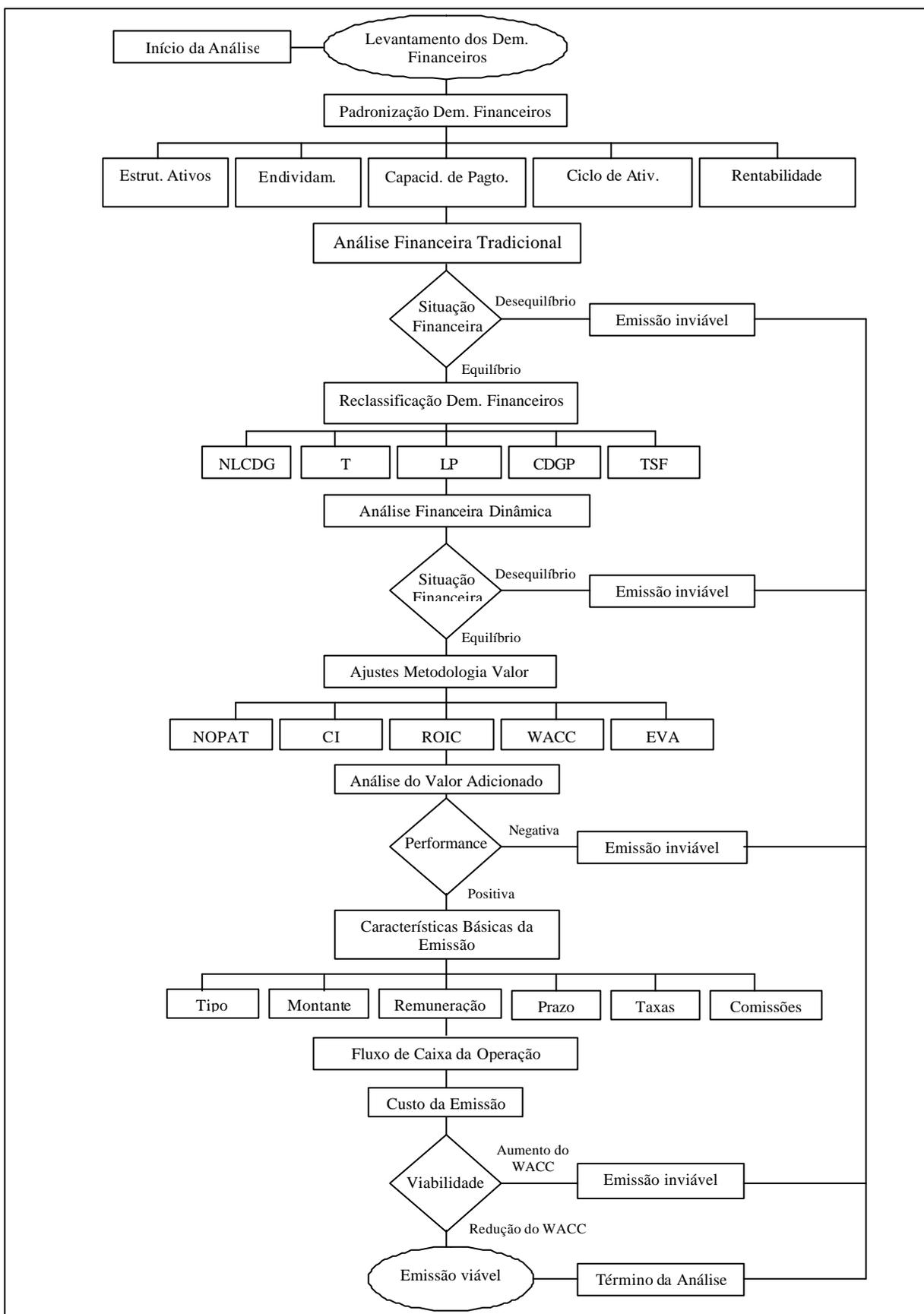
Foram escolhidas duas cooperativas agropecuárias para serem objetos dos estudos de caso, que, por questões de sigilo, passarão a serem designadas como ALFA e BETA.

Apesar da escolha ter sido orientada em função da disponibilidade dos dados, as cooperativas selecionadas permitem explorar os objetivos propostos. São cooperativas consideradas de grande porte, condição essencial para a abertura do capital, atuam em regiões próximas e comercializam e industrializam os mesmos produtos agrícolas.

### 5.1 Metodologia de análise

A metodologia de análise da viabilidade econômica desta nova alternativa de capitalização, será desenvolvida pelo cumprimento de uma série de etapas, conforme demonstrado no fluxograma apresentado na Figura 4.

**FIGURA 4 - Metodologia de análise proposta pela tese**



Fonte: Elaborado pelo autor

## 5.2 Cooperativa ALFA

### 5.2.1 Histórico e evolução

A Cooperativa ALFA foi fundada em 1970 por um grupo de 70 agricultores que exerciam sua atividade no noroeste do Estado do Paraná. Nessa região, as terras eram impróprias para a exploração agrícola devido à acidez do solo e da falta de tecnologia agrícola por parte dos produtores rurais.

Com a cooperativa, veio o crescimento da produção de trigo e soja e, conseqüentemente foi necessário alugar armazéns para receber a produção, mesmo assim, em 1970, com as sobras do exercício, foi possível construir o seu primeiro armazém com uma área de 2.250 metros quadrados.

Em 1973, a cooperativa inaugura seu laboratório para análise de sementes e começa instalar entrepostos nos municípios que estavam localizados em sua área de atuação. No ano de 1976, começa a receber algodão e já atuava em 15 municípios do Estado.

No ano de 1980, inicia seu processo de industrialização com a inauguração da indústria de óleo de soja. Em 1982, dá prosseguimento a seu processo de integração vertical e inaugura sua destilaria de álcool. Na seqüência, entram em funcionamento sua fiação de algodão (1985) e a refinaria de óleo de soja (1996).

A partir de 1996, os produtos da cooperativa (óleo, farelo de soja, café, algodão em pluma e fio de algodão) são exportados para vários mercados internacionais.

Atualmente a cooperativa atende os produtores rurais de 47 municípios dos Estados do Paraná e Santa Catarina, recebe cerca de 3,3% de toda a produção nacional de grãos e fibras e 14% de toda safra paranaense.

### 5.2.2 Principais indicadores econômico-financeiros

Para um melhor entendimento da situação econômico-financeira da Cooperativa ALFA, apresentam-se, no Quadro 3, os valores apurados para uma série de índices previamente selecionados e agrupados da seguinte forma: estrutura dos ativos, endividamento, capacidade de pagamento, ciclo de atividades e rentabilidade.

**QUADRO 3** – Principais indicadores econômico-financeiros da Cooperativa ALFA

(Valores em R\$ mil)

INDICE	FORMULA	UN.	1999	2000	2001	2002
<b>ESTRUTURA DOS ATIVOS</b>	-	-	-	-	-	-
Aplicações no circulante	AC/AT	%	65,75	69,64	74,54	79,03
Aplicações no realizável	RLP/AT	%	11,01	6,89	8,64	6,96
Aplicações no permanente	AP/AT	%	23,24	23,47	16,81	14,01
<b>ENDIVIDAMENTO</b>	-	-	-	-	-	-
Endividamento de curto prazo	PC/AT	%	37,04	41,51	38,91	40,36
Endividamento de longo prazo	ELP/AT	%	6,75	7,68	11,58	13,32
Passivo oneroso	IF/(PC+ELP)	%	71,62	53,44	62,25	64,73
Índice de cobertura de juros	SOP/DF	\$	0,35	0,19	1,20	1,46
Endividamento geral	ET/AT	%	43,80	49,19	50,50	54,28
<b>CAPACIDADE DE PAGAMENTO</b>	-	-	-	-	-	-
Solvência	AT/(PC+ELP)	\$	2,28	2,03	1,98	1,84
Liquidez corrente	AC/PC	\$	1,77	1,68	1,92	1,93
Liquidez seca	(AC-ES)/PC	\$	1,42	1,25	1,41	1,38
Liquidez geral	(AC+RLP)/(PC+ELP)	\$	1,75	1,56	1,65	1,58
<b>CICLO DE ATIVIDADES</b>	-	-	-	-	-	-
Prazo médio de estocagem	(EM/C)*360	Dias	40	44	48	47
Prazo médio de recebimento	(RM/ROB)*360	Dias	20	22	21	28
Prazo médio de pagamento	(FM/C)*360	Dias	07	09	10	06
Ciclo operacional	PME+PMR	Dias	60	66	69	74
Ciclo financeiro	PME+PMR-PMP	Dias	53	56	59	68
<b>RENTABILIDADE</b>	-	-	-	-	-	-
Giro dos ativos	ROL/AT	%	1,40	1,45	1,57	1,63
Margem operacional própria	SOP/ROL	%	3,52	0,85	7,63	6,71
Margem líquida	SL/ROL	%	6,36	3,63	6,46	8,10
Retorno sobre o ativo	SL/AT	%	8,92	5,27	10,11	13,23
Retorno dos associados	SL/PL	%	15,87	10,38	20,43	28,93

Fonte: Elaborado pelo autor

Observando-se a estrutura dos ativos da Cooperativa ALFA, verificou-se uma concentração de suas aplicações nos ativos circulantes. No período analisado, essa participação média atingiu 72,24%, restando 8,38% para as aplicações nos ativos realizáveis a longo prazo e 19,38% nos ativos permanentes.

Isso significa que a maior parte dos investimentos realizados no ativo total foram utilizados para financiar as atividades operacionais, ou seja, dependem dos níveis de estocagem, das políticas de compra e financiamento das vendas, ou melhor, da sincronia de prazos de entradas e saídas de caixa que demandam um determinado volume de capital de giro para sustentar as operações.

A participação dos ativos permanentes nos ativos totais demonstra as diferentes necessidades requeridas na composição técnica do capital operacional, provenientes de alternativas específicas, perseguidas por determinadas cooperativas no seu processo de expansão. Geralmente cooperativas mais verticalizadas direcionam um maior volume de recursos para os investimentos fixos, em função do processo de imobilização demandada em seu processo produtivo.

No caso específico da Cooperativa ALFA, os investimentos em ativos permanentes necessários à implantação de suas unidades industriais já foram realizados. O momento atual exige o retorno desses investimentos, e isso demanda maximizar a produção e o faturamento das unidades sem aumentar o volume de ativos (ganhos de produtividade).

O endividamento geral da Cooperativa ALFA financia em média 49,44% dos seus ativos, sendo 40% concentrados em curto prazo e 10% em longo prazo. Percebe-se que ocorre um crescimento, embora não seja acentuado, dos níveis de endividamento. Em 1999, esse índice apresentava o valor de 43,8% dos ativos totais, passando para 54,28% em 2002.

Do endividamento total da Cooperativa ALFA, 63,01% correspondem a empréstimos e financiamentos bancários, ou seja, são passivos que geram encargos financeiros e, portanto produzem risco financeiro. O índice de cobertura de juros da cooperativa, que é um indicador desse risco financeiro, apresentou valores crescentes no período analisado, destacando-se o valor de 1,46 calculado para 2002.

Esses valores revelam, a princípio, um alto grau de dependência das decisões financeiras aos recursos de terceiros e isso implica assumir maiores níveis de risco financeiro, ou seja, maiores serão as probabilidades de não cobertura dos encargos financeiros fixos gerados pelo endividamento.

Com relação à liquidez, ou seja, a capacidade da cooperativa em saldar suas dívidas com seus direitos realizáveis e as suas disponibilidades, verificou-se que, a curto prazo, o índice médio foi de 1,83.

A interpretação desse índice é no sentido de quanto maior, melhor. Na realidade, o índice de liquidez corrente é uma boa medida de comparação para empresas do mesmo porte e setor, porém, como medida isolada da saúde financeira de uma organização, existem algumas restrições, devendo-se analisar detalhadamente o ciclo financeiro, especificamente os prazos de vencimentos dos ativos e passivos.

O índice de liquidez seca apresentou o valor médio de 1,37. Esse índice mede a capacidade de pagamento da cooperativa das obrigações de curto prazo, excluindo-se os estoques do ativo circulante.

Esse indicador é mais rigoroso que os demais, porque considera os estoques como sendo ativos necessários à manutenção da própria atividade operacional, não estando disponíveis para a cobertura das obrigações de curto prazo.

O valor ideal para esse índice é bastante diferenciado para cada organização, porque depende das suas características operacionais, ou em última análise, da sua capacidade de realizar os estoques. Também uma queda na demanda pode influenciar esse índice no sentido de provocar dificuldades na desova dos estoques de produtos acabados.

A liquidez geral da Cooperativa ALFA situou-se em 1,64 no período analisado. O comportamento do índice de liquidez geral é no sentido de quanto maior, melhor e, para uma interpretação mais consistente dos seus valores, principalmente quando esse valor é inferior a 1,00, é necessário analisar a capacidade de geração de sobras da cooperativa, uma vez que essa capacidade fará face às transferências de obrigações de longo para curto prazo para ser amortizadas.

Quando a capacidade de pagamento (liquidez) está baixa, é importante que as cooperativas consigam renovar constantemente os seus passivos circulantes. Uma parcela dos passivos circulantes, denominada passivos de funcionamento (fornecedores, encargos sociais e tributos), é constantemente renovada pelas próprias operações da cooperativa, enquanto uma parcela correspondente aos empréstimos e financiamentos bancários não oferece garantias de que será renovada, portanto a dependência das cooperativas a esse tipo de passivo implica assumir maiores níveis de risco financeiro.

De forma geral, a solvência da Cooperativa ALFA apresenta um valor muito bom, em média, 2,03 para o período analisado, o que significa R\$ 2,03 de ativos para cada R\$ 1,00 de dívidas.

Com relação ao ciclo das operações da Cooperativa ALFA, verificou-se um prazo médio de estocagem de 45 dias no período analisado. O prazo médio de recebimentos foi de 23 dias, produzindo um ciclo operacional de 68 dias. O ciclo

operacional foi financiado pelos fornecedores em 8 dias, portanto resta à cooperativa a necessidade de financiar 60 dias (ciclo financeiro) de suas operações.

Os índices que fazem parte da análise da rentabilidade procuram mensurar a *performance* econômica das cooperativas, ou seja, as margens de sobras das vendas e as taxas de retorno sobre os capitais investidos.

No caso da Cooperativa ALFA, os índices de rentabilidade apresentaram valores crescentes e positivos. O giro dos ativos apresentou um valor médio de 1,51. Esse índice representa o número de vezes que os ativos líquidos se renovam durante o período analisado. O giro do ativo é considerado um bom indicador da produtividade dos ativos alcançada pelos gestores da cooperativa, pois implica gerar um maior faturamento com o mesmo volume e estrutura de ativos disponíveis. O seu padrão de comportamento é do tipo quanto maior, melhor.

A margem operacional própria apresentou o valor médio de 4,68%, muito embora, nos dois últimos anos, os valores foram bem maiores, 7,63% no ano de 2001 e 6,71% em 2002. Esse índice estabelece a relação entre a sobra operacional própria antes do imposto de renda, despesas financeiras e a receita operacional líquida, portanto revela o que a cooperativa é capaz de gerar em termos de sobras, contando exclusivamente com o resultado de suas operações. É com essa margem operacional que a cooperativa realiza a cobertura das despesas financeiras.

O índice de margem líquida da Cooperativa ALFA apresentou o valor de 6,14% no período analisado, com destaque para o índice apurado para o ano 2002, que alcançou 8,1%. Esse índice revela a percentagem que sobrou da receita operacional líquida, deduzidos os custos, as despesas operacionais e financeiras, o resultado não operacional e o imposto de renda. É realmente aquilo que restou definitivamente da receita gerada pela cooperativa.

O retorno sobre os ativos também apresentou valor positivo e crescente durante o período. A média de 9,38% foi superada pelos valores dos anos de 2001 (10,11%) e 2002 (13,23%).

Finalmente, o retorno dos associados apresentou um valor médio de 18,90%, com valores expressivos em 2001 (20,43%) e 2002 (28,93%), principalmente se comparados com os valores médios das 500 maiores empresas brasileiras, em 2001 (5,4%) e 2002 (0,8%), publicados pela Revista Exame em sua edição de julho de 2004.

### 5.2.3 Análise dinâmica do capital de giro

O crescimento das cooperativas agropecuárias, sobretudo pelo aumento da escala de suas operações, tem exigido a busca constante de recursos para financiar essa expansão.

Isso implica tomar continuamente decisões sobre financiamento, e essas decisões afetam diretamente a saúde financeira dessas organizações, à medida que produzem um risco financeiro maior.

Portanto é relevante investigar como a Cooperativa ALFA financiou suas necessidades líquidas de capital de giro, e, nesse caso, optou-se pelo modelo dinâmico de análise financeira.

O Quadro 4 apresenta os valores das principais variáveis que fazem parte do modelo dinâmico de análise financeira para a Cooperativa ALFA:

**QUADRO 4** – Análise dinâmica do capital de giro da Cooperativa ALFA*(Valores em R\$ mil)*

VARIÁVEIS	FÓRMULA	UN.	1999	2000	2001	2002
Necessidade líquida - NLCDG	ACO-PCO	\$	413.788	413.175	580.123	883.684
Tesouraria	ACF-PCF	\$	-193.043	-199.596	-240.975	-392.846
Longo prazo	ELP-RLP	\$	-32.728	6.027	27.987	82.005
Capital de giro próprio	PL-AP	\$	253.473	207.552	311.161	408.833
Termômetro – TSF	T/NLCDG	%	-47	-48	-42	-44

Fonte: Elaborado pelo autor

A NLCDG – Necessidade Líquida de Capital de Giro é o elemento fundamental para se avaliar a situação financeira das cooperativas. O seu valor revela o montante necessário de recursos para manter o giro dos negócios.

No caso da Cooperativa ALFA, em todos os anos do período analisado, a necessidade líquida de capital de giro apresentou valor positivo e crescente. Em relação a 1999, essa demanda por capital de giro aumentou 113,56%, em grande parte, devido ao aumento das receitas da cooperativa que cresceram nesse mesmo período 94,80%.

A conta *estoque* representava 13% dos ativos circulantes em 1999, passando a representar 22,54% desse grupo em 2002, portanto houve um aumento de participação de 73,38%. O mesmo ocorreu com a conta *valores a receber*, em 1999 sua participação no capital de giro que era de 8,24%, aumenta para 17,93% no ano 2002, ou seja, uma expansão de 117,60%.

Por outro lado, os fornecedores espontâneos de capital, nesse caso representado principalmente pelos fornecedores, detinham uma participação de 2,30% em 1999 e, em 2002, essa participação caiu para 2,22%.

O aumento expressivo da necessidade líquida de capital de giro da Cooperativa ALFA, no período 1999 – 2002, exigiu a busca de recursos de terceiros de curto prazo para financiar o ciclo financeiro. Essa situação é demonstrada pelos valores da variável T – Tesouraria.

Essa variável identifica o grau de utilização de recursos de terceiros de curto prazo para financiar as necessidades líquidas de capital de giro da cooperativa. Se o saldo for positivo, significará que a cooperativa possui uma folga financeira, ou seja, possui recursos financeiros aplicados em curto prazo, caso contrário, sendo o saldo negativo, significará que recursos financeiros de curto prazo estão financiando as atividades operacionais da cooperativa.

No caso da Cooperativa ALFA, os valores apurados para o período analisado foram sempre negativos, apresentando, em 2002, uma expansão de 103,50% em relação a 1999.

A cooperativa ALFA também utilizou recursos de terceiros de longo prazo para financiar suas necessidades líquidas de capital de giro, especificamente nos três últimos anos do período analisado. Esse financiamento é mensurado pela variável LP – Longo Prazo.

A variável LP relaciona a conta exigível a longo prazo cuja presença na estrutura financeira da empresa revela a existência de fontes de recursos de terceiros de longo prazo e a conta realizável a longo prazo que representa os investimentos cuja recuperação ocorre também em longo prazo.

A variável CDGP – Capital de Giro Próprio, determina o volume de recursos próprios gerados e disponíveis para financiar as aplicações da cooperativa. O capital de giro próprio depende do comportamento das contas do patrimônio líquido e do ativo permanente.

Dentre as atividades que reduzem o capital de giro próprio podem-se citar as perdas, as aquisições de ativos, os investimentos em outros negócios, os gastos pré-operacionais e a distribuição de lucros.

As atividades que aumentam o capital de giro próprio são as sobras, as vendas de bens do ativo permanente, a capitalização de recursos por parte dos cooperados e as contas retificativas de depreciação, amortização e exaustão.

Quando essa conta apresenta um saldo positivo, significa que a cooperativa financiou a totalidade do seu ativo permanente com recursos próprios e ainda dispõe de uma parcela desses recursos para financiar as necessidades líquidas de capital de giro, em caso contrário, quando o saldo é negativo, significa que o processo de imobilização da organização consumiu totalmente os recursos próprios e que ela ainda necessitou de recursos de terceiros para completar o seu financiamento.

A cooperativa ALFA, em todos os anos do período analisado, foi capaz de gerar recursos próprios suficientes (autofinanciamento) para viabilizar seu processo de imobilização (verticalização), mas não conseguiu fazer o mesmo com o financiamento das suas necessidades líquidas de capital de giro.

A forma como a cooperativa ALFA financiou suas necessidades líquidas de capital de giro pode ser identificada pelo cálculo do TSF (Termômetro da Situação Financeira). Esse índice revela a participação dos recursos financeiros de curto prazo (tesouraria) no financiamento das necessidades líquidas de capital de giro da cooperativa.

Deve-se analisar a magnitude da tesouraria negativa em relação às necessidades de capital de giro e principalmente sua tendência ao longo do tempo, uma vez que a persistência desse tipo de financiamento pode conduzir a uma situação de completo desequilíbrio financeiro.

No caso da Cooperativa ALFA, o valor do TSF é negativo, ou seja, demonstra a utilização de recursos de terceiros de curto prazo, mas, ao mesmo tempo, é decrescente ao longo dos anos, não implicando em maiores riscos financeiros para a cooperativa.

#### 5.2.4 Identificação da criação de valor econômico

Esta tese procura analisar a viabilidade econômica de uma nova alternativa de capitalização para as cooperativas agropecuárias, especificamente a abertura direta do seu capital pela emissão das debêntures. Assim, a *performance* dos dirigentes pode influenciar a expectativa de potenciais investidores sobre os títulos lançados pela cooperativa.

Dessa forma, é necessário avaliar a qualidade da gestão econômica das cooperativas selecionadas pela amostra, e para tanto, escolheu-se um indicador de valor econômico adicionado.

O ponto inicial consiste na identificação da ocorrência ou não de criação de valor econômico pelo conceito do EVA – *Economic Value Added*, conforme a metodologia proposta na Figura 4.

No Quadro 5, apurou-se o NOPAT da Cooperativa ALFA para o período 1999 a 2002:

**QUADRO 5** – Cálculo do NOPAT para a Cooperativa ALFA*(Valores em R\$ mil)*

<b>CONTAS</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Receita Operacional Líquida	1.077.746	1.103.089	1.490.299	2.104.207
Custo dos Produtos Vendidos	895.077	929.020	1.158.343	1.727.253
Despesas Operacionais	144.764	164.641	218.202	235.707
Despesas com Vendas	32.483	36.547	69.932	70.733
Despesas Administrativas	112.281	128.094	148.270	164.270
Outras Despesas Operacionais	-	-	-	-
Outras Receitas Operacionais	13.914	17.654	-	-
Receita Financeira	133.942	72.246	90.167	139.431
Lucro Operacional Antes do IR e CS	185.761	99.328	203.921	280.678
IR e Contribuição Social	8.005	10.164	18.731	21.463
Economia de Imposto	11.467	10.165	15.428	10.814
<b>NOPAT</b>	<b>166.289</b>	<b>78.999</b>	<b>169.762</b>	<b>248.401</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

Observando-se os valores do NOPAT para a Cooperativa ALFA, verifica-se um crescimento do resultado operacional, à exceção do valor relativo ao ano de 1999.

O valor de 1999 é resultado de um aumento dos custos (3,79%) e das despesas operacionais (13,73%), ambos superiores ao crescimento da receita operacional líquida (2,66%). Esses aumentos reduziram o lucro operacional da cooperativa de 7,05% (1999) para 4,45% (2000) da receita operacional líquida.

A próxima etapa é identificar o valor do Capital Investido (CI) pela Cooperativa ALFA, conforme está demonstrado no Quadro 6:

**QUADRO 6** – Valor do capital investido da Cooperativa ALFA*(Valores em R\$ mil)*

<b>CONTAS</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Ativo Circulante Operacional	505.585	528.725	709.533	1.018.899
Realizável a Longo Prazo	84.672	52.298	82.273	89.746
Ativo Permanente Líquido	178.718	178.202	160.023	180.559
Passivo Circulante Operacional	91.797	115.550	129.410	135.215
Passivo Não-Exigível a LP	3.789	4.587	52.057	111.609
Depósitos Judiciais	21.615	21.076	27.748	36.164
Capital Investido (CI)	651.774	618.012	742.614	1.006.216
Capital de Terceiros (CT)	241.198	253.334	299.178	452.988
Capital Próprio (CP)	410.576	364.678	443.436	553.228

Fonte: Elaborado pelo autor.

O capital investido da Cooperativa ALFA apresenta crescimento no período analisado, principalmente pelos investimentos em ativos circulantes (capital de giro). Em todos os anos, a sua estrutura de capital apresenta um volume maior de capitais próprios em relação aos capitais de terceiros.

Após a mensuração do Capital Investido (CI) e do NOPAT, determina-se o Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) da Cooperativa ALFA, conforme está demonstrado no Quadro 7:

**QUADRO 7** – Retorno sobre o capital investido da Cooperativa ALFA*Valores em R\$ mil)*

<b>VARIÁVEIS</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
NOPAT – Net Operating Profit After Taxes	166.289	78.999	169.762	248.401
Capital Investido (CI)	651.774	618.012	742.614	1.006.216
Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)	25,51%	12,78%	22,86%	24,69%

Fonte: Elaborado pelo autor

O retorno sobre o capital investido da Cooperativa ALFA sempre apresentou valores positivos e mantendo uma média de 21,46% no período analisado. Se não fosse a queda do resultado operacional do ano de 2000, já que o capital investido deste ano foi menor do que o do ano anterior, o retorno médio do período seria 24,35%.

A próxima etapa é a identificação das fontes de recursos (próprios e de terceiros) utilizadas pela Cooperativa ALFA e, na seqüência, o cálculo do seu Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).

Num primeiro momento, será utilizada a taxa de 12% ao ano como custo do capital próprio, como determina a Lei 5.764, que regulamenta as atividades cooperativistas.

O cálculo do WACC para a Cooperativa ALFA no ano de 1999 está demonstrado no Quadro 8, como segue:

**QUADRO 8** – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA no ano de 1999

(Valores em R\$ mil)

MODALIDADE	VALOR	PROPORÇÃO (%)	TAXAS (% a.a) <sup>(1)</sup>	P X T (%)
Capital de Terceiros	-	-	-	-
Capital de Giro	94.876	39,34	8,75	3,44
Operações Cambiais	55.158	22,87	61,03	13,96
Ativo Fixo	41.043	17,02	17,00	2,89
Repassé Máq. e Implementos	21.029	8,72	8,75	0,76
Comercialização	13.218	5,46	8,75	0,48
Repassé Fertilidade do Solo	9.388	3,89	8,75	0,34
Custeio Agrícola	3.794	1,57	8,75	0,14
Securitização	2.732	1,13	11,94	0,14
Custo do Capital de Terceiros	-	-	-	22,14
Custo Líquido do CT após IR e CS	-	-	-	19,83
Custo do Capital Próprio	-	-	-	12,00
WACC	-	-	-	14,90

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota:

- (1) Os encargos de empréstimos e financiamentos foram informados pelas cooperativas, pelos relatórios das auditorias independentes, ou ainda estimados pelo autor com base nas taxas praticadas pelo mercado financeiro, sendo compostos pelas taxas anuais de juros, a variação cambial quando em moeda estrangeira e a variação do IGPM ou IGP – DI (Índice Geral de Preços) limitados a 9,5% a.a para os financiamentos da modalidade PESA e RECOOP ou a TR (Taxa Referencial de Juros) para a modalidade Reparcimento. Os índices utilizados (IGPM, IGP-DI, TR, CDI, LIBOR, DÓLAR, IBX) foram extraídos dos sites do Banco Central do Brasil – BACEN ([www.bcb.gov](http://www.bcb.gov)), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)), do Ministério da Fazenda ([www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)), do IPEA – Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada ([www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)), da BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)) e da BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros ([www.bmf.com.br](http://www.bmf.com.br))

Observando-se os valores de composição do WACC para a Cooperativa ALFA no ano de 1999, verifica-se que os recursos utilizados para financiar o capital de giro foram os de maior proporção, muito embora as operações cambiais pelo seu alto custo fossem responsáveis por 63,05% do custo do capital de terceiros.

No Quadro 9, apresenta-se o cálculo do WACC para a Cooperativa ALFA no ano de 2000:

**QUADRO 9** – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA no ano de 2000

(Valores em R\$ mil)

MODALIDADE	VALOR	PROPORÇÃO (%)	TAXAS (% a.a)	P X T (%)
Capital de Terceiros	-	-	-	-
Capital de Giro	99.994	39,47	8,75	3,45
Operações Cambiais	32.528	12,84	19,20	2,47
Ativo Fixo	40.594	16,02	14,14	2,27
Repasse Máq. E Implementos	28.804	11,37	8,75	0,99
Comercialização	25.362	10,01	8,75	0,88
Repasse Fertilidade do Solo	13.479	5,32	8,75	0,47
Custeio Agrícola	6.747	2,66	8,75	0,23
Securitização	2.816	1,11	5,99	0,07
Repasse Suíno/Gado Leiteiro	2.907	1,15	8,75	0,10
Equipamentos de Informática	103	0,04	37,62	0,02
Custo do Capital de Terceiros	-	-	-	10,94
Custo Líquido do CT após IR e CS	-	-	-	8,72
Custo do Capital Próprio	-	-	-	12,00
WACC	-	-	-	10,66

Fonte: Elaborado pelo autor

No ano de 2000, o custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA foi bem menor do que o do ano anterior. Isso se deve à menor utilização dos recursos captados por meio das operações cambiais, extremamente onerosas, e a maior utilização das fontes de capital de giro a uma taxa de 8,75% ao ano.

No Quadro 10, apresenta-se o cálculo do WACC para a Cooperativa ALFA no ano de 2001:

**QUADRO 10** – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA no ano de 2001

(Valores em R\$ mil)

MODALIDADE	VALOR	PROPORÇÃO (%)	TAXAS (% a.a)	P X T (%)
Capital de Terceiros	-	-	-	-
Capital de Giro	139.085	46,49	8,75	4,07
Operações Cambiais	13.934	4,66	24,06	1,12
Ativo Fixo	35.349	11,82	14,40	1,70
Repasse Máq. e Implementos	36.472	12,19	8,75	1,07
Comercialização	41.403	13,84	8,75	1,21
Repasse Fertilidade do Solo	19.307	6,45	8,75	0,56
Custeio Agrícola	7.056	2,36	8,75	0,21
Securitização	2.589	0,87	3,00	0,03
Repasse Suíno/Gado Leiteiro	3.958	1,32	8,75	0,12
Equipamentos de Informática	25	0,01	34,00	0,00
Custo do Capital de Terceiros	-	-	-	10,08
Custo Líquido do CT após IR e CS	-	-	-	8,44
Custo do Capital Próprio	-	-	-	12,00
WACC	-	-	-	10,57

Fonte: Elaborado pelo autor

No ano de 2001, a Cooperativa ALFA apresentou um custo médio ponderado de capital bem próximo ao do ano anterior, ao redor de 10%, utilizando os recursos para o financiamento do capital de giro a uma taxa de 8,75% ao ano em maior proporção (46,49% das fontes de capital).

O Quadro 11 demonstra os cálculos do custo médio ponderado de capital para a Cooperativa ALFA no ano de 2002:

**QUADRO 11** – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA no ano de 2002

(Valores em R\$ mil)

MODALIDADE	VALOR	PROPORÇÃO (%)	TAXAS (%)	P X T (%)
Capital de Terceiros	-	-	-	-
Capital de Giro	202.875	44,79	8,75	3,92
Operações Cambiais	113.196	24,99	58,31	14,57
Ativo Fixo	26.116	5,77	14,40	0,83
Repasse Máq. e Implementos	74.615	16,47	8,75	1,44
Comercialização	34.413	7,60	8,75	0,66
Securitização	1.690	0,37	3,00	0,01
Equipamentos de Informática	83	0,02	38,75	0,01
Custo do Capital de Terceiros	-	-	-	21,45
Custo Líquido do CT após IR e CS	-	-	-	19,05
Custo do Capital Próprio	-	-	-	12,00
WACC	-	-	-	15,17

Fonte: Elaborado pelo autor

O maior custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA ocorreu no ano de 2002, ou seja, a utilização de 44,79% de capital de giro a uma taxa de 8,75% ao ano não foi suficiente para amortizar o impacto negativo da utilização dos recursos provenientes das operações cambiais, cuja proporção foi de 24,99% a um custo de 58,31% ao ano. Essas operações representaram 67,92% do custo do capital de terceiros.

Finalmente, após o cumprimento das etapas anteriores, determina-se o valor do EVA – *Economic Value Added* e identifica-se a criação ou destruição de valor pela Cooperativa ALFA, conforme demonstrado no Quadro 12:

**QUADRO 12 – Cálculo do EVA para a Cooperativa ALFA***(Valores em R\$ mil)*

<b>VARIÁVEIS</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
NOPAT	25,51	12,78	22,86	24,69
WACC	14,90	10,66	10,57	15,17
NOPAT – WACC	10,61	2,12	12,29	9,72
CAPITAL INVESTIDO	651.774	618.012	742.614	1.006.216
EVA	69.153	13.101	91.267	97.804

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com os valores calculados para o EVA, verifica-se que a Cooperativa ALFA criou valor econômico para os seus associados em todos os anos do período analisado. O menor valor apurado foi o do ano 2000, e isso se deve a uma queda do NOPAT (-49,90%) mais que proporcional à queda do WACC (-28,46%).

Como comparação, foi utilizada para o cálculo do custo do capital próprio uma segunda taxa de desconto, com dados extraídos do mercado financeiro brasileiro, ou seja, a taxa de remuneração do CDI – Certificado de Depósito Interbancário, que é utilizada como uma taxa livre de risco. O cálculo do EVA com essa nova taxa está demonstrado no Quadro 13:

**QUADRO 13 – Cálculo do EVA com a taxa do CDI para a Cooperativa ALFA***(Valores em R\$ mil)*

<b>VARIÁVEIS</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
NOPAT	25,51	12,78	22,86	24,69
WACC	19,16	13,09	14,78	21,17
NOPAT – WACC	6,35	-0,31	8,08	3,52
CAPITAL INVESTIDO	651.774	618.012	742.614	1.006.216
EVA	41.387	-1.915	60.003	35.419

Fonte: Elaborado pelo autor

Mesmo com um custo de capital próprio maior, resultado da utilização de um parâmetro do mercado financeiro, a taxa de remuneração de um CDI, portanto sob um ponto de vista mais rigoroso para com os gestores, a Cooperativa ALFA apresentou um bom desempenho no que se refere à criação de valor para os seus associados.

O EVA negativo apresentado no ano de 2000 (R\$ -1.915) não foi suficiente para eliminar o valor econômico adicionado acumulado no período (R\$ 136.809), isso mostra que os gestores da cooperativa realizaram uma gestão eficaz dos recursos disponíveis.

Uma terceira alternativa seria utilizar o modelo CAPM para determinar o custo do capital próprio da Cooperativa ALFA. Acontece que a Cooperativa ALFA não tem ações negociadas em bolsa de valores, portanto é necessário estimar o valor do seu Beta (o grau de risco de uma empresa relativamente a um índice de mercado), utilizando-se a abordagem proposta por Damodaran (1999).

Essa abordagem utiliza o Beta de uma empresa de capital aberto com ações regularmente negociadas em bolsa e que sejam comparáveis, em termos de risco do negócio, à empresa de capital fechado.

A partir daí, o modelo faz um ajuste para corrigir as diferenças de alavancagem financeira entre a empresa objeto de análise e a empresa comparável.

Nesse caso, a empresa escolhida como comparável foi a Bunge Alimentos S.A. Essa empresa está presente no Brasil desde 1905 e integra a corporação multinacional Bunge Limited, fundada em 1818 na Holanda.

É a mais importante empresa na industrialização e comercialização de grãos como soja, trigo, milho, sorgo, girassol e semente de algodão, sendo a principal empresa exportadora do agronegócio brasileiro.

A Bunge está presente em 16 Estados brasileiros, com unidades industriais; de armazenamento; moinhos; centro de distribuição, escritórios; e terminais portuários, com sua sede em Gaspar – SC ([www.bunge.com.br](http://www.bunge.com.br)).

O Cálculo do EVA para a Cooperativa ALFA utilizando-se o modelo CAPM e a abordagem de Beta de empresas comparáveis, está demonstrado no Quadro 14:

**QUADRO 14** – Cálculo do EVA para a Cooperativa ALFA pelo modelo CAPM

VARIÁVEIS	1999	2000	2001	2002
BUNGE ALIMENTOS S.A	-	-	-	-
Relação D/E	0,3557	0,2966	0,2139	0,2690
Beta Não-Alavancado do PL	0,3676	0,3763	0,3943	0,3821
COOPERATIVA ALFA	-	-	-	-
Relação D/E	0,5875	0,6945	0,6747	0,8188
Beta Alavancado Cooperativa ALFA	0,5594	0,5727	0,6065	0,6624
MODELO CAPM	-	-	-	-
Taxa Livre de Risco (CDI)	18,77	16,13	19,05	22,91
Retorno do Mercado de Ações – IBX <sup>(1)</sup>	153,96	-0,82	-0,90	5,70
Taxa de Retorno Exigido	94,61	6,40	6,76	11,58
WACC	-	-	-	-
Custo do Capital de Terceiros	19,83	8,72	8,44	19,05
Custo do Capital Próprio	94,61	6,40	6,76	11,58
Custo Médio Ponderado de Capital	66,94	7,35	7,44	14,94
NOPAT	25,51	12,78	22,86	24,69
NOPAT – WACC	-41,43	5,43	15,42	9,75
CAPITAL INVESTIDO	651.774	618.012	742.614	1.006.216
EVA	-270.030	33.558	114.511	98.106

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota:

- (1) Embora o IBOVESPA, índice representativo da maior bolsa de valores nacional, a Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA, seja o mais conhecido dos índices de mercados de valores brasileiro, este índice apresenta uma metodologia de formação de sua carteira teórica atribuindo ponderações, com base na liquidez de cada uma das ações negociadas. Como, geralmente, poucos são os papéis com grande liquidez no mercado de ações brasileiro, o índice pode-se apresentar com grandes concentrações em determinados papéis. Por outro lado, o IBA – Índice Brasileiro de Ações, posteriormente substituído pelo IBX – Índice Brasil, apresenta uma metodologia com uma melhor representatividade. O índice é formado pelas 100 empresas melhor classificadas em relação ao seu índice de negociabilidade, apurado nos 12 meses anteriores e seu critério de ponderação considera o número de ações de cada empresa disponível à negociação do mercado (Bruni e Famá, 2003, p.13).

Considerando-se o risco do negócio na definição do custo do capital próprio, verifica-se que os gestores da Cooperativa ALFA conseguiram criar valor econômico para seus associados nos anos de 2000, 2001 e 2002.

No ano de 1999, o EVA da Cooperativa ALFA apresentou valor negativo, isso é, houve destruição de valor econômico. Esse valor é resultado do alto rendimento das aplicações em ações apurado pelo índice IBX e que no modelo CAPM elevaram de forma excepcional o retorno exigido do capital próprio (94,61%).

### 5.3 Cooperativa BETA

#### 5.3.1 Histórico e evolução

A Cooperativa BETA foi fundada na década de 60 e seu quadro de associados procurava uma solução para as dificuldades de comercialização de suas safras.

As dificuldades surgiram, porque o mercado não conseguia absorver tudo o que era produzido, daí o surgimento dos especuladores que se dirigiam às propriedades e adquiriam os produtos agrícolas por um preço que não cobria seus custos de produção.

Nesta época a agricultura paranaense tinha o café como sua principal base produtiva, e a cooperativa conseguia manter um preço justo aos produtores que a ela estavam associados, protegendo-os dos especuladores.

O problema começa com as supersafras, a cooperativa não tinha infraestrutura suficiente para armazenar os grandes volumes produzidos e entregues pelos associados.

A única alternativa encontrada pela cooperativa foi captar recursos de instituições financeiras para investir em armazenagem e na aquisição de uma máquina de beneficiamento do algodão, cujo objetivo era romper com a dependência da monocultura cafeeira.

O beneficiamento do algodão apresentou bons resultados, gerando caixa suficiente para quitar as dívidas e propiciando à cooperativa investir em infraestrutura para receber novos produtos, resultado da diversificação da agricultura regional.

A partir daí, a cooperativa faz investimentos para consolidar sua diversificação produtiva e industrial, mas as turbulências do ambiente externo acabam por colocá-la em dificuldades financeiras.

### 5.3.2 Principais indicadores econômico-financeiros

Com o objetivo de analisar a situação econômico-financeira da Cooperativa BETA, apresentam-se, no Quadro 15, os valores para a mesma série de índices apurados para a Cooperativa ALFA.

No Quadro 15, verifica-se que as aplicações no ativo circulante (capital de giro) consumiram em média 32,80% do total das aplicações realizadas pela cooperativa, tendo a menor participação ocorrida no ano de 1999 (25,95%) e a maior no ano de 2002 (40,28%), portanto ocorreu um aumento dessas aplicações no período 1999 – 2002.

As aplicações nos ativos realizáveis a longo prazo consumiram, em média, 6,95% das aplicações totais e também apresentaram um aumento no período

analisado, no entanto sua participação é a menor dentre os grupos de ativos analisados.

#### QUADRO 15 – Principais indicadores econômico-financeiros da Cooperativa BETA

(Valores em R\$ mil)

INDICE	FÓRMULA	UN.	1999	2000	2001	2002
<b>ESTRUTURA DOS ATIVOS</b>	-	-	-	-	-	-
Aplicações no circulante	AC/AT	%	25,95	31,62	33,36	40,28
Aplicações no realizável	RLP/AT	%	4,18	6,31	9,45	7,84
Aplicações no permanente	AP/AT	%	69,87	62,07	57,19	51,88
<b>ENDIVIDAMENTO</b>	-	-	-	-	-	-
Endividamento de curto prazo	PC/AT	%	88,94	94,46	78,53	38,61
Endividamento de longo prazo	ELP/AT	%	21,06	32,07	40,24	52,13
Passivo oneroso	IF/(PC+ELP)	%	80,42	78,24	74,74	55,39
Índice de cobertura de juros	SOP/DF	\$	0,16	0,59	0,58	0,99
Endividamento geral	ET/AT	%	110,00	126,53	118,77	90,74
<b>CAPACIDADE DE PAGAMENTO</b>	-	-	-	-	-	-
Solvência	AT/(PC+ELP)	\$	0,91	0,79	0,84	1,10
Liquidez corrente	AC/PC	\$	0,29	0,33	0,42	1,04
Liquidez seca	(AC-ES)/PC	\$	0,11	0,17	0,21	0,62
Liquidez geral	(AC+RLP)/(PC+ELP)	\$	0,27	0,30	0,36	0,53
<b>CICLO DE ATIVIDADES</b>	-	-	-	-	-	-
Prazo médio de estocagem	(EM/C)*360	Dias	-	74	54	46
Prazo médio de recebimento	(RM/ROB)*360	Dias	-	18	15	12
Prazo médio de pagamento	(FM/C)*360	Dias	-	33	30	28
Ciclo operacional	PME+PMR	Dias	-	92	69	58
Ciclo financeiro	PME+PMR-PMP	Dias	-	59	38	30
<b>RENTABILIDADE</b>	-	-	-	-	-	-
Giro dos ativos	ROL/AT	%	0,75	0,97	1,21	1,34
Margem operacional própria	SOP/ROL	%	3,30	4,82	6,46	4,22
Margem líquida	SL/ROL	%	-15,46	-2,83	-2,04	1,10
Retorno sobre o ativo	SL/AT	%	-11,53	-2,76	-2,47	1,48
Retorno dos associados	SL/PL	%	-115,33	-10,40	-13,14	15,93

Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto às aplicações nos ativos fixos, observa-se que sua participação média se situou em 60,25% das aplicações totais. Nesse grupo do ativo, concentram-se as maiores aplicações da cooperativa, muito embora apresentando a cada ano uma participação menor.

Com relação ao prazo das aplicações, observa-se no período analisado que, em média, 67,20% estão concentradas no longo prazo e 32,80% no curto prazo.

Analisando-se como a empresa financiou suas aplicações, ou seja, como compôs suas fontes de financiamento (estrutura de capitais), observa-se uma maior participação de recursos de terceiros em todo período.

Nos anos de 1999, 2000 e 2001, a cooperativa apresentou “passivo a descoberto”, ou seja, o índice de endividamento apresentou um valor superior a 100, indicando patrimônio líquido negativo.

A composição do endividamento da cooperativa também se apresentou com grave desequilíbrio. Nos três primeiros anos do período analisado, a participação média dos recursos de terceiros de curto prazo atingiram, em média, 87,31% das fontes de financiamento, sendo 77,80% dessas fontes oriundas de empréstimos e financiamentos bancários (passivo oneroso).

Apesar do endividamento ser menor no ano de 2002 (90,74%), seu valor é bastante expressivo, com alta concentração das fontes de recursos provenientes de instituições financeiras (55,39%), o que, por si só, já caracteriza uma total dependência financeira da cooperativa com essas instituições. Se não bastasse, a capacidade de geração de recursos para pagar os encargos financeiros desse endividamento também estava comprometido, como demonstra o índice médio de cobertura de juros (0,58) da cooperativa.

A liquidez da cooperativa avalia sua capacidade de pagamento. No período analisado, sua liquidez de curto prazo apresentou um valor médio de 0,52 e, no geral, 0,37; em ambos os casos, um valor bem abaixo do mínimo desejável que seria 1,00, pois pelo menos se espera que a empresa tenha para cada \$ 1,00 de obrigações, \$ 1,00 de ativos realizáveis em curto prazo.

Destaca-se o valor da liquidez seca de 0,62 no último ano, bem acima do valor médio apresentado no três primeiros anos (0,16). Isso se deve ao fato da

cooperativa, nesse ano, apresentar um nível de estoques bem inferior à média do período analisado.

O ciclo operacional da cooperativa é o tempo decorrido entre a entrada dos produtos agrícolas e o recebimento das vendas realizadas. Em média, esse ciclo foi de 73 dias, sendo composto pelo prazo médio de estocagem (58 dias) e pelo prazo médio de recebimento (15 dias). A maior pressão sobre o ciclo operacional foi dos estoques, tanto é que, no último ano, seu menor prazo médio foi responsável por 8 dos 11 dias de redução do ciclo operacional da cooperativa.

Descontando-se do ciclo operacional o prazo médio das compras do período (30 dias), apura-se o ciclo financeiro médio (43 dias), que, na realidade, é o prazo que requer da cooperativa, recursos para financiar o capital de giro. Ela poderá fazê-lo com recursos próprios (autofinanciamento) ou de terceiros, nesse caso, a princípio, verifica-se que preferencialmente a cooperativa utilizou recursos de terceiros.

O nível de eficiência com que a cooperativa utiliza seus investimentos (ativo total) pode ser mensurado pelo giro dos seus ativos. No período analisado, verifica-se que o mesmo apresentou crescimento, ou seja, a cooperativa está conseguindo melhorar a relação receitas/ativo total.

Com relação à efetiva capacidade de geração de recursos, verifica-se, pela margem operacional própria, que a cooperativa, em média, produz um lucro operacional próprio (excluindo-se o resultado financeiro) de 4,70% em relação a sua receita operacional líquida.

Nos anos de 1999 e 2000, essa geração operacional de recursos não foi suficiente para cobrir as despesas financeiras, resultando numa margem líquida negativa de -15,46% para o ano de 1999, -2,83% para o 2000 e -2,04 para o ano

2001. No ano de 2002, a cooperativa consegue recuperar sua margem e apresenta, dessa forma, resultado positivo.

Os resultados líquidos negativos produziram um retorno sobre os investimentos também negativos, como pode ser observado, para os anos de 1999 (-11,53%), 2000 (-2,76%) e 2001 (-2,47%). No caso do retorno aos associados, a situação é pior, pois, além dos resultados negativos, em três dos quatro anos analisados, a cooperativa apresentou patrimônio líquido a descoberto.

### 5.3.3 Análise dinâmica do capital de giro

Para uma análise dinâmica das fontes de financiamento utilizadas pela Cooperativa ALFA no ano de 2002, apresentam-se, no Quadro 16, os valores das seguintes variáveis: NLCDG – Necessidade Líquida de Capital de Giro, T – Tesouraria, LP – Longo Prazo, CDGP – Capital de Giro Próprio e TSF – Termômetro da Situação Financeira.

#### **QUADRO 16** – Análise dinâmica do capital de giro da Cooperativa BETA

*(Valores em R\$ mil)*

VARIÁVEIS	FÓRMULA	UN.	1999	2000	2001	2002
Necessidade líquida – NLCDG	ACO-PCO	\$	48.154	60.702	68.979	79.662
Tesouraria	ACF-PCF	\$	-338.050	-323.180	-273.351	-70.526
Longo prazo	ELP-RLP	\$	77.710	107.623	139.357	241.371
Capital de giro próprio	PL-AP	\$	-367.606	-370.101	-343.729	-232.235
Termômetro – TSF	T/NLCDG	%	-702	-532	-396	-89

Fonte: Elaborado pelo autor

As necessidades líquidas de capital de giro da Cooperativa BETA foram crescentes no período analisado, ela financiou suas operações preferencialmente

com recursos de terceiros de curto e longo prazo, uma vez que não conseguiu fazê-lo com recursos próprios.

Especificamente com relação aos recursos de terceiros de curto prazo (tesouraria), verificou-se que sua participação no financiamento das necessidades líquidas de capital de giro atingiu absurdamente  $-702\%$  no ano de 1999, mantendo-se, ao longo dos anos, com uma média de  $-430\%$ .

Esse tipo de financiamento é o pior para a cooperativa, pois representa recursos de terceiros de curto prazo com alto custo e risco financeiro. No último ano, a cooperativa conseguiu reduzir sua dependência financeira desse tipo de recurso, mas ainda assim, sua utilização representava  $89\%$  de suas necessidades.

O financiamento com recursos de terceiros de longo prazo foi utilizado pela cooperativa em todos os períodos, inclusive com crescimento acentuado. No ano de 1999, essa fonte de recursos contribuiu com  $19\%$  do financiamento das necessidades de capital de giro e investimentos fixos (imobilizações) da cooperativa; já no ano de 2002 essa participação subiu para  $77\%$ , houve, portanto uma expansão de  $314\%$ .

Analisando-se, finalmente, o capital de giro próprio utilizado pela cooperativa para financiar suas necessidades líquidas de capital de giro, verificou-se que esse valor sempre foi negativo, embora fosse decrescente. Isso significa que a cooperativa não foi capaz de gerar recursos próprios suficientes para financiar essas necessidades.

Destaca-se também que a cooperativa imobilizou um volume de recursos bem acima da sua disponibilidade de recursos próprios (patrimônio líquido), exigindo que essas aplicações fossem financiadas, em sua maior parte, com recursos de terceiros de curto prazo (1999, 2000 e 2001).

Essa situação contraria os princípios da boa gestão financeira, cujos ditames afirmam que aplicações de longo prazo devem ser financiadas com recursos de longo prazo, pois, caso contrário, a organização poderia deparar-se com uma crise de liquidez.

#### 5.3.4 Identificação da criação de valor econômico

Na seqüência, conforme demonstrado no Quadro 17, apurou-se o NOPAT da Cooperativa BETA apenas para o ano de 2002, uma vez que, nos anos anteriores, tendo a cooperativa apresentado passivo a descoberto, fica evidente a destruição de valor para os associados.

#### QUADRO 17 – Cálculo do NOPAT para a Cooperativa BETA

(Valores em R\$ mil)

<b>CONTAS</b>	<b>2002</b>
Receita Operacional Líquida	731.856
Custo dos Produtos Vendidos	637.852
Despesas Operacionais	63.142
Despesas com Vendas	17.759
Despesas Administrativas	45.383
Outras Despesas Operacionais	0
Outras Receitas Operacionais	0
Receita Financeira	11.765
Lucro Operacional Antes do IR e CS	42.627
Imposto de Renda e Contribuição Social	317
Economia de Imposto	1.145
<b>NOPAT – Net Operating Profit After Taxes</b>	<b>41.165</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

O resultado operacional da Cooperativa Beta para o ano de 2002 foi positivo, sendo importante destacar o aumento da receita operacional líquida de 33,80% e a maior participação do resultado financeiro na estrutura de resultados em relação ao ano anterior.

A próxima etapa é identificar o valor do Capital Investido (CI) pela Cooperativa BETA, conforme está demonstrado no Quadro 18:

**QUADRO 18** – Valor do capital investido da Cooperativa BETA

*(Valores em R\$ mil)*

<b>CONTAS</b>	<b>2002</b>
Ativo Circulante Operacional	219.524
Realizável a Longo Prazo	42.715
Ativo Permanente Líquido	282.698
Passivo Circulante Operacional	139.862
Passivo Não-Exigível a Longo Prazo	80.747
Depósitos Judiciais	4.287
Capital Investido (CI)	320.041
Capital de Terceiros (CT)	273.865
Capital Próprio (CP)	46.176

Fonte: Elaborado pelo autor

O capital investido da Cooperativa BETA, em 2002, está concentrado nas aplicações de longo prazo (52%), sendo a média do período igual a 60%. Essas aplicações foram, em sua maior parte, financiadas por recursos de terceiros; especificamente no ano de 2002, essa participação atingiu 85,57% do capital investido.

Após a mensuração do Capital Investido (CI) e do NOPAT, determina-se o Retorno sobre o Capital Investido (ROIC), conforme demonstrado no Quadro 19:

**QUADRO 19 – Retorno sobre o capital investido da Cooperativa BETA***(Valores em R\$ mil)*

<b>VARIÁVEIS</b>	<b>2002</b>
NOPAT – <i>Net Operating Profit After Taxes</i>	41.165
Capital Investido (CI)	320.041
Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)	12,86%

Fonte: Elaborado pelo autor

O retorno sobre o capital investido da Cooperativa BETA apresentou um valor bem próximo ao exigido pela legislação cooperativista para remunerar os recursos próprios. Em uma avaliação mais rigorosa, levando-se em conta as taxas de desconto praticadas pelo mercado financeiro brasileiro, pode-se afirmar que esse valor se encontra abaixo dos parâmetros mínimos exigido pelos investidores.

A próxima etapa é o cálculo do custo das fontes de recursos (próprios e de terceiros), utilizadas pela Cooperativa BETA para determinar o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).

Será utilizado como custo do capital próprio a taxa de 12% ao ano, conforme determina a Lei 5.764, que rege as atividades das cooperativas.

De acordo com o Quadro 20, a modalidade de recursos PESA e RECOOP apresentaram a maior participação, 24,02% e 22,66% respectivamente. No entanto seu custo é relativamente baixo em relação às operações em moeda estrangeira, cuja participação é menor, mas com um custo financeiro mais alto. As operações em moeda estrangeira representam 72% do custo total de capital de terceiros da cooperativa.

**QUADRO 20** – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa BETA no ano de 2002

(Valores em R\$ mil)

MODALIDADE	VALOR	PROPORÇÃO (%)	TAXAS (% a.a) <sup>(1)</sup>	P X T (%)
Capital de Terceiros	-	-	-	-
Moeda Nacional	-	-	-	-
Pesa	65.794	24,02	9,50	2,28
Recoop	62.056	22,66	9,50	2,15
Securitização	11.538	4,21	3,00	0,13
Finame/Poc	2.008	0,73	16,60	0,12
Insumos	6.804	2,48	8,75	0,22
Reparcelamento	58.074	21,21	6,38	1,35
Capital de Giro	605	0,22	37,01	0,08
Moeda Estrangeira	-	-	-	-
Contrato de Câmbio	34.226	12,50	73,31	9,16
Ativo Fixo	32.760	11,96	59,86	7,16
Custo do Capital de Terceiros	-	-	-	22,66
Custo Líquido do CT após IR e CS	-	-	-	21,80
Custo do Capital Próprio	-	-	-	12,00
WACC	-	-	-	20,38

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota:

(1) Os encargos de empréstimos e financiamentos foram informados pelas cooperativas, pelos relatórios das auditorias independentes, ou ainda estimados pelo autor com base nas taxas praticadas pelo mercado financeiro, sendo compostos pelas taxas anuais de juros, a variação cambial quando em moeda estrangeira e a variação do IGPM ou IGP – DI (Índice Geral de Preços) limitados a 9,5% a.a para os financiamentos da modalidade PESA e RECOOP ou a TR (Taxa Referencial de Juros), para a modalidade Reparcimento. Os índices utilizados (IGPM, IGP-DI, TR, CDI, LIBOR, DÓLAR, IBX) foram extraídos dos sites do Banco Central do Brasil – BACEN ([www.bcb.gov](http://www.bcb.gov)), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)), do Ministério da Fazenda ([www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br)), do IPEA – Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada ([www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)), da BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)) e da BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros ([www.bmf.com.br](http://www.bmf.com.br))

Finalmente, após o cumprimento das etapas anteriores, determina-se o EVA – *Economic Value Added* e identifica-se a criação ou destruição de valor econômico pela Cooperativa BETA, conforme demonstrado no Quadro 21:

**QUADRO 21** – Cálculo do EVA para a Cooperativa BETA*(Valores em R\$ mil)*

<b>VARIÁVEIS</b>	<b>2002</b>
NOPAT	12,86%
WACC	20,38%
NOPAT – WACC	-7,52%
CAPITAL INVESTIDO	320.041
EVA	-24.067

Fonte: Elaborado pelo autor

O cálculo do EVA para a Cooperativa BETA, no ano de 2002, apresentou um valor negativo (-24.067). Esse valor indica que a Cooperativa BETA, nesse ano, destruiu valor econômico, ou seja, os seus gestores não utilizaram os recursos disponíveis de forma a maximizar a riqueza dos seus associados.

O cálculo do EVA, utilizando-se como custo do capital próprio, a taxa de remuneração do CDI ou a taxa de retorno proposta pelo modelo CAPM, não se faz necessário, uma vez que a 12% ao ano (a menor das três taxas) seu valor já foi negativo, portanto ter-se-ia apenas um valor negativo de maior magnitude.

#### 5.4 Análise da viabilidade da abertura do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão das debêntures

Neste tópico, procurar-se-á discutir a viabilidade da abertura do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão de títulos de dívida, especificamente as debêntures.

#### 5.4.1 O custo de emissão das debêntures

Para simular uma emissão de debêntures e determinar seu custo, é necessário partir de algumas premissas. A primeira é que este tipo de operação só é economicamente viável para emissões de no mínimo R\$ 50 milhões, sendo o valor médio emitido no mercado brasileiro, igual a R\$ 100 milhões (BB Investimentos e Banif Primus, 2003). As demais premissas estão listadas no Quadro 22, como seguem:

**QUADRO 22** – Características básicas para a emissão das debêntures

<b>EMISSÃO</b>	<b>CARACTERÍSTICAS BÁSICAS</b>
Valor Mobiliário	Debêntures
Tipo	Simple (não conversíveis em ações)
Forma	Nominativas escriturais
Espécie	Com garantia
Garantia de Colocação	Firme (100%)
Montante	R\$ 100.000.000
Prazo	3 anos
Amortização	33,33% ao final de cada ano
Taxa de Juros	De acordo com a simulação
Pagamento dos Juros	Trimestral
Correção Monetária	Taxa do CDI
Prêmio de Permanência	1% sobre o saldo remanescente
Taxa de Aval do Banco Avalista	0,30% sobre o saldo devedor cobrada antecipadamente e anualmente
Taxa de Registro da Emissão na CVM	R\$ 82.800
Escritório de Advocacia	R\$ 60.000
Taxa ANBID	R\$ 5.000
Publicações	R\$ 100.000
Road Show	R\$ 30.000
Prospectos e Materiais Publicitários	R\$ 15.000
Agência de Rating	R\$ 80.000
CETIP	R\$ 20.400 / ano
Agente Fiduciário	R\$ 30.000 / ano
Banco Mandatário / Escriturador	R\$ 20.000 / ano
Acompanhamento da Agência de Rating	R\$ 50.000 / ano
Comissão de Colocação	0,30% no ato
Comissão de Coordenação	0,45% no ato
Comissão de Garantia de Subscrição	0,50% no ato
Imposto sobre Operações Financeiras	Não há incidência

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do Banco do Brasil S.A – Diretoria de Mercado de Capitais e Investimentos, Banco Banif Primus e SND – Sistema Nacional de Debêntures.

Para estipular a taxa de juros a ser paga na emissão simulada, tomou-se como base, as taxas de rendimento apuradas nos processos de *bookbuilding* do período 2000 – 2004 e os respectivos betas (níveis de risco) das companhias emissoras, conforme é demonstrado no Quadro 23:

**QUADRO 23** – Resultados dos processos de *bookbuilding* e betas de empresas emissoras no período 2000 – 2004

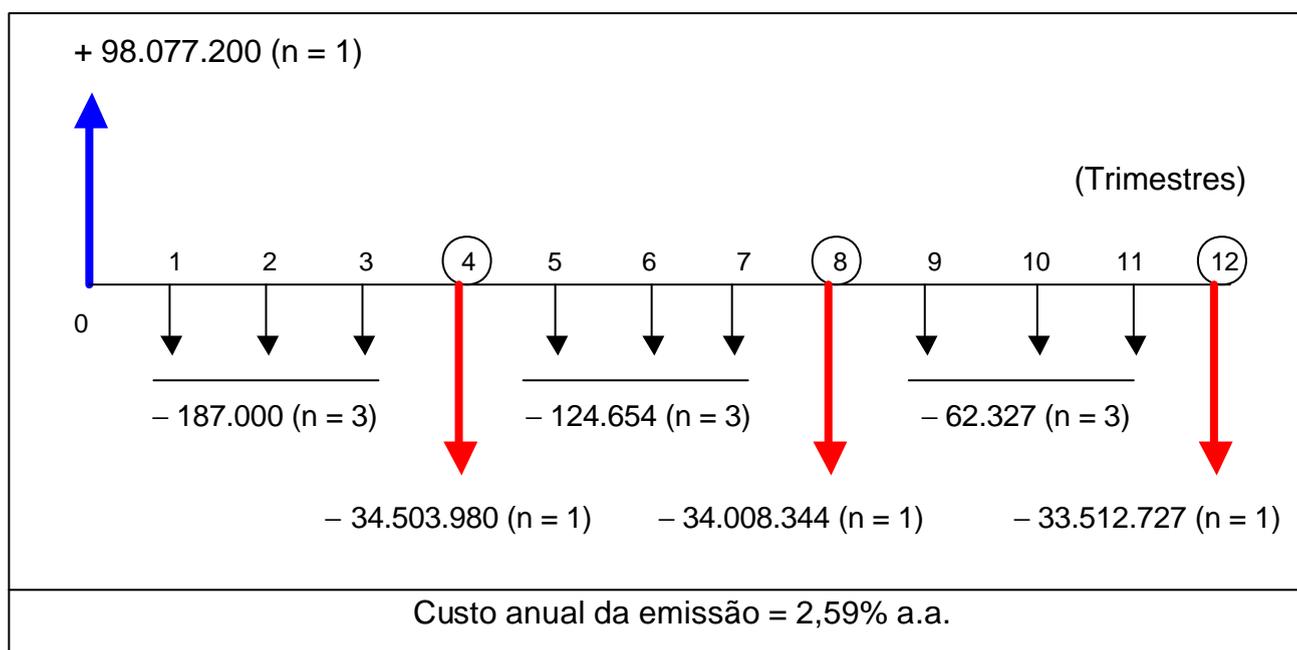
DATA DE EMISSÃO	EMISSOR	BETA	REMUNERAÇÃO APURADA
07/02/2000	Draft	0,77	CDI + 0,80% a.a.
08/09/2000	Chemical	0,78	CDI + 1,10% a.a.
13/12/2000	Petroflex	1,43	CDI + 1,00% a.a.
07/02/2001	Globo Cabo	0,99	CDI + 0,75% a.a.
26/12/2001	Copene	0,79	CDI + 2,29% a.a.
22/01/2002	CP Cimento	0,82	CDI + 1,80% a.a.
27/02/2002	CSN	0,72	CDI + 2,75% a.a.
07/05/2002	Copel	0,85	CDI + 1,75% a.a.
14/05/2002	Sabesp	1,08	CDI + 1,85% a.a.
24/07/2003	Telemar	1,07	CDI + 2,18% a.a.
24/07/2003	Telesp Celular	0,72	CDI + 1,05% a.a.
29/01/2004	Lojas Americanas	0,86	CDI + 0,90% a.a.

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Economática e SND – Sistema Nacional de Debêntures.

A partir dos parâmetros definidos no Quadro 23, procurou-se simular a emissão de R\$ 100 milhões de debêntures e obter seu custo anual de emissão, partindo-se de três taxas de remuneração de acordo com os valores apresentados no Quadro 23: Taxa I (taxa mínima = 0,75% a.a), Taxa II (taxa média = 1,75% a.a) e Taxa III (taxa máxima = 2,75% a.a).

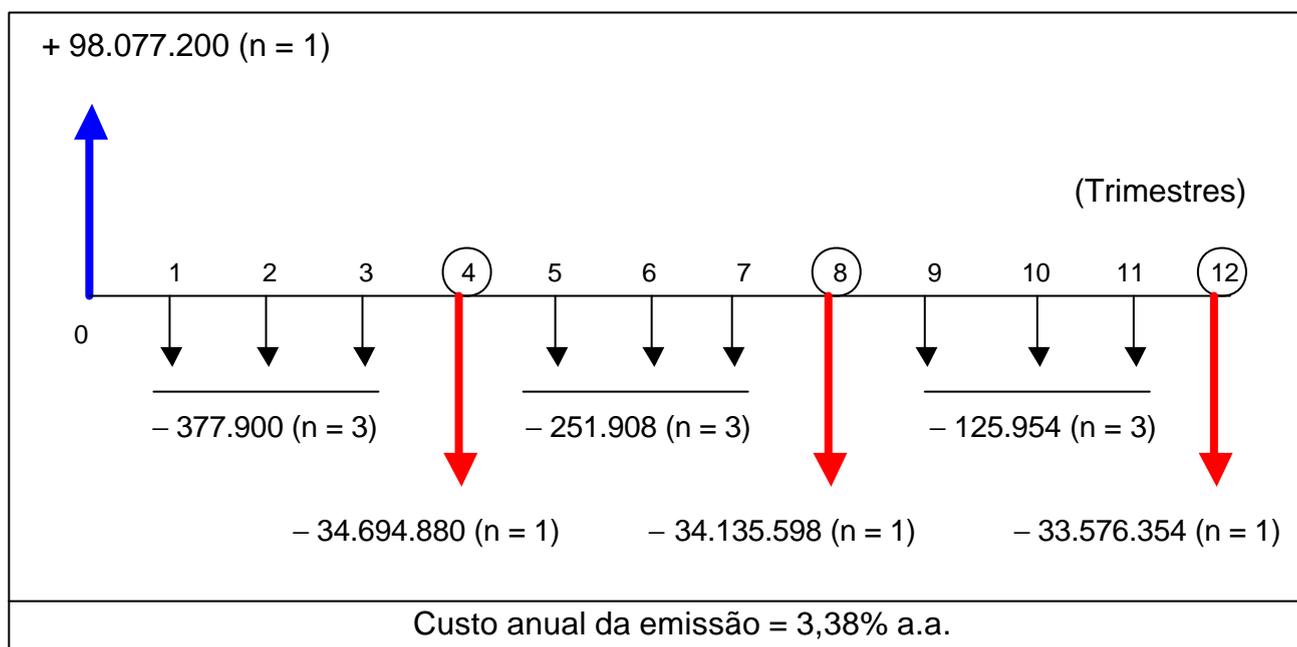
Os resultados apurados apresentam-se a seguir:

a) Taxa I (menor taxa): juros de 0,75% a.a.



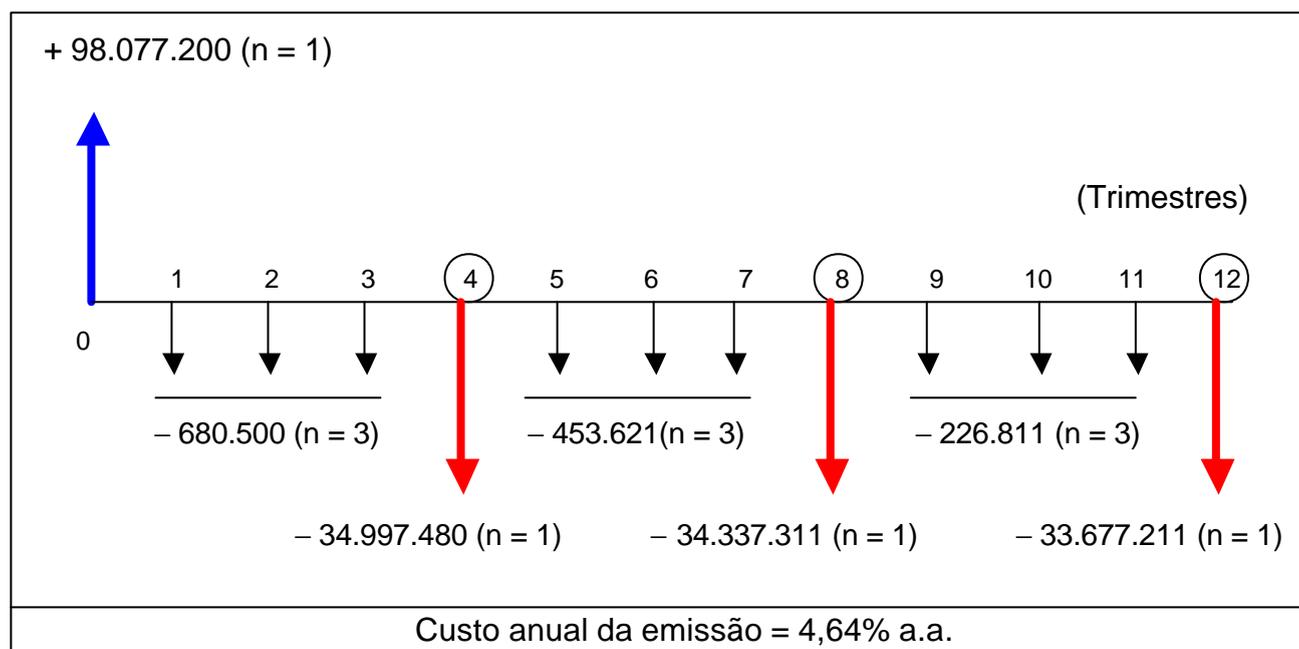
O resultado dos cálculos a partir da Taxa I, em que a remuneração proposta foi a menor apurada pelas empresas no período 2000 – 2004, demonstra que o custo de emissão das debêntures seria de 2,59% ao ano.

b) Taxa II (taxa média): juros de 1,52% a.a.



No caso da Taxa II, em que a remuneração proposta foi a remuneração média apurada pelas empresas no período 2000 – 2004, o custo anual de emissão das debêntures seria de 3,38% ao ano.

c) Taxa III (maior taxa): juros de 2,75% a.a



Para a Taxa III, definiu-se como remuneração a maior taxa apurada pelas empresas no período 2000 – 2004. O resultado seria um custo anual de emissão das debêntures igual a 4,64% ao ano.

Com o objetivo de delimitar um intervalo de variação entre as taxas de remuneração propostas e os respectivos custos anuais de emissão das debêntures, construiu-se o Quadro 24:

**QUADRO 24 – Taxa anual de juros e custo anual de emissão de R\$ 100 milhões de debêntures**

(Em R\$ mil)

Taxa anual de juros (%)	0,75	0,80	0,90	1,00	1,05	1,10
Taxa trimestral (%)	0,1870	0,1994	0,2242	0,2491	0,2615	0,2739
Valor da Emissão (\$)	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Fluxo de caixa 0 (\$)	98.077	98.077	98.077	98.077	98.077	98.077
Fluxo de caixa 1 (\$)	187	199	224	249	261	273
Fluxo de caixa 2 (\$)	34.503	34.516	34.541	34.566	34.578	34.590
Fluxo de caixa 3 (\$)	124	132	149	166	174	182
Fluxo de caixa 4 (\$)	34.008	34.016	34.033	34.049	34.058	34.066
Fluxo de caixa 5 (\$)	62	66	74	83	87	91
Fluxo de caixa 6 (\$)	33.512	33.516	33.525	33.533	33.537	33.541
Custo anual emissão (%)	2,59	2,64	2,74	2,84	2,89	2,94

(Continuação)

Taxa anual de juros (%)	1,75	1,80	1,85	2,18	2,29	2,75
Taxa trimestral (%)	0,4347	0,4470	0,4593	0,5406	0,5676	0,6805
Valor da Emissão (\$)	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Fluxo de caixa 0 (\$)	98.077	98.077	98.077	98.077	98.077	98.077
Fluxo de caixa 1 (\$)	434	447	459	540	567	680
Fluxo de caixa 2 (\$)	34.751	34.763	34.776	34.857	34.884	34.997
Fluxo de caixa 3 (\$)	289	297	306	360	378	453
Fluxo de caixa 4 (\$)	34.173	34.181	34.189	34.244	34.262	34.337
Fluxo de caixa 5 (\$)	144	148	153	180	189	226
Fluxo de caixa 6 (\$)	33.595	33.599	33.603	33.630	33.639	33.677
Custo anual emissão (%)	3,61	3,66	3,71	4,05	4,17	4,64

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 5.5 Discussão dos casos

A possibilidade de captar recursos de terceiros sob a forma de dívida, somente será exequível economicamente, se o retorno proporcionado pelo uso dos recursos for maior do que o custo da dívida. Portanto existe uma relação direta entre a capacidade de endividamento e a rentabilidade do negócio.

Se os gestores de uma cooperativa não conseguirem gerar retorno suficiente para honrar o pagamento das obrigações provenientes de juros e amortizações da dívida contratada, a cooperativa enfrentará sérias dificuldades financeiras.

Dessa forma, uma pré-condição para a cooperativa emitir títulos de dívida (debêntures) é ter uma boa situação econômico-financeira, o que, de imediato, não se verificou na Cooperativa Beta, haja vista seu alto grau de endividamento, o baixo índice de cobertura de juros, a rentabilidade negativa e os anos em que o passivo se mostrou a descoberto. Mesmo no ano de 2002, quando o retorno dos ativos apresentou uma taxa positiva de 1,48%, isso não foi suficiente, para que a cooperativa criasse valor econômico (EVA = -24.067).

Diante do exposto, constata-se que apenas a Cooperativa ALFA reúne as pré-condições para a emissão das debêntures, tanto pela situação econômico-financeira como pelo coeficiente de risco sistemático (Beta = 0,66), cujo valor é inferior ao de todas as empresas listadas no Quadro 23.

Se a emissão das debêntures fosse realizada pela Cooperativa ALFA no ano de 2002, com a intenção de substituir R\$ 100 milhões de passivo oneroso, utilizando-se como parâmetros as taxas de remuneração mínima, média e máxima do Quadro 24 e o índice de variação anual do CDI – Certificado de Depósito Interbancário, os custos anuais de emissão seriam os seguintes:

**QUADRO 25** – Custo anual de emissão das debêntures para a Cooperativa ALFA

TAXAS DE REMUNERAÇÃO	CUSTO DE EMISSÃO
TAXA MÍNIMA (0,75% + CDI)	26,09%
TAXA MÉDIA (1,52% + CDI)	27,06%
TAXA MÁXIMA (2,75% + CDI)	28,61%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao utilizar os recursos obtidos pela emissão das debêntures na substituição dos passivos onerosos de maior custo (operações cambiais = 58,31% a.a) e a “taxa mínima” de remuneração das debêntures (Quadro 25), A Cooperativa Alfa apura um novo Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) para ela, conforme está demonstrado no Quadro 26:

**QUADRO 26** – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA com a emissão das debêntures e a taxa mínima de remuneração para o ano de 2002

(Valores em R\$ mil)

MODALIDADE	VALOR	PROPORÇÃO (%)	TAXAS (%)	P X T (%)
Capital de Terceiros	-	-	-	-
Capital de Giro	202.875	44,79	8,75	3,92
Debêntures	100.000	22,08	26,09	5,76
Operações Cambiais	13.196	2,91	58,31	1,70
Ativo Fixo	26.116	5,77	14,40	0,83
Repasso Máq. e Implementos	74.615	16,47	8,75	1,44
Comercialização	34.413	7,60	8,75	0,66
Securitização	1.690	0,37	3,00	0,01
Equipamentos de Informática	83	0,02	38,75	0,01
Custo do Capital de Terceiros	-	-	-	14,33
Custo Líquido do CT após IR e CS	-	-	-	12,73
Custo do Capital Próprio	-	-	-	11,58
WACC	-	-	-	12,10

Fonte: Elaborado pelo autor

Utilizando a “taxa média” de remuneração das debêntures (Quadro 25), o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) para a Cooperativa ALFA seria o demonstrado no Quadro 27:

**QUADRO 27** – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA com a emissão das debêntures e a taxa média de remuneração para o ano de 2002

(Valores em R\$ mil)

<b>MODALIDADE</b>	<b>VALOR</b>	<b>PROPORÇÃO (%)</b>	<b>TAXAS (%)</b>	<b>P X T (%)</b>
Capital de Terceiros	-	-	-	-
Capital de Giro	202.875	44,79	8,75	3,92
Debêntures	100.000	22,08	27,06	5,97
Operações Cambiais	13.196	2,91	58,31	1,70
Ativo Fixo	26.116	5,77	14,40	0,83
Repasse Máq. e Implementos	74.615	16,47	8,75	1,44
Comercialização	34.413	7,60	8,75	0,66
Securitização	1.690	0,37	3,00	0,01
Equipamentos de Informática	83	0,02	38,75	0,01
Custo do Capital de Terceiros	-	-	-	14,55
Custo Líquido do CT após IR e CS	-	-	-	12,92
Custo do Capital Próprio	-	-	-	11,58
WACC	-	-	-	12,18

Fonte: Elaborado pelo autor

Se a taxa de remuneração das debêntures fosse a “máxima” (Quadro 25), o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) para a Cooperativa ALFA seria o demonstrado no Quadro 28:

**QUADRO 28** – Custo médio ponderado de capital da Cooperativa ALFA com a emissão das debêntures e a taxa máxima de remuneração para o ano de 2002

(Valores em R\$ mil)

MODALIDADE	VALOR	PROPORÇÃO (%)	TAXAS (%)	P X T (%)
Capital de Terceiros	-	-	-	-
Capital de Giro	202.875	44,79	8,75	3,92
Debêntures	100.000	22,08	28,61	6,32
Operações Cambiais	13.196	2,91	58,31	1,70
Ativo Fixo	26.116	5,77	14,40	0,83
Repassé Máq. e Implementos	74.615	16,47	8,75	1,44
Comercialização	34.413	7,60	8,75	0,66
Securitização	1.690	0,37	3,00	0,01
Equipamentos de Informática	83	0,02	38,75	0,01
Custo do Capital de Terceiros	-	-	-	14,89
Custo Líquido do CT após IR e CS	-	-	-	13,22
Custo do Capital Próprio	-	-	-	11,58
WACC	-	-	-	12,32

Fonte: Elaborado pelo autor

O efeito da emissão das debêntures na redução do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) da Cooperativa ALFA produziria novos valores para o EVA, conforme está demonstrado no Quadro 29:

**QUADRO 29** – Cálculo do EVA da Cooperativa ALFA com a emissão das debêntures para o ano de 2002

(Valores em R\$ mil)

VARIÁVEIS	Taxa Mínima	Taxa Média	Taxa Máxima
NOPAT	24,69	24,69	24,69
WACC	12,10	12,18	12,32
NOPAT – WACC	12,59	12,51	12,37
CAPITAL INVESTIDO	1.006.216	1.006.216	1.006.216
EVA	126.682	125.878	124.469

Fonte: Elaborado pelo autor

Comparando-se o valor do EVA da Cooperativa ALFA, apurado no Quadro 29 (taxa média), com o valor apurado no Quadro 14 (estrutura de capital sem a emissão das debêntures), observa-se um acréscimo no valor econômico de 28,31%, ou seja, o equivalente a R\$ 28 milhões (R\$ 125.878 – R\$ 98.106).

Dessa forma, a substituição do passivo oneroso de maior custo pela emissão das debêntures pode ser uma nova alternativa de capitalização para a Cooperativa ALFA, sem contar ainda com a vantagem adicional do alongamento da dívida e da flexibilidade em desenhar uma operação que atenda, ao mesmo tempo, o interesse da cooperativa e dos investidores.

Ao finalizar este capítulo algumas considerações devem ser feitas:

a) A capitalização das cooperativas agropecuárias pela emissão de debêntures não poderá ser feita por toda e qualquer cooperativa, haja vista, a necessidade do atendimento de uma série de pré-requisitos para tal, dentre os quais se destacam: a separação da propriedade e do controle, a profissionalização da gestão, um valor mínimo de ativos disponíveis a serem oferecidos como garantia firme para os investidores, a transparência da gestão e o desenho de uma nova arquitetura organizacional com amplas discussões sobre a governança corporativa cooperativa;

b) Para as pequenas e médias cooperativas as alternativas seriam os processos de fusão, incorporação ou a concentração em cooperativas centrais, para que estas, pelo porte de suas operações e volume de ativos, pudessem se habilitar a emitir os títulos.

## 6 CONCLUSÕES

O referencial teórico exposto nos capítulos iniciais e a análise dos resultados amparados pela metodologia permitiram a reflexão sobre as conclusões da pesquisa no sentido de atender aos objetivos propostos, cujos pontos principais se relatam a seguir.

O novo cenário da economia mundial apresenta-se para as sociedades cooperativas sob a forma de uma permanente contradição, qual seja, a de manter-se uma empresa competitiva, capaz de enfrentar multinacionais de grande porte que conquistam seus mercados e, ao mesmo tempo, atender as necessidades dos seus associados, nem sempre podendo fazê-lo com algum resultado.

Essa contradição impõe limites ao financiamento do seu processo de expansão com recursos próprios (autofinanciamento), especialmente em economias em desenvolvimento, em que o fator capital é geralmente escasso e caro, e sua necessidade aparentemente é infinita.

A economia brasileira apresenta uma enorme carência de capital, com expressiva demanda por investimentos produtivos e pouca oferta de crédito privado de longo prazo, tornando inexequíveis os investimentos de longa maturação e a retomada do crescimento econômico de forma sustentável.

É consensual a visão de que o desenvolvimento do mercado de capitais pode suprir essa carência de crédito privado de longo prazo, basta observar a experiência internacional, em que esse mercado capta os recursos necessários ao financiamento do processo de expansão das empresas, promovendo ganhos de competitividade e produtividade em todo o sistema econômico.

No Brasil, o governo sempre liderou a mobilização dos recursos e sua alocação para o financiamento dos investimentos privados. Com a estabilização da moeda, a privatização das empresas estatais e a maior abertura da economia ao comércio internacional, espera-se que o setor público passe a concentrar seus recursos no atendimento das demandas sociais, deixando ao mercado de capitais a responsabilidade de assumir essa liderança de agora em diante.

A potencialidade do mercado de capitais em assumir esse papel depende do crescimento da poupança institucional voluntária (fundos de investimentos, de pensão e os de previdência aberta), bem como da redução persistente da taxa de juros dos títulos públicos que será possível, se houver uma clara intenção do governo em consolidar o ajuste fiscal de longo prazo, reduzindo a vulnerabilidade da economia brasileira ao capital financeiro internacional.

A expectativa com relação ao fortalecimento desse mercado é o que justifica a proposta desta tese, haja vista a escassez de crédito permear todas as decisões das cooperativas agropecuárias, quando, a partir de uma determinada fase do seu processo de crescimento, observa-se uma nova relação entre recursos próprios e de terceiros, que, em alguns casos, compromete seu equilíbrio financeiro.

Portanto é necessário tornar exeqüível a capitalização das cooperativas agropecuárias, de forma a permitir uma alocação de custos e riscos entre essa e seus investidores, com o objetivo de minimizar seu custo de capital e alongar o perfil do seu passivo oneroso.

Nesse sentido, a tese estuda a abertura direta do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão de títulos de dívida, as debêntures. Essa alternativa está baseada nas vantagens que a captação de recursos via debêntures apresenta em relação a outras modalidades de financiamento.

A principal vantagem é que a emissão das debêntures pode ser desenhada sob medida para atender as necessidades das cooperativas, permitindo uma maior flexibilidade com relação aos prazos, garantias e condições de pagamento da dívida contratada.

O dirigente cooperativista poderá ajustar as parcelas de amortização e a remuneração dos títulos ao fluxo de caixa do projeto, que a emissão estará financiando, bem como às exigências do mercado investidor na data da emissão.

Apesar das vantagens vinculadas à flexibilidade, a cooperativa só deverá captar os recursos pela emissão das debêntures, se o retorno proporcionado pela utilização desses recursos for superior ao seu custo de emissão, caso contrário, a operação estaria prejudicando os associados.

Por ser um título de longo prazo, as debêntures apresentam um custo de captação menor do que os empréstimos bancários de curto prazo, freqüentemente utilizado pelas cooperativas. Dessa forma, a cobertura dos seus encargos financeiros pelo resultado operacional, dar-se-ia a um nível de risco menor para as cooperativas.

Uma outra vantagem das debêntures é que os pagamentos dos encargos financeiros são dedutíveis na apuração do imposto de renda, quando suas operações são caracterizadas como atos não cooperativos, portanto esse benefício fiscal deverá ser considerado na formação da taxa líquida de juros da operação.

Outro aspecto a destacar é a desintermediação financeira. No processo de endividamento pela emissão das debêntures, desaparecem as instituições financeiras como intermediárias entre as cooperativas agropecuárias e os investidores. Nesse caso, elimina-se o *spread*, ou seja, o diferencial entre as taxas de captação e aplicação dos recursos, cobrado pelas instituições financeiras com a

finalidade de custear suas operações, cobrir os riscos de inadimplência e gerar o seu lucro operacional.

Especificamente com relação aos objetivos específicos da tese, verifica-se que todos foram cumpridos. O primeiro deles demonstrou que as cooperativas agropecuárias analisadas financiaram seu processo de expansão com recursos de terceiros. O segundo mensurou o custo de suas fontes de capital. O terceiro identificou o processo de criação ou destruição de valor econômico, cuja finalidade foi avaliar o desempenho econômico dos gestores, e o quarto objetivo, apoiado nos resultados dos objetivos anteriores, propôs e aplicou uma metodologia para avaliar a exequibilidade econômica da abertura direta do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão das debêntures, permitindo assim atender o objetivo geral da presente pesquisa.

Pela análise realizada, verificou-se que a abertura direta do capital pela emissão das debêntures não pode ser realizada por toda e qualquer cooperativa agropecuária.

É necessário que estudos preliminares identifiquem seu equilíbrio econômico-financeiro, sua capacidade de pagamento e a transparência de sua gestão (governança corporativa cooperativa).

A boa governança deverá ainda ser garantida pela criação de estruturas de monitoramento, como um sistema de auditoria independente, que garanta os direitos de associados e investidores, possibilitando a construção de uma imagem de seriedade da gestão cooperativista junto aos seus principais *stakeholders*.

Outro pré-requisito importante é a definitiva separação entre a propriedade e o controle da cooperativa pela profissionalização dos gestores, garantindo aos

associados e investidores o cumprimento rigoroso do plano estratégico de negócios, cujos objetivos devem ser atingidos com eficácia.

Para concluir, ainda resta destacar que o aumento da taxa básica de juros do mercado norte-americano e a conseqüente redução do fluxo de capitais para o Brasil favorecem o mercado de capitais interno, especialmente a emissão das debêntures, devido ao aumento da demanda empresarial por recursos, que, em condições de menor risco e custo, eram captados no mercado internacional.

De forma geral, conclui-se que a tipologia de uma sociedade cooperativa acaba por definir sua estrutura de capital, e o crescimento com recursos de terceiros revela-se uma tendência devido às limitações impostas para a obtenção de capitais próprios.

## 6.1 Recomendações

Com base nos resultados da pesquisa realizada, fazem-se as seguintes recomendações aos dirigentes do setor cooperativista agropecuário:

a) Apóiem todas as investigações científicas sobre novos padrões de capitalização e financiamento para as cooperativas agropecuárias;

b) Divulguem as pesquisas já existentes em todos os fóruns do cooperativismo agropecuário, bem como, as encaminhem aos congressistas que defendem a causa cooperativista, especialmente no que diz respeito às mudanças na Lei 5.764/71;

c) Defendam a participação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, e dos Bancos Centrais Cooperativos – BANCOOB e BANSICREDI, no controle de todas as operações realizadas nesse novo mercado;

## 6.2 Sugestões para futuras linhas de investigação

a) Estudar a viabilidade da abertura direta do capital das cooperativas agropecuárias pela emissão de ações, considerando as restrições doutrinárias do cooperativismo, como por exemplo, a gestão democrática (um homem, um voto);

b) Investigar como as cooperativas agropecuárias poderiam incentivar os associados a utilizar a Cédula do Produtor Rural (CPR) e os mecanismos de futuros e opções como instrumentos para a obtenção de recursos e redução do risco de variação de preços (Duarte, 2003), e o impacto dessa medida em sua estrutura de capital.

## REFERÊNCIAS

ALENCAR, E. **Introdução à metodologia da pesquisa social**. Lavras: UFLA/DAE, 1999.

ANAIS DO XI CONGRESSO BRASILEIRO DE COOPERATIVISMO. Brasília, novembro de 1997.

ANTONIALLI, L. M. **Modelo de gestão e estratégias**: o caso de duas cooperativas de leite e café de Minas Gerais. São Paulo: FEA/USP, 2000.

ARRUDA, C. et al. **Relatório da análise comparativa Brasil, Argentina e Chile na competitividade mundial** – 1995. Fundação Dom Cabral: dezembro de 1995.

ASSAF NETO, A. **A contabilidade e a gestão baseada no valor**. Texto para discussão. Série Contabilidade. TD-C/1, 1999.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE AGRIBUSINESS – ABAG. **Segurança alimentar**: uma abordagem de agribusiness. São Paulo, 1993.

AZEVEDO, S. Menos companhias fecham o capital. **Jornal Gazeta Mercantil**. São Paulo, 17 set. 2002. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

BARROS, G. Juros derrubam a rentabilidade das empresas. **Jornal Folha de São Paulo**. São Paulo, 4 mar. 2004. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

BASTIANI, I. C. R. **Risco e taxa de retorno:** agroindústria cooperativa versus pequena propriedade rural. São Paulo: EAESP/FGV, 1991.

\_\_\_\_\_. **Estrutura e custo de capital:** um estudo sobre a realidade das cooperativas agropecuárias do Paraná. I Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças. Anais, São Paulo, 2001.

BIALOSKORSKI NETO, S. **Agribusiness cooperativo:** economia, doutrina e estratégias de gestão. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada). Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Piracicaba. 1994.

\_\_\_\_\_. **Moderno gerenciamento da empresa cooperativa e a nova geração de empreendimentos cooperativos.** Brasília: OCB XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo, 1997.

\_\_\_\_\_. **Cooperativas:** economia, crescimento e estrutura de capital. Piracicaba: ESALQ/USP, 1998a.

\_\_\_\_\_. **Discussão da experiência das cooperativas canadenses na abertura de capital.** Capítulo da Tese de Doutorado Cooperativas: Economia, Crescimento e Estrutura de Capital. Piracicaba: DESR/ESALQ/USP, 1998b.

\_\_\_\_\_. **Economia e estrutura de capital das cooperativas agropecuárias:** uma abordagem da nova economia institucional. "Working Paper" elaborado para discussão no PENSA. São Paulo: FEA/USP, 1998d.

\_\_\_\_\_. **A nova empresa cooperativa.** Revista Agroanalysis. Setembro de 1998g.

\_\_\_\_\_. **Governança e perspectivas do cooperativismo**. I Workshop Internacional de Tendências do Cooperativismo, PENSA/FUNDACE/FEARP-USP, p. 17-35, 1998h.

\_\_\_\_\_; MARQUES, P. V.; NEVES, E. M. **Agribusiness cooperativo, eficiência e princípios doutrinários**. Piracicaba: ESALQ/USP, 1995.

BRAGA, H. R. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1989.

BRANDÃO, V. **Encruzilhada cooperativa**. Revista Expressão. Florianópolis: AZ Comunicações, n.º 8, p. 21-24, 1998.

BRASIL, H. V. BRASIL, H. G. **Gestão financeira das empresas: um modelo dinâmico**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. **Custo de capital e emissões de ADRS: uma análise de lançamentos brasileiros no período 1992 – 2001**. III Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças. Anais, São Paulo, 2003.

BRUYNE, P.; HERMAN, J.; SCHUTHEETE, M. **Dinâmica da pesquisa em ciências sociais: os pólos da prática metodológica**. Tradução de Ruth Joffily. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1991.

CAMBA, D.; VIEIRA, C. CVM prepara regras para facilitar financiamento. **Jornal Folha de São Paulo**. São Paulo, 26 ago. 2003. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 06 mai. 2004.

CARRO, R. Dívida bateu recorde em 2002, diz FGV. **Jornal Valor Econômico**. São Paulo, 20 ago.2003. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

\_\_\_\_\_. Dívida bateu recorde em 2002. **Jornal Valor Econômico**. São Paulo, 20 ago. 2003. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

CARVALHO, A. G.; BARCELOS, L. C. **Determinantes do acesso ao crédito no Brasil**. II Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças. Anais, Rio de Janeiro, 2002.

CASAGRANDE NETO, H. **Abertura do capital de empresas no Brasil**: um enfoque prático. São Paulo: Atlas, 2000.

COOK, M. L. **Nova geração de cooperativas**. XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Brasília, p. 149-153, Novembro de 1997.

COPELAND, T. **Valuation**: measuring and managing the value of companies. New York: John Wiley, 1994.

COTIAS, A. Cédula de crédito é opção para média empresa. **Jornal Gazeta Mercantil**. São Paulo, 30 abr. 2004. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

\_\_\_\_\_. Empresas planejam emissões em reais. **Jornal Valor Econômico**. São Paulo, 22 abr. 2004. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

COUTINHO, L.; FERRAZ, J. C. **Estudo da competitividade da indústria brasileira**. Campinas, São Paulo: Papyrus, 1994.

CRACOGNA, D. **Adequação da legislação cooperativista**: experiência internacional. XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Brasília, p. 134-145, Novembro de 1997.

CRUZ FILHO, H. **Informação contábil como fator de estímulo à participação na cooperativa**. Viçosa: UFV, 1995.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Tradução de Bazán Tecnologia e Lingüística (Carlos Henrique Trieschmann e Ronaldo de Almeida Rego). Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

DORNELAS, S. **Dois pesos e uma medida**: nascido sob a égide da solidariedade, o cooperativismo enfrenta hoje o desafio de conciliar seus princípios com a competitividade. Agroanalysis, Rio de Janeiro, v. 18, n.º 12, p. 28-29, dezembro, 1998.

DUARTE, A. C. **Cédula de Produto Rural (CPR) e Mercados Futuro e de Opções como instrumentos de Financiamento e redução de risco na cultura de café**. Florianópolis, 2003, 103 p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC.

EGGERTSSON, T. **Economic behavior and institutions**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

EHRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado – a verdadeira chave para a criação de riqueza.** Tradução de Bazán Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FERREIRA, R. N. **Índices-padrão e situação econômica e político-social de cooperativas de leite e café da região sul do Estado de Minas Gerais.** Lavras: UFLA, 1999.

FISHER, M. L. **Financing agricultural cooperatives, economic issues and alternatives, PhD.** Dissertation, University of Minnesota, 1989.

FLEURIET, M.; KEHDY, R. & BLANC, G. **A dinâmica financeira das empresas brasileira.** Belo Horizonte. Fundação Dom Cabral, 1980.

FLEURY, M. T. L. **Cooperativas agrícolas e cooperativismo no Brasil.** São Paulo: Global, 1983.

\_\_\_\_\_; SHINYASHIKI, G.; STEVANATO, L. A. **Entre a antropologia e a psicanálise: dilemas metodológicos dos estudos sobre cultura organizacional.** São Paulo. Revista de Administração, v. 32, n.º 1, p. 23-37, jan/mar. 1997.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FREZATTI, F. **Gestão de valor na empresa: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial.** São Paulo: Atlas, 2003.

FULTON, M. E. **The future of canadian agricultural cooperatives: a property rights approach.** American Journal of Agricultural Economics, v. 77, p. 1144 -1152, 1995.

GAVA, E. **Análise da administração de cooperativas agrícolas e sua influência na formação de capital, Estado do Espírito Santo.** (Mestrado em Economia Aplicada – Universidade Federal de Viçosa) Viçosa, 1972.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** São Paulo: Atlas, 1995.

\_\_\_\_\_. **Como elaborar projetos de pesquisa.** São Paulo: Atlas, 1991.

GIMENES, R. M. T. **Análisis del comportamiento de los administradores financieros respecto al coste y estructura de capital.** Aplicación a las cooperativas agropecuarias del Estado del Paraná. (Tese de Doutorado), Espanha: Universidad de León, 1999.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira.** São Paulo: Harbra, 1997.

GODOY, A. S. **Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades.** Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 35, n.º 2, mar./abr. p. 57-63, 1995a.

GOZER, I. C. **Autofinanciamento das cooperativas agropecuárias do Estado do Paraná.** 2003. 234 p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC, Florianópolis.

GRAMACHO, A. **Cooperativas agrícolas e globalização.** Rio de Janeiro: Agroanalysis, v. 17, n.º 8, p. 14-15, agosto, 1997.

IRION, J. E. **Cooperativismo e economia social.** São Paulo: Editores, 1997.

JAGER, W. **As cooperativas brasileiras sob o enfoque da moderna teoria da cooperação.** Tradução de Helmut Egewarth. Brasília: Organização das Cooperativas Brasileiras, 1992.

JANK, M. S. **A inserção do Brasil e do setor cooperativo no mercado mundial de produtos agroindustrializados.** Piracicaba, FEALQ – ESALQ-USP, 1990.

\_\_\_\_\_. **Agenda do dia para as cooperativas:** no setor agropecuário, entidades têm de lidar com a concorrência acirrada e precisam rever suas regras. Caderno de Economia. Estado de São Paulo, p. 6, 18 de junho, 1997.

JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.** Journal of Financial Economics, p. 305-360, outubro. 1976.

JOHNSON. R. W. **Administração financeira.** Trad. Lenita Corrêa Camargo. São Paulo: Pioneira, 1970.

JÚNIOR SILVA, A. Debêntures vivem momento de boom. **Jornal Gazeta Mercantil.** São Paulo, 7 abr. 2004. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

KIRK, J.; MILLER, M. **Reliability and validity in qualitative research.** Beverly Hills: Sage Publications, 1986.

KOLOSVSKI, J. P. **Manual de sobrevivência:** a integração vai dar às cooperativas mais fôlego financeiro para elas se posicionarem mais firmemente no mercado. Rio de Janeiro: Agroanalysis, v.18, n.º 1, p. 32-33, dezembro, 1998.

\_\_\_\_\_. **Autogestão nas cooperativas**: liberdade com responsabilidade. Curitiba, Ocepar, 1992.

LABINI, P. S. **Oligopólio e progresso técnico**. Rio de Janeiro. Forense-Universitária/EDUSP, 1980.

LAUSCHNER, R. Agroindústria cooperativa. *In*: PINHO, D.B. org. **Tipologia cooperativa** – manual de cooperativismo. São Paulo: CNPQ, v. 4, p. 76-84, 1984.

\_\_\_\_\_; SCHWEINBERGER, G. A. **Eficiencia y eficacia de la empresa cooperativa y estructura de poder**. Perspectiva Econômica, São Leopoldo, v. 24, n. 65, p.11-26, abr./mai., 1989.

LAZZARINI, S. G. **Estudos de caso**: aplicabilidade e limitações do método para fins de pesquisa. Economia e Empresa, v. 2, n.º 4, p. 17-26, 1998.

\_\_\_\_\_; BIALOSKORSKI NETO, S. **Decisões financeiras em cooperativas**: fontes de ineficiência e possíveis soluções. “Working Paper” elaborado para discussão no PENSA. São Paulo: FEA/USP, 1998.

LEMOS, M. F. M.; LEMES JÚNIOR, A. B. **Custo de capital e a competitividade das empresas brasileiras**: a relevância do BNDES. I Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças. Anais, São Paulo, 2001.

LONGARAY, A. A. *et al.* **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**: teoria e prática. *In*: BEUREN, I. M. (Organizadora), São Paulo: Atlas, 2003.

LOUREIRO, M. A. **Cooperativas agrícolas e capitalismo no Brasil**. São Paulo, Cortez/Autores Associados, 1981.

MAGNAVITA, M. Balanços confirmam intensidade da crise. **Jornal Gazeta Mercantil**. São Paulo, 26 ago. 2002. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 06 mai. 2004.

MARQUES, J. A. V. C.; BRAGA, R. **Análise dinâmica do capital de giro** – o modelo Fleuriet. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 49-63, 1995.

MASY, R. C. Capital social. *In*: PINHO, D. B. (Organizadora) **Bases operacionais do cooperativismo** – manual de cooperativismo. São Paulo, CNPq, v.2. p. 53-60, 1982.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. São Paulo: Atlas, 1998.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing**: metodologia, planejamento. São Paulo: Atlas, v.1, 1996.

MEIRELES, P. A. **Ações administrativas e participação social em cooperativas agropecuárias**. (Dissertação de Mestrado em Administração Rural) Lavras: ESAL, 1981.

MENEGÁRIO, A. H. **Emprego de Indicadores sócio-econômicos na avaliação financeira de cooperativas agropecuárias**. Piracicaba: ESALQ/USP, 2000.

MICHELS, V. **Uma contribuição à análise dos princípios de administração financeira aplicados a sociedades cooperativas de produção agrícola.** São Paulo: FEA/USP, 2000.

MILGROM P.; ROBERTS, J. **Economics, organization & management.** New Jersey: Prentice Hall ,1992.

MOLLER, L. G.; FEATHERSTONE, A. M.; BARTON, D. G. **Sources of financial stress in agricultural cooperatives.** Journal of Cooperatives, v. 11, p. 38-50, 1996.

NILSON, J. Principios y practicas en cooperativas de producción. *In:* MONZÓN, J. L. & ZEVI, A. (Organizador). **Cooperativas, mercados, principios cooperativos.** España: CIRIEC/INFES, p. 257 – 289, 1994.

OLIVEIRA JÚNIOR, C. C. **Avaliação da eficiência empresarial das cooperativas.** Curitiba: OCEPAR, 1992.

OLIVEIRA, S. L. **Tratado de metodologia científica:** projetos de pesquisas, TGI, TCC, monografias, dissertações e teses. São Paulo: Pioneira, 1997.

ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS BRASILEIRAS – OCB. **Anais do XI congresso brasileiro de cooperativismo.** Brasília. Outubro de 1997.

\_\_\_\_\_. **Números do cooperativismo brasileiro.** Brasília: Departamento Técnico e Econômico, Banco de Dados, 1998.

ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS DO ESTADO DO PARANÁ – OCEPAR. Banco de Dados Cooperativistas, 2002.

PARLIAMENT, C. LERMAN, Z. **Risk and equity in agricultural cooperatives.**

Journal of agricultural cooperation, v. 8, p. 1-14, 1993.

PASCUAL, J. G. **Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera:** fundamentos teóricos e aplicaciones. Madrid: Ediciones Pirámide, 2001.

PEREIRA, A. C. **Contribuição à análise e estruturação das demonstrações financeiras das sociedades cooperativas brasileiras** – ensaio de abordagem social. São Paulo: USP, (Tese de Doutorado em Contabilidade). 1993.

PINHO, D. B. (Org.). **A doutrina cooperativista nos regimes capitalista e socialista** – suas modificações e sua utilidade. São Paulo: Editora Pioneira, 1966.

\_\_\_\_\_. **Bases operacionais do cooperativismo.** Por Carlos Marques Pinho *et al.* São Paulo, CNPQ, (Manual de Cooperativismo, v. 2). 1982.

\_\_\_\_\_. A cooperativa: associação de pessoas e empresa econômica. *In:* PINHO, D. B. (org.) **A empresa cooperativa:** análise social, financeira e contábil. São Paulo: Coopercultura, p. 9-17, 1986.

PLOGER, A. K. Financiamento da produção. **Jornal Gazeta Mercantil.** São Paulo, 12 abr. 2004. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

POLONIO, W. A. **Manual das sociedades cooperativas.** São Paulo: Atlas, 1999.

PORTER, M. **Estratégia competitiva:** técnicas para análise de indústrias e da concorrência. Tradução de Elisabeth Maria de Pinho Braga. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

QUEIROZ, A. D. **Integração dos sistemas de produção e finanças:** demonstrativos e análise dos fluxos de fundos. Trabalho submetido à Comissão Examinadora do Concurso Público na Carreira do Magistério Superior Classe: Professor Titular. Departamento de Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina. 1988.

REQUEJO, L. M. H. **Desafios para o gerenciamento financeiro das cooperativas brasileiras.** XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Organização das cooperativas Brasileiras – OCB. Brasília: novembro. p. 96-111, 1997.

RICCIARDI, L. **Cooperativismo:** uma solução para os problemas atuais. Vitória: Coopermídia, 1996.

ROCHA, E. E. R. **O cooperativismo agrícola em transição.** Campinas: UNICAMP/IE, 1999.

ROCHA, J. Empresas buscam opções para driblar as restrições de crédito. **Jornal Valor Econômico.** São Paulo, 30 abr. 2004. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 06 mai. 2004.

\_\_\_\_\_. Empresas buscam novas formas de crédito. **Jornal Valor Econômico.** São Paulo, 3 mai. 2004. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 06 mai. 2004.

RODRIGUES, R. **Novos rumos do cooperativismo.** XI Congresso Brasileiro De Cooperativismo. Brasília, p. 90-96, novembro de 1997.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. & JAFFE, J. F. **Administração financeira.** São Paulo: Atlas, 1995.

ROYER, J. S. **Strategies for capitalizing farmer cooperatives in farmer cooperatives for the Future.** Lee F. Schrader and William D. Dobson eds., NCR-140 Workshop, St. Louis MO, Department of Agricultural Economics Purdue University, august, 1995.

SANTI FILHO, A.; OLINQUEVITHC, J. L. **Análise de balanços para controle gerencial:** enfoque sobre o fluxo de recursos e previsão de rentabilidade. 2. ed. São Paulo: Atlas, 279 p., 1995.

SANTOS, A. C. **Estrutura organizacional no agribusiness cooperativo:** o caso das cooperativas de leite no Estado de Minas Gerais. São Paulo: FEA/USP, 2000.

SANTOS, E. **Criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais.** Lavras: UFLA, 2002.

SCHNEIDER, J. O. **Problemas do cooperativismo agrícola brasileiro.** Perspectiva Econômica, v.19, n.43 (Série Cooperativismo, 13). São Leopoldo – RS, p. 9-20, junho de 1984.

SECURATO, J. R. et al. **Cálculo financeiro das tesourarias** – bancos e empresas. São Paulo: Saint Paul, 2003.

SILBER, S. D. **Cenário da economia mundial e perspectivas da economia brasileira.** XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Brasília, p. 23-36, novembro de 1997.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação.** 3 ed. rev. atual. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. São Paulo: Atlas, 1995.

SILVA, T. N. **Participação dos cooperados na gestão de cooperativas de produção: uma análise da separação entre propriedade e controle**. *Perspectiva Econômica*, São Leopoldo – RS, v. 29, n.º 86, (Série Cooperativismo, 36). p. 5-97, jul./ago. 1994.

STAKE, R. E. Case studies. *In*: DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. (Org.). **Handbook of qualitative research**. Londres: Sage, p. 236-247, 1994.

STEWART, G. B. **The quest for value**. New York: Harper-Collins, 1999.

TOMAZONI, T. MENEZES, E. A. **Estimativa do custo de capital em empresas brasileiras de capital fechado** (sem comparáveis de capital aberto). *Revista de Administração da USP*, v. 37, n.º 34, p. 38-48, outubro/dezembro de 2002.

VEGA, J. **La teoría del coste de capital y su aplicación en la práctica**. Harvard-Deusto. *Finanzas & Contabilidad*, n.º 8, nov.-dec., 1995.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1997.

WHEATLEY, J. Custo do capital freia intenção de investir. **Jornal Valor Econômico**. São Paulo, 6 mar. 2003. Disponível em: <[http:// www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br)>. Acesso em: 06 mai. 2004.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York, The Free Press, 1985.

\_\_\_\_\_. **Corporate finance and corporate governance.** The Journal of Finance, v. 43, n.º 3, p. 559-567, 1988.

YIN, R. K. **Estudo de caso:** planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2001.

ZUURBIER, P. J. P. **União europeia e reorganização do cooperativismo europeu.** XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Brasília, p. 153-171, Novembro de 1997.

ZYLBERSZTAJN, D. Organizational challenges for farmers cooperatives. *In: Symposium of the international agribusiness management association.* San Francisco, California, 1993.

\_\_\_\_\_. **Organização de cooperativas:** desafios e tendências. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 29, n.3 p. 23-32, julho/setembro de 1994.

\_\_\_\_\_. **Empresas cooperativas:** reestruturação e sobrevivência. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Fundação Instituto de Administração, Relatório de pesquisa CNPq, 1999.

## APÊNDICES

## APÊNDICE 1 – Balanços Patrimoniais da Cooperativa ALFA

(Valores em mil reais)

ATIVO	2002	2001	2000	1999
<b>CIRCULANTE</b>	<b>1.018.899</b>	<b>709.533</b>	<b>528.725</b>	<b>505.585</b>
<b>Disponível</b>	<b>241.334</b>	<b>227.593</b>	<b>161.266</b>	<b>246.275</b>
Caixa e Bancos	2.839	1.210	863	393
Aplicações Financeiras	238.495	226.383	160.403	245.882
<b>Clientes</b>	<b>231.154</b>	<b>105.562</b>	<b>74.716</b>	<b>63.382</b>
Contas a Receber	231.154	105.562	74.716	63.382
<b>Estoques</b>	<b>290.527</b>	<b>185.503</b>	<b>136.059</b>	<b>99.933</b>
Estoques para Revenda	290.527	185.503	136.059	99.933
<b>Outros Créditos</b>	<b>255.884</b>	<b>190.875</b>	<b>156.684</b>	<b>95.995</b>
Créditos com cooperados	249.251	184.622	131.596	91.987
Impostos a Recuperar	6.633	6.253	25.088	4.008
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>89.746</b>	<b>82.273</b>	<b>52.298</b>	<b>84.672</b>
Contas a Receber	2.863	11.422	1.411	2.378
Créditos com cooperados	47.381	39.591	25.378	18.235
Impostos a Recuperar	2.781	711	2.532	41.087
Depósitos Judiciais	36.164	27.748	21.076	21.615
Outros	557	2.801	1.901	1.357
<b>PERMANENTE</b>	<b>180.559</b>	<b>160.023</b>	<b>178.202</b>	<b>178.718</b>
Investimentos	506	461	808	1.058
Imobilizado	177.025	155.769	172.209	174.004
Diferido	3.028	3.793	5.185	3.656
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>1.289.204</b>	<b>951.829</b>	<b>759.225</b>	<b>768.975</b>

PASSIVO	2002	2001	2000	1999
<b>CIRCULANTE</b>	<b>528.061</b>	<b>370.385</b>	<b>315.146</b>	<b>284.840</b>
<b>Fornecedores</b>	<b>28.659</b>	<b>33.724</b>	<b>31.144</b>	<b>17.688</b>
Fornecedores	28.659	33.724	31.144	17.688
<b>Instituições Financeiras</b>	<b>392.846</b>	<b>240.975</b>	<b>199.596</b>	<b>193.043</b>
Financiamentos	392.846	240.975	199.596	193.043
<b>Governo</b>	<b>4.120</b>	<b>4.704</b>	<b>10.164</b>	<b>8.005</b>
Impostos e Contribuições	4.120	4.704	10.164	8.005
<b>Administração</b>	<b>102.436</b>	<b>90.982</b>	<b>74.242</b>	<b>66.104</b>
Contas a Pagar	31.143	11.407	8.712	17.884
Outras	71.293	79.575	65.530	48.220
<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>171.751</b>	<b>110.260</b>	<b>58.325</b>	<b>51.944</b>
<b>Instituições Financeiras</b>	<b>60.142</b>	<b>58.203</b>	<b>53.738</b>	<b>48.155</b>
Financiamentos	60.142	58.203	53.738	48.155
<b>Administração</b>	<b>111.609</b>	<b>52.057</b>	<b>4.587</b>	<b>3.789</b>
Contas a Pagar	1.685	2.537	3.327	2.564
Outras	109.924	49.520	1.260	1.225
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>589.392</b>	<b>471.184</b>	<b>385.754</b>	<b>432.191</b>
Capital Social	57.160	46.059	42.496	36.970
Reservas de Capital	492.838	403.456	332.017	376.757
Resultados acumulados	39.394	21.669	11.241	18.464
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>1.289.204</b>	<b>951.829</b>	<b>759.225</b>	<b>768.975</b>

## APÊNDICE 2 – Demonstrativos das Sobras da Cooperativa ALFA

CONTROLADORA	2002	2001	2000	1999
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>2.193.815</b>	<b>1.544.233</b>	<b>1.156.115</b>	<b>1.126.174</b>
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>(89.608)</b>	<b>(53.934)</b>	<b>(53.026)</b>	<b>(48.428)</b>
Impostos/Deduções de Vendas	(89.608)	(53.934)	-	-
<b>SOBRA LÍQUIDA DE VENDAS</b>	<b>2.104.207</b>	<b>1.490.299</b>	<b>1.103.089</b>	<b>1.077.746</b>
<b>CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS</b>	<b>(1.727.253)</b>	<b>(1.158.343)</b>	<b>(929.020)</b>	<b>(895.077)</b>
<b>SOBRA BRUTA</b>	<b>376.954</b>	<b>331.956</b>	<b>174.069</b>	<b>182.669</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS</b>	<b>(235.707)</b>	<b>(218.202)</b>	<b>(164.641)</b>	<b>(144.764)</b>
Vendas	(70.733)	(69.932)	(36.547)	(32.483)
Gerais e Administrativas	(164.974)	(148.270)	(128.094)	(112.281)
<b>SOBRA OPERACIONAL PRÓPRIA</b>	<b>141.247</b>	<b>113.754</b>	<b>9.428</b>	<b>37.905</b>
<b>OUTRAS RECEITAS E DESP. OPERAC.</b>	<b>42.703</b>	<b>(4.543)</b>	<b>39.678</b>	<b>38.120</b>
Financeiras Líquidas	42.703	(4.543)	22.024	24.206
Despesas Financeiras	(96.728)	(94.710)	(50.222)	(109.736)
Receitas Financeiras	139.431	90.167	72.246	133.942
Equivalência Patrimonial	-	-	-	-
Outras Receitas e Desp. Operacionais	-	-	17.654	13.914
<b>SOBRA OPERACIONAL</b>	<b>183.950</b>	<b>109.211</b>	<b>49.106</b>	<b>76.025</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>8.052</b>	<b>5.771</b>	<b>1.104</b>	<b>551</b>
<b>SOBRA ANTES IMPOSTOS/PARTICIP.</b>	<b>192.002</b>	<b>114.982</b>	<b>50.210</b>	<b>76.576</b>
Imposto de Renda e Contrib. Social	(21.463)	(18.731)	(10.164)	(8.005)
Participação de Empregados	-	-	-	-
<b>SOBRA LÍQUIDA DO EXERCÍCIO</b>	<b>170.539</b>	<b>96.251</b>	<b>40.046</b>	<b>68.571</b>