

GESTÃO BASEADA NO VALOR: COMPETITIVIDADE E SUSTENTABILIDADE DE COOPERATIVAS DE LATICÍNIOS DO ESTADO DE SÃO PAULO.

Oscar Tupy

Manuel Carmo Vieira

Sérgio Novita Esteves

Eli Schfiller

Luiz Carlos Takao Yamaguch

Rodrigo Furgieri

RESUMO

O trabalho tem como objetivo principal chamar a atenção para a importância da utilização do EVA - *Economic Aggregated Value*, no âmbito das empresas da região de Araraquara, que não o tenha incorporado ao seu processo de gestão como uma medida da sua criação de valor, contribuindo desse modo para o aperfeiçoamento da gestão empresarial local e regional. Com a finalidade de demonstrar a importância e aplicabilidade do EVA para empresas locais utilizou-se neste trabalho os relatórios financeiros anuais de três importantes cooperativas de laticínios do Estado de São Paulo, em primeiro lugar, devido ao papel que o cooperativismo desempenha no desenvolvimento local, regional e nacional, e em segundo lugar por não terem ainda incorporado os princípios da gestão baseada na criação de valor e adotado o EVA como indicador do valor agregado.

Termos para Indexação: EVA, Gestão Baseada no Valor, Crescimento Sustentável, Cooperativas de laticínios, desenvolvimento local e regional.

ABSTRACT

This paper has the main objective of calling the attention to the importance of the utilization of EVA - *Economic Aggregated Value*, in the scope of enterprises which has not incorporated it to their process of management as a measure of its value of creation, contributing insofar to the improvement of the local and regional enterprise management. With the objective of demonstrating the importance and applicability of EVA to local enterprises there were utilized in this paper the annual financial reports of three important milk and derivatives cooperatives of

the State of São Paulo, in first place due to the role that cooperativism has in the local, regional and national development, and in second place to the reason that they have not yet incorporated the principles of management based on value creation and adopted the EVA as as an indicator of aggregate value.

Key Words: EVA, Management based on value, sustainable growth, milk derivatives cooperatives, local and regional development

I – INTRODUÇÃO

Criação de Valor

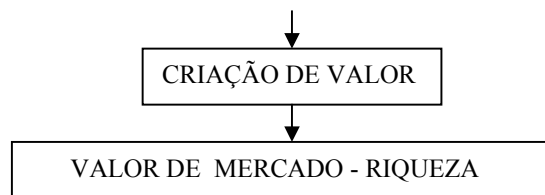
A gestão empresarial tem avançado em sua forma de atuação, deixando de lado uma postura convencional de análise de desempenho baseada no lucro contábil e adota um enfoque preferencialmente voltado à riqueza dos acionistas. Criar valor para uma empresa ultrapassa o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas e passa a levar em conta os custos implícitos, ou seja, o custo de oportunidade do capital investido, não cotejado pela contabilidade tradicional na apuração dos demonstrativos de resultados, e, conseqüentemente, na quantificação da riqueza dos acionistas (NETO).

Uma empresa é considerada como criadora de valor, quando for capaz de oferecer a seus proprietários de capital (credores e acionistas) uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos. Em outras palavras, quando o resultado gerado pelos negócios superar a taxa de remuneração exigida pelos credores, ao financiarem parte dos ativos, e pelos acionistas, em suas decisões de investimento de risco. Mesmo apurando lucro contábil em determinado período, porém sendo esse resultado insuficiente para remunerar o custo do capital investido, a empresa irá promover uma destruição da riqueza de seus proprietários, depreciando seu valor de mercado (NETO, 2003).

Uma análise da Figura 1 permite que se tenha uma visão sintética de uma gestão baseada no valor, construída a partir das estratégias financeiras da firma e das suas capacidades diferenciadoras.

Figura 1- Visão sintética de uma gestão baseada no valor

ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS E CAPACIDADES DIFERENCIADORAS
--



Capacidades diferenciadoras são entendidas como estratégias adotadas que permitem às empresas atuarem com um nível de diferenciação em relação a seus concorrentes de mercado, assumindo uma vantagem competitiva e maior agregação de valor a seus proprietários. O objetivo de uma capacidade diferenciadora é permitir que a empresa apure um retorno esperado que exceda ao custo de oportunidade do capital investido, elevando seu preço de mercado. Por outro lado, estratégias financeiras são identificadas em três dimensões: operacionais, financiamento e investimento, sendo que o sucesso na criação de valor pelas empresas, envolve a implementação de uma combinação dessas estratégias financeiras (NETO, 2003).

Utiliza-se como uma medida de criação de valor da empresa o seu Valor Econômico Agregado (EVA—*Economic Aggregated Value*) identificado no desempenho operacional da própria empresa, conforme retratado pelos relatórios financeiros. O EVA¹ pode ser entendido como o resultado apurado pela sociedade que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários do capital (credores e acionistas).

O EVA é considerado como o principal direcionador de riqueza da empresa no mercado. Revela se a companhia está sendo competente em gerar um retorno que mensure as expectativas de ganhos de seus proprietários. Quanto mais elevado se apresentar o valor econômico agregado maior é a riqueza gerada pela empresa no período, o que deve refletir-se na valorização de seu preço de mercado. Uma gestão baseada no valor é consequência de um posicionamento mais competitivo da empresa, tendo o seu pessoal as mesmas expectativas e metas gerenciais dos acionistas. As decisões financeiras são avaliadas pelo valor econômico que agregam à empresa, e não pelo resultado contábil tradicional que, entre outras limitações apontadas, não considera o custo de oportunidade do capital próprio.

¹ EVA é uma marca registrada da Stern Stewart & Company

A formação do valor econômico agregado é determinada pelas estratégias financeiras de investimentos, financiamento e operacionais desenvolvidas pela empresa.

O EVA pode elevar-se por diversas razões:

- *Estratégias de investimentos*: maior giro dos investimentos, identificação de oportunidades de crescimento, eliminação de ativos destruidores de valor;
- *Estratégias de financiamentos*: melhor alavancagem financeira;
- *Estratégias operacionais*: preços competitivos, logística e distribuição, escala de produção, qualidade e custos.

Dada a importância da gestão baseada na criação de valor para as empresas de modo geral e da medição do valor econômico agregado, este trabalho tem como objetivo principal chamar a atenção para a importância da utilização do EVA no âmbito das empresas que não o tenha incorporado ao seu processo de gestão como uma medida da sua criação de valor, contribuindo desse modo para o aperfeiçoamento da gestão empresarial.

Com a finalidade de demonstrar a importância e aplicabilidade do EVA para empresas locais utilizou-se neste trabalho os relatórios financeiros anuais de três importantes cooperativas de laticínios do Estado de São Paulo, em primeiro lugar, devido ao papel que o cooperativismo desempenha no desenvolvimento local, regional e nacional, e em segundo lugar por não terem ainda incorporado os princípios da gestão baseada na criação de valor e adotado o EVA como indicador do valor agregado.

O sistema cooperativo no Brasil é um importante instrumento de desenvolvimento local e regional, fortalecendo e viabilizando a sobrevivência daqueles a ele vinculados, gerando empregos e arrecadação em inúmeros municípios. Contudo, a última década do século XX representou um período de fortes mudanças estruturais para o setor, em decorrência da globalização, estendendo-se tais mudanças ao século XXI. Neste contexto, os processos de modernização ou de reestruturação competitiva das cooperativas estão subordinados ao novo quadro econômico, no qual a competitividade é a referência primordial.

No setor industrial, por exemplo, o ambiente é caracterizado por um processo de constantes mudanças e aumento da concorrência. A competitividade está cada vez mais relacionada à eficiência dos processos decisórios que, por sua vez, devem ser sustentados por um

fluxo contínuo de informações que permite às organizações tomar decisões acertadas em relação a seus processos produtivos e seu modelo de atuação no mercado (REZENDE et al., 2002).

Neste cenário, as cooperativas passaram a encontrar dificuldades em manter sua posição competitiva de organização produtiva e, ao mesmo tempo, prover retornos aos seus cooperados (CARVALHO et al., 2002).

Os conflitos de interesses entre associados e direção, além da acirrada competição no mercado de lácteos, estão na origem das dificuldades por que vem passando as cooperativas (CRUZIO,1999). Em finanças corporativas conflitos de interesse entre executivos e acionistas é tratado como *problema de agência*, decorrente da presença em algum grau, da separação entre propriedade e controle nas corporações, fazendo com que os executivos não carreguem o ônus financeiro das suas decisões, deixando com isso de agregar valor ao patrimônio coletivo ou dos cooperados, organizados em cooperativa.

JENSEN e MECKLING (1976) apontam a existência de uma relação de agência entre acionistas² e gestores, na qual os executivos atuam como agentes dos acionistas, sendo pagos para agir sempre no melhor interesse dos proprietários da corporação. Muitas vezes, entretanto, os gestores tomam decisões tendo em vista a maximização da sua utilidade pessoal e não o melhor interesse dos acionistas, o que resulta em expropriação de riquezas. A minimização dos prejuízos causados por esse problema depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação entre gestores e acionistas. A esse conjunto de mecanismos de incentivo e controle para minimização dos problemas de agência dá-se o nome de *governança corporativa*. A efetivação da governança corporativa incorpora o conceito de gestão baseada no valor que tem como o seu principal indicador de desempenho o EVA ou lucro econômico, ao contrário da forma da gestão tradicional, com ênfase no lucro contábil, que não enfatiza a criação de valor para os cooperados.

II – METODOLOGIA

Dados utilizados.

Os dados referem-se às demonstrações financeiras de três cooperativas regionais de laticínios do Estado de São Paulo no período 1999-2002.

² No caso de cooperativas, cooperados.

A formulação do EVA.

O EVA foi calculado neste trabalho de forma a refletir o lucro econômico da cooperativa, ou seja, o resultado dos donos do capital que excederam ao retorno mínimo desejado para o capital investido. A formulação analítica do EVA é dada pela Equação (1), conforme NETO (2003).

$$\text{EVA} = \text{LL} - (\text{CCP} \times \text{PL}) \quad (1)$$

Onde,

EVA é o valor econômico agregado

LL é o lucro líquido;

CCP é o custo do capital próprio da cooperativa ou o retorno mínimo exigido sobre o capital dos cooperados ou ainda o custo de oportunidade do capital próprio; e

PL é o capital próprio ou patrimônio líquido.

Uma outra forma de se calcular o EVA é dada pela Equação (2), de acordo com NETO (2003).

$$\text{EVA} = \text{LO} - (\text{WACC} \times \text{I}) \quad (2)$$

Onde,

LO é o lucro operacional

WACC é o custo médio ponderado do capital;

I é o investimento composto de passivos onerosos (capital de giro e exigível de longo prazo, ou seja dívidas que geram encargos financeiros) e o patrimônio líquido.

Adotou-se no presente trabalho a formulação da equação (1) para cálculo do EVA. Contudo, a formulação da Equação (2) cresce em importância à medida que se procura verificar o impacto resultante das estratégias de financiamento ou da alavancagem financeira sobre o valor econômico agregado.

Para efeito de cálculo considerou-se como o custo do capital próprio das cooperativas, os rendimentos médios de 6% da caderneta de poupança, descontada a TR e de 10,56 % das NTN-B (Nota do Tesouro Nacional – Série B ideais para formar poupança de médio e longo prazo com vencimento em 15/05/2009) descontada a variação do IPCA (Tesouro Nacional, 2003).

Um outro indicador de desempenho empresarial que é a medida do crescimento sustentável (CS), conforme citado por EID (2001) também foi utilizado neste trabalho. O CS é um indicador que dá uma visão do desempenho futuro de uma empresa (EID, 2001). Segundo o autor, as medidas tradicionais de desempenho das empresas olham para o passado, sugerindo que se saíram bem antes podem também ter um bom desempenho depois, o que nem sempre acontece. O CS traz implícita a idéia de que o crescimento de uma empresa só é bom se houver sustentação financeira para tanto.

No Brasil, segundo EID (2001), já foi observado casos de diversas empresas com grande histórico de vendas, e que, num determinado momento perderam o fôlego, ou seja, a sustentação financeira.

A formulação empregada para medição do CS é dada como a relação entre o crescimento de vendas e crescimento do patrimônio líquido ajustado sendo de se esperar que um aumento de vendas seja acompanhado de expansão no volume de recursos aplicados na empresa, seja com lucros retidos, seja com capitalização ou ainda com endividamento. Se a empresa optou pelo endividamento, espera-se também uma alavancagem financeira favorável, de tal forma que os financiamentos realizados tenham custo inferior ao retorno dos investimentos feitos. Nesse caso, a elevação do nível de endividamento terá reflexos positivos no resultado da empresa e, portanto, reverterá em aumento do patrimônio líquido.

Empresas que tenham um quociente de crescimento sustentável igual ou próximo de um, refletem equilíbrio entre a variação anual no volume de vendas e a variação no patrimônio líquido. A formulação do CS é dada como:

$$CS = \Delta v / \Delta pl \quad (3)$$

Onde,

CS = é o crescimento sustentável da empresa;

Δv = é a variação percentual nas vendas

Δpl = é a variação percentual do patrimônio líquido

Tanto o EVA como o CS foram obtidos para o período de 1999 a 2002, de forma a refletir melhor o padrão de comportamento das cooperativas sob análise, no que diz respeito a criação de valor para cooperados e quanto a sustentabilidade do seu crescimento.

III – RESULTADOS E DISCUSSÃO

O EVA das cooperativas avaliadas constam das Tabelas 1, e 2 a seguir, para o período 1999-2002, considerando as taxas de retorno de 6 e 10,16%, referentes à rentabilidade oferecida pela caderneta de poupança e pela NTN-B.

Para um CCP de 6% ao ano apenas a cooperativa B não agregou valor no período, ou seja, o retorno sobre o capital investido na cooperativa foi menor do que a rentabilidade desse capital caso o mesmo estivesse aplicado em caderneta de poupança. Investimentos com taxas de retorno abaixo da remuneração da caderneta de poupança merecem consideração especial dos gestores, principalmente quando outros investimentos da mesma natureza retornam valores acima da remuneração da caderneta de poupança. No caso de cooperativas, além dos problemas de agência mencionados na introdução deste trabalho, políticas de remuneração do cooperado via preço do leite, cooperado esse muitas vezes ineficiente na sua produção, pode a médio e longo prazo conduzir a cooperativa a uma descapitalização grave. A esta taxa de retorno as cooperativas A e C agregaram valor no período, ou seja, o rendimento do negócio cooperativo foi superior ao da caderneta de poupança, embora não tenha exibido qualquer tendência de crescimento.

Para um CCP de 10,16 % (NTN-B) apenas a cooperativa A agregou valor no período. A cooperativa C perdeu valor em 1999, 2000, agregou valor em 2001 e perdeu valor em 2002.

Nas Tabelas 1 e 2 a agregação ou perda de valor foi expressa pela relação EVA / PL (%) acumulado. A um custo de capital de 6% a cooperativa A acumulou no período ganhos de 32,74%, enquanto a cooperativa B acumulou perdas da ordem de 8,41% do patrimônio líquido. A cooperativa C acumulou ganhos da ordem de 13,50%.

A um custo de capital de 10,16% (NTN-B) a cooperativa A acumulou ganhos de 16,10%. A cooperativa B acumulou perda da ordem de 25,05% do PL no período e a cooperativa C da ordem de 3,14%.

Tabela 1 – Valor Econômico Agregado de Cooperativas de Laticínios (CCP = 6%).

COOPERATIVA	ANOS	EVA (R\$)	EVA/PL (%)	EVA/PL (%) ACUMULADO
A	1999	889.764,92	9,48	
A	2000	950.759,42	9,36	18,84
A	2001	720.613,76	6,92	25,76
A	2002	769.616,12	6,97	32,74
B	1999	(82.257,74)	(0,80)	
B	2000	(214.326,60)	(1,40)	(2,20)
B	2001	(454.729,85)	(3,31)	(5,51)
B	2002	(404.854,04)	(2,90)	(8,41)
C	1999	19.253,93	0,22	
C	2000	293.200,11	3,21	3,43
C	2001	568.505,51	7,40	10,83
C	2002	205.030,06	2,67	13,50

Fonte: Dados da Pesquisa.

Tabela 2 – Valor Econômico Agregado de Cooperativas de Laticínios (CCP = 10,16%).

COOPERATIVA	ANOS	EVA (R\$)	EVA/PL (%)	EVA/PL (%) ACUMULADO
A	1999	499.402,25	5,32	
A	2000	528.003,87	5,20	10,62
A	2001	287.686,55	2,76	13,28
A	2002	310.504,04	2,81	16,10
B	1999	(509.789,57)	(4,96)	
B	2000	(849.735,01)	(5,56)	(10,52)
B	2001	(1.026.238,68)	(7,47)	(17,99)
B	2002	(985.786,97)	(7,06)	(25,05)
C	1999	(340.905,38)	(3,94)	
C	2000	(86.944,15)	(0,95)	(4,89)
C	2001	248.872,30	3,24	(1,65)
C	2002	(113.940,94)	(1,49)	(3,14)

Fonte: Dados da Pesquisa.

Quanto ao crescimento sustentável a Tabela 3 mostra que o crescimento do patrimônio líquido não têm acompanhado o crescimento da receita líquida, sendo este indicador inclusive prejudicado por reduções da receita líquida e do patrimônio líquido de algumas cooperativas (CS negativo) ou crescimento elevado da receita líquida em relação ao crescimento do PL (CS maior do que 1), no período.

Tabela 3 – Crescimento sustentável de Cooperativas de Laticínios do Estado de São Paulo.

COOPERATIVA	ANOS	CS
A	1999	
A	2000	1,45
A	2001	(3,92)
A	2002	0,68
B	1999	
B	2000	0,32
B	2001	(0,61)
B	2002	(3,32)
C	1999	
C	2000	2,25
C	2001	(0,12)
C	2002	(91,12)

Fonte: Dados da Pesquisa

IV – CONCLUSÕES

Embora a gestão baseada na criação de valor, cujos resultados são expressos pela medida do valor econômico agregado seja inovadora e mais consistente em termos econômicos, do que a forma de gestão tradicional das empresas com base no lucro contábil, a apropriação do custo do capital próprio de empresas de capital fechado e mais ainda de cooperativas necessita de maior atenção, uma vez que, a atenção dos especialistas em finanças do Brasil está centralizada nas empresas de capital aberto.

Qual a melhor forma de apropriar o custo do capital próprio de uma cooperativa ou de uma empresa de capital fechado, sabendo que o seu capital próprio não é negociado no mercado de capitais? No caso de cooperativas o capital próprio tem um custo de oportunidade?

A despeito da importância que se dê ou não ao custo de oportunidade do capital próprio das cooperativas, a resposta em termos de valor agregado de cada cooperativa deve ser considerada, quando submetida ao mesmo custo de oportunidade do capital de similares, uma vez que, cooperativas que agregam maior valor tem maior capacidade de autofinanciamento, principalmente no Brasil onde as taxas livres de risco e os *spreads* bancários são extremamente elevados quando comparados aos demais países do resto do mundo.

De qualquer forma, os resultados deste trabalho recomendam que as cooperativas analisadas devem ficar atentas às suas estratégias de investimento, financiamento e operacionais para um CCP do capital próprio de 6% (caso da cooperativa B) e de 10,16% (caso da cooperativa C).

Políticas de repasse de benefícios via preço do leite à cooperados, antes de se levar em conta o custo de oportunidade do capital próprio, por exemplo, podem no médio e longo prazo inviabilizar estratégias competitivas num mercado de elevada concorrência como se coloca o de leite e derivados.

Analisando pela ótica do crescimento sustentável, conclui-se que as cooperativas avaliadas estão numa trajetória arriscada em termos de sustentabilidade financeira.

V – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CARVALHO, B.F.;BRAGA,M.J. e BARI, M.L. Análise da situação econômico-financeira das cooperativas do setor leiteiro do estado de Minas Gerais. XL CONGRESSO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL –SOBER, PASSOFUNDO – RS,2002.

CRÚZIO, O H. Por que as Cooperativas Agropecuárias e Agroindustriais brasileiras estão falindo? Revista de Administração de Empresas, v.39, n.2, p.18-26, 1999.

EID, W. J. Como medir o desempenho empresarial. Valor 1000. p.19-28. 2001.

JENSEN, M. & MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, v.3, p.305-60, 1976.

NETO, A. A. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2003.

ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS DO BRASIL – OCB. www.ocb.org.br. 2002.

REZENDE, A. A. ; SANTOS, A. C.; DORNELAS, M. A. e EVANGELISTA, L. F. Custo de produção no setor de laticínios: um estudo de caso em Dany Laticínios Ltda. XL CONGRESSO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL – SOBER, PASSOFUNDO – RS, 2002.

TESOURO NACIONAL. www.tesourodireto.gov.br, 2003.