

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE EDUCAÇÃO CONTINUADA
MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

MÁRCIA SCUDELLA

ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO DE UMA COOPERATIVA DE
CRÉDITO NO PERÍODO DE 2011-2015

São Leopoldo

2016

MÁRCIA SCUDELLA

ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO DE UMA COOPERATIVA DE
CRÉDITO NO PERÍODO DE 2011-2015

Artigo apresentado como requisito parcial
para obtenção do título de Especialista em
Controladoria e Finanças, pelo Curso de
Controladoria e Finanças da Universidade
do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientador: Prof. Ms. Davi Souza Simon

São Leopoldo

2016

ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO DE UMA COOPERATIVA DE CRÉDITO NO PERÍODO DE 2011-2015

Márcia Scudella*

Davi Souza Simon**

Resumo: Este estudo avalia o desempenho econômico de uma cooperativa de crédito no período de 2011-2015, bem como identifica a criação de valor econômico para os associados e analisa o desempenho da gestão financeira da mesma. A metodologia baseia-se no estudo de caso que utiliza as pesquisas bibliográfica e documental e aplica o conceito do Valor Econômico Adicionado – *Economic Value Added* (EVA). A análise dos resultados revela que houve sim criação de valor econômico para os associados e, conseqüentemente, uma boa gestão financeira dos recursos, pois o EVA se mostrou positivo e crescente em todo o período analisado, demonstrando o cumprimento de um ótimo desempenho econômico e social por parte da cooperativa de crédito analisada.

Palavras-chave: Cooperativa de Crédito. Desempenho Econômico. Valor Econômico Adicionado.

1 INTRODUÇÃO

As cooperativas são organizações com natureza diferenciada e regida por princípios doutrinários particulares. Tais organizações estão presentes há mais de dois séculos em economias desenvolvidas, podendo ser encontradas com maior expressividade na Europa e na América do Norte, com destaque para o cooperativismo de crédito. (SCHARDONG, 2002).

No Brasil este segmento surgiu na década de 1980, inicialmente, no Estado do Rio Grande do Sul, se apresentando mais modesto. (MEINEN; PORT, 2012). De acordo com Bialoskorski Neto, Nagano e Moraes (2006), as cooperativas caracterizam-se como sociedades com fins econômicos e não lucrativos, onde o associado é o próprio dono e usuário do empreendimento. Atualmente, conforme destacado em estudo realizado pela consultoria alemã Roland Berger, as quatro

* Graduada em Ciências Econômicas pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), cursando MBA em Controladoria e Finanças pela UNISINOS – RS. Funcionária da iniciativa pública. Ocupa cargo de Secretária de Administração e Fazenda no Município de Coronel Pilar – RS E-mail: marcia.scudella@hotmail.com

** Graduado em Ciências Contábeis pela UFRGS – RS. Especialista em Direito Tributário, Econômico e Financeiro pela UFRGS. Mestre em Ciências Contábeis – Finanças Corporativas pela UNISINOS – RS. <http://lattes.cnpq.br/0419519462142394> - davi.simon@paginieassociados.com

maiores cooperativas de crédito brasileiras juntas - Sicredi, Unicredi, Sicoob e Confesol - seriam consideradas o 6º maior banco do país, crescendo, em média, 20% ao ano. (GOULART, 2016).

Outro aspecto de diferenciação fundamental e que influencia no processo de gestão em cooperativas, principalmente, na relação entre cooperado e instituição, é o direito de um único voto por associado, ou seja, o voto não é proporcional ao capital investido como nas sociedades de capital, pois a cooperativa é uma sociedade de pessoas. (MACHADO FILHO; MARINO; CONEJERO, 2014).

Inseridas num cenário econômico competitivo, a trajetória das cooperativas demonstra que, conforme afirma Lima e Calgaro (2014), a adoção de modelos de gestão estratégica de atuação, observando critérios de desempenho financeiro, é fundamental para a sua sobrevivência e para o auxílio na tomada de decisões.

Diante dessas considerações, este estudo busca avaliar o desempenho econômico em uma cooperativa de crédito, localizada no Rio Grande do Sul, no período de 2011 até 2015, sendo esse o objetivo geral deste estudo de caso. O desempenho econômico em questão é de suma importância para que as cooperativas tenham perenidade e consigam atingir seus objetivos no curto e longo prazo.

Com base na literatura e utilizando os dados dos demonstrativos contábeis da própria cooperativa de crédito alvo deste estudo, busca-se verificar a criação de valor econômico para os associados e analisar o desempenho da gestão financeira.

A metodologia utilizada baseia-se no estudo de caso que compreende a pesquisa bibliográfica, com base na literatura existente, para a construção da fundamentação teórica, a pesquisa documental a partir dos dados obtidos dos Demonstrativos Contábeis da cooperativa de crédito e aplicação do método do Valor Econômico Adicionado – *Economic Value Added* (EVA). Busca-se identificar no caso particular em análise características de interesse acadêmico e de mercado, que poderão servir como base para sugestão de pesquisas futuras abrangendo um número maior de cooperativas.

A segunda seção deste artigo compreende a revisão da literatura relevante com o objetivo de aproximar-se do objeto a ser investigado. A terceira seção expõe a metodologia utilizada para desenvolver este estudo de caso. A quarta seção trata dos resultados do estudo. A quinta seção apresenta a análise e discussão dos resultados. E a sexta seção apresenta as principais conclusões obtidas com a análise realizada da cooperativa de crédito em questão.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção é apresentada a revisão de literatura que é fundamental para agregar confiabilidade ao estudo e sustentar qualquer tipo de pesquisa científica. Dentre os tópicos que são abordados destacam-se as particularidades financeiras e de gestão das cooperativas, e os conceitos de custo de capital, tanto próprio como de terceiros. Trata-se também dos diversos modelos de estimação do Valor Econômico Adicionado - EVA e das particularidades do mesmo para instituições cooperativas.

2.1 Características Financeiras e de Gestão de Sociedades Cooperativas

As sociedades cooperativas são organizações da sociedade civil com fins econômicos, mas não lucrativos, tendo por objeto principal o desenvolvimento econômico de suas comunidades. (BIALOSKORSKI NETO; NAGANO; MORAES, 2006). Desse modo, uma gestão eficaz em cooperativas deve buscar o equilíbrio entre a eficiência econômica, com enfoque em aspectos microeconômicos, e também voltar-se para a preocupação social, relacionada com a doutrina cooperativista. (BIALOSKORSKI NETO, 2002).

Meurer e Marcon (2007) destacam que a forma organizacional cooperativa, caracterizada por propriedade coletiva, segue uma série de princípios norteados pelas ações da administração, dentre eles: adesão livre e voluntária, controle democrático, participação econômica, autonomia e independência, educação, formação e informação, intercooperação e preocupação com a comunidade. Em relação ao desempenho, Meurer e Marcon (2007, p. 336) afirmam que:

O desempenho da cooperativa não pode restringir-se ao desempenho econômico, mas deve demonstrar o seu desempenho social. Há uma lógica diferente no funcionamento. O fato de não ter a finalidade de lucro, pode reverter na opção de oferecer produtos e serviços ao melhor preço possível ao associado ou ainda no melhor nível em termos de qualidade de produtos e serviços. A partir daí não estariam sendo gerados resultados para a cooperativa, mas sim diretamente nas atividades econômicas dos seus associados. A evolução da atividade econômica dos associados e a organização do quadro social são importantes padrões de desempenho e eficiência.

Devido a sua natureza organizacional e doutrinária, as cooperativas de crédito não podem atuar como os bancos comerciais que visam somente ao lucro para sua manutenção e crescimento, em alguns casos em posição oposta aos interesses de seus clientes. As cooperativas devem atender as necessidades dos cooperados e ao mesmo tempo garantir o seu próprio desenvolvimento institucional. Por isso, o desempenho das cooperativas de crédito deve ser avaliado sob dois aspectos: econômico e social. Oliveira Júnior (1996, p. 6) corrobora com esta visão:

As cooperativas são organizações onde o dono não tem um comportamento capitalista puro, visando tão somente a remuneração de seu investimento. A qualidade de associado, demanda um processo econômico mais complexo para a cooperativa, visto que seus investimentos, estratégias e táticas empresariais tem como referencial sua clientela primária e fundamental que é o associado.

Nas cooperativas de crédito a gestão é realizada por profissionais que são ao mesmo tempo colaboradores (nome usado para quem trabalha na cooperativa) e associados. Ou seja, os cooperados assumem dois papéis: um de dono do empreendimento e outro de usuário da cooperativa, pois participam de sua gestão e usufruem de seus produtos e serviços. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, [2016]). Do mesmo modo, como Lazzarini, Bialoskorski Neto e Chaddad (1999) pontuam, no Brasil, as cooperativas tem como característica a não profissionalização da gestão, pois não há a separação completa entre propriedade e controle.

Outro aspecto importante a destacar, segundo Lazzarini, Bialoskorski Neto e Chaddad (1999) e Machado Filho, Marino e Conejero (2004), é que devido aos princípios doutrinários do cooperativismo, estas organizações apresentam uma estrutura particular. Primeiro porque os direitos de controle não são proporcionais ao capital, em função do princípio “um homem, um voto”. Isso significa que independentemente da sua cota de participação no capital social da cooperativa, os associados têm poder igual de voto, diferente das sociedades de capital onde o voto é proporcional ao capital de cada investidor.

O segundo motivo pelo qual as cooperativas são estruturadas de forma diferenciada das empresas decorre do objetivo da organização ser mais amplo do que a simples maximização de lucro. O foco principal da cooperativa é aumentar o bem-estar de seus associados e fortalecer a comunidade na qual esta inserida.

No estudo desenvolvido por Bialoskorski Neto, Nagano e Moraes (2006), os autores concluem que há uma correlação positiva entre desempenho econômico e as preocupações com os aspectos sociais ligados a doutrina cooperativista, ou seja, as cooperativas com os melhores resultados econômicos são as de maiores resultados sociais, onde as variáveis econômicas são consideradas mais importantes para explicar o desempenho social.

2.2 Conceito de Custo de Capital

A avaliação econômica de empresas é um processo importante como instrumento da gestão financeira e da análise na tomada de decisões. E um dos instrumentos que desempenha papel crucial neste processo é o custo de capital que, segundo Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), representa a expectativa mínima de remuneração das diversas fontes de financiamento, tanto próprias como de terceiros. Portanto, a empresa deve investir em projetos que tenham um retorno maior do que o custo ponderado desses financiamentos. Ou ainda, é o retorno médio exigido por qualquer empresa para a tomada de decisões financeiras. Assaf Neto, Lima e Araújo (2008, p. 72) destacam ainda que:

O custo de capital para uma empresa pode ser usado como uma medida de avaliação da atratividade econômica de um investimento, de referência para a análise de desempenho e viabilidade operacional e de definição de uma estrutura ótima de capital.

Seguindo o mesmo raciocínio, Tomazoni e Menezes (2002) afirmam que o retorno proporcionado por um investimento deve ser superior ao custo de capital que o financia, sendo esta condição imprescindível para a implementação viável de um projeto do ponto de vista econômico.

A empresa tem como princípio fundamental oferecer um retorno de seus investimentos que cubra, no mínimo, a expectativa mínima de ganho de seus proprietários de capital. Assim, toda decisão de investimento que promova um retorno maior do que seu custo de capital cria valor a seus proprietários. (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008).

Copeland e Weston (1992, tradução nossa) destacam que o cálculo do custo de capital tem como premissa que cada investidor assuma diferentes níveis de risco, e, conseqüentemente, cada um deles exige diferentes taxas de retorno para aplicar

os seus recursos. Assim, o custo de capital poderá ser otimizado através da combinação ótima entre capital próprio e capital de terceiros, possibilitando a maximização do valor da empresa no mercado.

Gitman (1997) argumenta que 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. Destaca ainda que o custo de capital pode ser definido como a taxa de retorno que atrairia os fornecedores de recursos para financiar os projetos de investimento da empresa.

Em uma cooperativa a visão não é muito diferente, pois ao avaliar os seus projetos de investimentos, a cooperativa terá como resultado a maximização da riqueza dos cooperados e, por conseguinte, o aumento do valor patrimonial da organização. (GIMENES; URIBE-OPAZO; ULIANA, 2002). As cooperativas de crédito apresentam um caráter comunitário, colocam-se como uma alternativa socioeconômica, baseada em valores e princípios, que tem por objetivo a construção de uma vida melhor para seus associados de forma equilibrada, inclusa e sustentável. (MEINEN; PORT, 2012).

Conforme Pederson (1998), a avaliação econômica em cooperativas por meio da análise do custo de capital é uma ferramenta importante na gestão financeira, mas a determinação do custo de capital em cooperativas requer uma análise cuidadosa devido à variedade de modelos e fatores que envolvem esse tipo de estimação.

Quando se analisa o custo de capital de uma cooperativa, Pederson (1998) afirma o desafio é grande, pois o custo de capital próprio não pode ser derivado diretamente do mercado de capitais como uma empresa de capital aberto. As características de propriedade de uma cooperativa são diferentes das características de empresas, pois no caso das cooperativas, o custo de capital deve refletir as escolhas de investimento alternativos de vários cooperados, bem como da cooperativa propriamente dita.

Para Wilson (1974, tradução nossa) o custo de capital é um dos temas mais complexos e controversos em finanças, principalmente em empresas cooperativas, pois não existe tanta literatura que trate da relação custo de capital e cooperativa.

Assaf Neto (2014, p. 503) conceitua o custo de capital próprio como sendo o “[...] retorno requerido pelos acionistas ao investirem seus recursos no empreendimento”. Ou seja, o investidor espera que a sua riqueza aumente ou pelo

menos se mantenha quando realizar um investimento. Portanto, se a aplicação de recursos próprios não produzir um retorno, ao menos idêntico à expectativa dos seus proprietários, a baixa remuneração resultará na desvalorização do preço da ação da empresa e, conseqüentemente, da riqueza dos acionistas. (ASSAF NETO, 2014).

No meio acadêmico, segundo Zenner e Akaydin (apud LOUZA et al., 2002, p. 3), não há um consenso sobre a melhor metodologia de estimação do custo de capital próprio. Contudo, apesar do seu grau de subjetividade na adoção das premissas necessárias para efetuação de seu cálculo, o modelo de precificação de risco mais utilizado e indicado por autores como Cunha (2011), Garrán e Martelanc (2007), Graham e Harvey (2001, tradução nossa) e Lemme e Camacho (2013) na determinação do custo de capital próprio é o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). A taxa livre de risco, o beta e o prêmio de risco de mercado são os componentes básicos para a estimação deste modelo que estabelece o retorno esperado de um ativo a partir de uma função linear destes componentes, devendo ser calculado através de dados históricos ou por meio de projeções. (GIMENES, R.; GIMENES, F.; BRANCO, 2009). O modelo de CAPM é representado pela equação algébrica a seguir:

$$K(e) = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

Onde:

$K(e)$ = Custo de capital próprio ou taxa mínima requerida pelos investidores do ativo;

Rf = Prêmio pago ao ativo (taxa de juros) livre de risco;

Rm = Retorno da carteira de mercado (taxa de retorno esperada sobre o portfólio geral do mercado);

$(Rm - Rf)$ = Taxa de prêmio relativa ao risco de mercado;

β = Coeficiente beta da ação (medida de risco do ativo em relação à uma carteira padrão – risco sistêmico).

Este modelo busca, basicamente, de acordo com Assaf Neto (2014), demonstrar como devem ser relacionados e mensurados os componentes básicos de uma avaliação de ativos: risco e retorno. Quanto mais elevado for o risco da decisão, maior será o retorno exigido pelos proprietários de capital; se os níveis de

riscos foram menores, é possível remunerar o acionista com taxas de risco mais reduzidas também. Assim, estes componentes auxiliam no processo de tomada de decisões e a evidenciar a taxa de retorno almejada pelos investidores, pois um risco adicional somente será aceito na expectativa de uma remuneração adicional que cubra este risco.

De acordo com Assaf Neto (2014), a relação $(R_m - R_f)$ é chamada de prêmio pelo risco de mercado, pois demonstra o quanto o mercado paga em excesso à remuneração dos títulos considerados como livres de risco. A ser alavancado pelo beta do ativo, esse prêmio indica o risco de mercado ajustado ao ativo em avaliação.

Gimenes, R., Gimenes, F. e Branco (2009) destacam que o modelo CAPM produz um resultado que procura mostrar a taxa de retorno exigida pelo investidor como uma forma de compensar a sua exposição ao risco sistemático da empresa, aferido pelo coeficiente Beta (β). Este, por sua vez, é o resultado da divisão da covariância entre os retornos da carteira de mercado e os retornos do ativo de risco pela variância da carteira de mercado. A equação a seguir descreve o coeficiente Beta (β):

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Sendo:

R_m = Retorno da carteira de mercado;

R_i = Valor do retorno do ativo i ;

Dentre os componentes básicos, o risco sistêmico ou o Beta (β) tem como função captar o impacto de fatores estruturais e macroeconômicos sobre a empresa, como taxa de juros, inflação, instabilidade social e política ou fiscal, guerras, etc. Em suma, indica a vulnerabilidade da empresa frente a esses fatores, que afetam as empresas como um todo. (SOLDERA, 2015).

Assaf Neto (2014) afirma que o coeficiente Beta (β) é um indicador do incremento necessário no retorno de um ativo com o objetivo de remunerar de forma adequada seu risco sistemático.

Louza et al. (2002) aponta que o CAPM foi desenvolvido em um cenário de país desenvolvido, onde a economia é mais estável do que países em desenvolvimento, como o Brasil.

A partir do estudo desenvolvido por Pereiro (2002 apud BARBOSA; MOTA, 2004), é afirmado que a aplicação do modelo CAPM deve ser questionada em mercados emergentes em função das bolsas de valores nesses mercados tendem a ser pequenas se comparadas ao PIB dos países emergentes. Destacam ainda que esses mercados apresentam um pequeno número de empresas abertas, sendo altamente concentradas, o que diminui a liquidez, a capacidade de diversificação dos investidores e cria a possibilidade de manipulação de preços. Além de todos esses problemas com relação às premissas do CAPM, os autores Erb, Harvey e Viskanta (1995, tradução nossa) apontam que a aplicação desse modelo em mercados emergentes acaba levando a valores de Beta (β) considerados baixos, e que não refletem adequadamente a relação risco-retorno esperada.

Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) destacam que ao aplicar este modelo se faz necessário alguns ajustes de modo a adequá-lo às características dessas economias para que o resultado não sofra variações significativas.

Mesmo com as limitações elencadas, o modelo CAPM continua sendo o mais prático e o mais utilizado para determinar o custo de capital próprio. (GIMENES, R.; GIMENES, F.; BRANCO, 2009).

É importante destacar que para as sociedades cooperativas o custo de capital próprio é definido de maneira peculiar, devido às suas especificidades na estrutura de capital. Essas instituições não objetivam apenas a promoção de retornos financeiros aos seus associados, tendo como foco principal repassar benefícios na forma de um melhor sistema de preços e de prestação de serviços aos cooperados, fazendo com que dificilmente se observe o aparecimento de resíduos. (GRÄBIN, 2005).

Gräbin (2005) destaca que as normas contábeis apresentam o patrimônio líquido como sendo os bens e direitos deduzidos das obrigações da sociedade, ou seja, são os recursos dos sócios e os próprios, provenientes do desenvolvimento das atividades, investidos na sociedade. Contudo, mesmo havendo semelhança nas contas do patrimônio líquido das cooperativas com outros tipos de empresas, não se pode afirmar que o patrimônio líquido pertença aos associados, conforme destaca Polônio (1999). As únicas contas que podemos citar como exceções são a conta de

capital e alguma outra conta de reservas livres (fundos), o restante das contas do patrimônio líquido não pode ser dividido entres os cooperados.

Assim, com essa constituição de fundos obrigatórios e que não são distribuídos aos associados, temos que esses fundos não se apresentam como uma fonte custosa de capital. Essa situação pode fazer com que a administração de uma cooperativa subestime o real custo do capital. Conforme Bialoskorski Neto (1998) afirma, essa subestimação pode levar à aprovação de projetos de investimentos que não proporcionam as melhores taxas de retorno do capital. Além disso, o custo médio ponderado de capital também é influenciado por essas características particulares da estrutura de capital das sociedades cooperativas o que dificulta a estimação do custo de capital próprio e do valor da cooperativa.

Para definir o custo de capital próprio de uma cooperativa, conforme especifica Faria (2005) e Gräbin (2005), devemos considerar a legislação cooperativista vigente, notadamente a Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971, art. 24, § 3º, que prescreve:

É vedado às cooperativas distribuírem qualquer espécie de benefício às quotas-partes do capital ou estabelecer outras vantagens ou privilégios, financeiros ou não, em favor de quaisquer associados ou terceiros excetuando-se os juros até o máximo de 12% (doze por cento) ao ano que incidirão sobre a parte integralizada. (BRASIL, 1971).

Assim, temos inicialmente um limitador de 12% a. a. na remuneração do custo de capital próprio das cooperativas que, conforme já destacado, dificulta a real estimação do custo de capital próprio destas sociedades. Mas, por outro lado, não prejudica o desenvolvimento de estudos, sendo que diversos autores, como Faria (2005), Gimenes, R., Gimenes, F. e Branco (2009) e Gräbin (2005), utilizaram uma metodologia que inclui a estimativa de custo de capital próprio com este percentual de 12% a. a. para estimar o Valor Econômico Adicionado – EVA. Posteriormente, a Lei Complementar nº 130/2009 limitou a remuneração anual do valor das quotas de capital à variação da taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic para títulos federais. Conseqüentemente, a remuneração do capital próprio está limitada ao menor percentual obtido ao se comparar a variação anual da taxa SELIC e a taxa pré-definida de 12% ao ano.

No que se refere ao custo de capital de terceiros, que seria necessário para estimação do custo médio ponderado de capital, Gimenes, R., Gimenes, F. e Branco (2009) afirmam que o custo de capital de terceiros refere-se ao custo dos empréstimos que compreende o custo atual da dívida contraída pela empresa após a dedução dos impostos incidentes sobre o lucro (imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido).

Santos (2002) destaca que o princípio de cada homem um único voto não possibilita a configuração de uma estrutura apropriada à participação do capital de terceiros, pois não permite a emissão de títulos e o acesso a fontes alternativas de capital. A tomada de decisão exige a participação do associado através das assembleias gerais o que pode atrasar o processo decisório em função do atendimento do princípio da democracia. Em função da maior simplicidade de estimação do custo de capital próprio, opta-se na presente pesquisa pela análise do EVA a partir do custo de capital próprio, conforme destacado na subseção seguinte.

2.3 O Valor Econômico Adicionado – *Economic Value Added* (EVA)

De acordo com Frezatti (2003), a avaliação do desempenho empresarial está focada na criação de valor da empresa. Além da preocupação com o resultado e os recursos utilizados para sua geração, o impacto das variáveis internas e externas no valor da organização mostra-se de grande relevância. Em uma análise histórica, Frezatti (2003) destaca que a prosperidade da empresa estava inicialmente associada ao bom desempenho na área comercial, refletindo o volume de vendas e faturamento. Em seguida, passou-se a dar maior importância para as margens bruta e operacional, com uma leve atenção em termos de controle de custos e despesas. Na sequência, o lucro líquido e a geração de resultado para distribuí-lo aos acionistas passou a ser o principal ponto de atenção. Na próxima fase, o foco foi o retorno sobre o investimento, no qual o controle deve ser feito não apenas sobre as operações, mas também sobre os recursos financeiros empregados para a obtenção de resultados. Percebe-se que ao longo do tempo houve uma evolução quanto o que é importante ser avaliado e trabalhado na gestão de uma empresa.

O valor econômico ou lucro residual, segundo Assaf Neto (1999), é criado quando as receitas de vendas cobrem todos os gastos realizados, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio investido no negócio. Esse custo é dado como o

retorno da melhor alternativa de investimento disponível no mercado, abandonada em troca do investimento dos recursos na empresa, em um mesmo nível de risco. Portanto, mesmo tendo lucro contábil, uma companhia pode destruir valor para seus acionistas. Para tanto, basta não conseguir cobrir o custo mínimo de oportunidade do capital investido, entregando um desempenho financeiro insuficiente para remunerar o nível de risco tomado pelos acionistas.

Por isso, os gestores devem estar atentos as variáveis que criam valor, utilizando-se de indicadores financeiros ou não-financeiros na análise dos pontos fortes e fracos da organização, pois 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 total criado para os acionistas. (GIMENES, R.; SOUSA; GIMENES, F., 2007).

Uma ferramenta que auxilia na avaliação do desempenho da organização é o *Economic Value Added* – EVA ou lucro residual, uma medida interna de desempenho muito próxima da criação de valor para o acionista. O EVA foi uma metodologia desenvolvida na década de 1980 por Joel Stern e Bennet Stewart, consultores da *Stern Stewart & Co.*, com sede em Nova York, e divulgada em 1991 no livro *The Quest of Value: The EVA Management Guide*. (GIMENES, R.; SOUSA; GIMENES, F., 2007).

Em essência, Assaf Neto (2014) destaca que o EVA representa o custo de oportunidade do capital aplicado por credores e acionistas como forma de compensar o risco assumido no negócio, pois indica se a empresa está criando ou destruindo valor com base no seu desempenho operacional.

Faria (2005) considera o EVA um método de avaliação do desempenho diferente dos demais, tais como o *Payback*, o Valor Presente Líquido (VPL) e a Taxa Interna de Retorno (TIR), pois ele desconta do lucro da empresa os custos dos capitais investidos, propiciando a visualização do desempenho financeiro e econômico da organização. Além disso, verifica se o capital empregado está sendo remunerado de forma adequada, pois a análise do EVA leva em conta o custo de oportunidade de outras aplicações alternativas desse capital.

Ehrbar (1999, p. 16) destaca que o EVA é a “[...] simples noção de lucro residual”, sendo utilizado por economistas há mais de dois séculos como medida de desempenho. Considera que para os investidores realizarem uma taxa de retorno adequada, o retorno deve ser grande o suficiente para compensar o risco assumido

no investimento. Então, se o retorno operacional de uma empresa for apenas igual ao retorno exigido em troca do risco, o lucro residual será zero.

Para Soldera (2015) cria-se valor para os acionistas quando a organização obtém um retorno maior do que o custo de oportunidade dos investidores. Assim, o EVA tem como objetivo demonstrar o lucro residual, após deduzido o custo de capital de terceiros e o custo do capital próprio. Há três possibilidades: se o EVA for maior que zero, significa que o retorno superou as expectativas mínimas dos investidores, então, houve a criação de valor; se o EVA for igual a zero, indica que a empresa atendeu exatamente as expectativas dos investidores, atingindo seu custo de oportunidade; e se o EVA for negativo, há destruição de valor da empresa, ou seja, as expectativas dos investidores não foram satisfeitas.

A grande importância do EVA, segundo Faria (2005), pode ser encontrada na confrontação do retorno com o custo de capital necessário para sua geração. É necessário considerar o montante investido e o custo de capital próprio e de terceiros da organização, para saber se o negócio está sendo capaz de cobrir seus custos e ao mesmo tempo adicionar valor aos proprietários.

Assim, de acordo com Assaf Neto (2014), o Valor Econômico Adicionado – EVA pode ser calculado através de diversas formulações, tais como:

- a) EVA calculado através da multiplicação do *spread* (diferença) entre as taxas de retorno sobre o capital (ROI) e o custo médio ponderado de capital (WACC), pelo capital investido na empresa (capital de giro mais capital fixo):

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{Capital Investido}$$

Onde:

ROI = Taxa de retorno sobre o capital;

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital.

A expressão (ROI – WACC) também é conhecida como ROI Residual (RROI) indicando em quanto o retorno dos investimentos superou as expectativas de remuneração dos proprietários de capital, ou seja, é o *spread* econômico da empresa que funciona como um indicativo do potencial das estratégias financeiras adotadas em agregar valor aos proprietários. (ASSAF NETO, 2014).

b) EVA calculado através do NOPAT:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital Investido})$$

Onde:

NOPAT = Net Operating Profit after Taxes (Lucro Operacional Líquido após a tributação)

c) EVA calculado apartir do Lucro Líquido:

$$\text{EVA} = \text{Lucro Líquido após IR} - (\text{Ke} \times \text{PL})$$

Onde:

Ke = Custo do Capital Próprio;

PL = Patrimônio Líquido.

d) EVA calculado apartir do ROE:

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - \text{Ke}) \times \text{PL}$$

Onde:

ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido).

A medida de desempenho ROE, de acordo com Soldera (2015), é calculada a partir de dados contábeis pontuais a determinado período e demonstra o retorno do capital dos acionistas investido na empresa representado pelo patrimônio líquido. Assim, o resultado serve de referência para comparação com o custo de oportunidade do acionista ou da taxa de retorno exigida pelo acionista.

É importante destacar que, apesar de haverem diversos caminhos para se chegar ao EVA, de posse dos dados solicitados em cada fórmula, independente de qual critério for adotado, no final, o resultado de EVA será o mesmo para as quatro diferentes expressões acima, pois todas as expressões são matematicamente equivalentes.

Neste estudo, considerando as particularidades da dificuldade de estimação do custo de capital de terceiros de instituições financeiras, optou-se pela estimação do EVA a partir da fórmula que considera o EVA uma função da diferença entre o Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE e o Custo de Capital Próprio - Ke, multiplicada pelo patrimônio líquido inicial da instituição em cada período, pois sua metodologia é mais adequada para ser aplicada aos dados contábeis da cooperativa de crédito em análise.

2.4 Peculiaridades das Cooperativas que Tornam a Apuração do Valor Econômico Adicionado – EVA Relevante

Ao aplicar a medida de desempenho EVA em cooperativas, faz-se necessários alguns ajustes, pois o associado recebe os benefícios deste tipo de organização de duas formas: primeiro, através do tradicional excedente de exploração do exercício, a título de reavaliação e fortalecimento da equidade, chamado de sobras; e, segundo, através dos benefícios da utilização dos produtos e/ou serviços representadas em preços mais baixos ou melhores condições do que o mercado, sendo este último o motivo que valida a própria existência da cooperativa. (STEWART, 1991, tradução nossa).

Diante dos benefícios adicionais que as cooperativas de crédito proporcionam aos seus associados, seria possível incorporar na análise esses benefícios, para que não subestimemos a avaliação do valor econômico criado pela cooperativa para seus cooperados. Assim, no caso de cooperativas, podemos adotar a seguinte medida do valor econômico, considerando a variável α proposta por Stewart (1991, tradução nossa) :

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - \text{Ke}) \times \text{PL} + \alpha$$

Sendo:

α = Benefícios de valor entregue ao associado pela utilização dos produtos e/ou serviços da cooperativa.

Em seu estudo Stewart (1991, tradução nossa) destaca que num contexto cooperativista o aumento da criação de valor da cooperativa não só eleva os lucros

e reduz o custo de capital, mas também aumenta os benefícios concedidos aos seus associados. Assim, é necessário trabalhar na melhoria contínua de ambos fatores:

- a) benefícios oferecidos aos associados;
- b) lucro operacional.

Ambos são igualmente importantes porque sem a geração de lucros a cooperativa não consegue se manter economicamente no mercado e atender aos seus associados e sem os benefícios aos seus cooperados corre o risco de perder a sua essência.

Interpretando a proposição de Stewart (1991), em uma cooperativa de crédito podemos considerar que a geração de valor se dá, primeiro, pelo lado do lucro através das sobras, e, segundo, pelo benefício dos atos praticados com seus associados. Sendo que esse benefício poderia ser estimado comparando-se o total dos empréstimos e financiamentos concedidos pela instituição com o diferencial de juros que a mesma oferece em relação ao mercado. Essa estimação do coeficiente α não é objeto do presente trabalho, mas constitui um interessante caminho para pesquisas futuras. Caso o EVA apurado seja positivo, a existência de um coeficiente α positivo somente aumenta o benefício que a cooperativa proporciona aos seus associados. No mesmo sentido, pode-se esperar que a retenção de valor econômico adicionado decorrente da não distribuição de dividendos seja reaplicada nas atividades operacionais da cooperativa. Essa reaplicação pode resultar em melhorias nos benefícios concedidos aos associados, em conjunto com acréscimos no próprio retorno sobre o patrimônio líquido.

3 METODOLOGIA

A metodologia de um estudo compreende “[...] uma explicação do por que você coletou determinados dados, que dados coletou, de onde, quando e como os coletou e como foram analisados”. (COLLIS; HUSSEY, 2005, p. 30). Assim, para atingir o objetivo desta pesquisa utilizou-se a pesquisa bibliográfica para a fundamentação teórica e a pesquisa documental, com a finalidade de extrair dados dos demonstrativos financeiros da cooperativa de crédito em estudo, aplicado a um estudo de caso específico.

De acordo com Yin (2001), o estudo de caso é um método de investigação empírico que procura investigar fenômenos contemporâneos dentro de seu contexto da vida real, buscando inúmeras informações para compreender o problema de pesquisa.

Como o objeto a ser analisado pelo estudo de caso tem um caráter particular, conforme aponta Gil (1991), este fator acaba se tornando uma limitação devido a dificuldade em generalizar os resultados obtidos. Outro autor que corrobora com esta visão é Bialoskorski Neto (1998, f. 157):

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.

Apesar dessa limitação, em seu estudo Santos (2002, p. 12) defende que o estudo de caso é um método adequado para avaliar a gestão financeira em cooperativas:

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 parece ser suficiente 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.

Outro autor que defende este método é Stake (1994, tradução nossa) quando afirma que a generalização não deve fazer parte de todas as pesquisas e que a particularização de seus resultados se torna o primeiro passo para que se possa evoluir na busca de uma eventual generalização.

O presente estudo, caracteriza-se como um estudo de caso de natureza exploratória, tendo como base dados secundários, com o objetivo de permitir conclusões específicas para a cooperativa analisada. A partir dessas conclusões, será possível a realização de generalização teórica, no sentido de se buscar

contribuições do caso particular para o conhecimento acerca da medição de desempenho econômico de cooperativas.

3.1 Caracterização da Cooperativa de Crédito

A cooperativa de crédito objeto deste estudo de caso localiza-se no estado do Rio Grande do Sul e, por questão de sigilo, é referida no presente estudo como Cooperativa de Crédito Alfa.

Além da oportunidade de aplicação e poupança e do oferecimento a seus cooperados de diversas linhas de crédito e alternativas de investimento, a Cooperativa de Crédito Alfa coloca à disposição dos associados e da Comunidade produtos e serviços próprios de uma instituição financeira, tais como seguro, crédito imobiliário, consórcio, cobrança, cartões de crédito e débito, previdência, entre outros. Os recursos captados e resultados dessas operações são reinvestidos na própria região de atuação, consolidando a cooperativa em questão como um agente financeiro voltado para o fomento de atividades produtivas.

A partir da metodologia do Valor Econômico Adicionado – *Economic Value Added* (EVA) espera-se com este estudo avaliar o desempenho econômico da Cooperativa Alfa no período de 2011 até 2015. Portanto, o horizonte de tempo do estudo compreende um período de cinco anos, para o qual as demonstrações contábeis das cooperativas foram disponibilizadas para a pesquisa.

Os dados necessários para a análise foram extraídos dos demonstrativos contábeis fornecidos pela própria Cooperativa de Crédito Alfa, nos quais constam as seguintes informações: Relatório da Administração, Balanço Patrimonial (Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido), Demonstração de Sobras ou Perdas, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstrações do Fluxo de Caixa e Notas Explicativas às Demonstrações Contábeis.

3.2 Modelo de Mensuração do Valor Econômico Adicionado - EVA

No estudo desenvolvido por Gimenes, R., Sousa e Gimenes, F. (2007), para chegar ao EVA os autores, primeiramente, realizam a mensuração do *Net Operating Profit After Taxes* - NOPAT, ou seja, do lucro operacional, onde se excluem os encargos financeiros, despesas e receitas não operacionais. Após determinaram o

valor do capital investido pela Cooperativa Delta para financiar seu processo de expansão no período analisado. Em seguida, foi necessário encontrar o Retorno sobre o Capital Investido – ROIC. Na sequência identificaram as fontes de recursos, tanto próprios como de terceiros, para apurar o custo médio ponderado de capital – WACC de suas fontes de financiamento. Enfim, com o cumprimento de todas essas etapas, foi possível determinar o valor do EVA.

A metodologia adotada por Gimenes, R., Sousa e Gimenes, F. (2007) poderia ser aplicada a este estudo de caso, contudo, optou-se por um procedimento de análise mais simples devido à disponibilidade de informações relacionadas ao capital próprio da cooperativa, em conjunto com a complexidade encontrada na análise da estrutura de capital da cooperativa de crédito em análise. Destaca-se que grande parte dos passivos financeiros da cooperativa são por natureza passivos operacionais, pois a própria operação da cooperativa é de natureza financeira. Assim, esses passivos não estão financiando outras operações, mas sim constituem a própria operação da cooperativa.

Dada a anteriormente mencionada equivalência matemática entre as fórmulas de estimação do EVA, em conjunto com a conveniência de utilização do do Patrimônio Líquido como base para os cálculos, toma-se a formulação de Assaf Neto (2014) como base para se chegar ao Valor Econômico Adicionado - EVA da Cooperativa de Crédito Alfa, de acordo com a equação algébrica a seguir:

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - \text{Ke}) \times \text{PL}$$

Onde:

ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido);

Ke = Custo do Capital Próprio;

PL = Patrimônio Líquido.

Primeiramente, se faz necessária a mensuração do Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE, ou seja, é o resultado do Lucro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido. No caso de uma cooperativa de crédito o Lucro Líquido compreende as Sobras ou Perdas do Exercício antes de sua destinação aos associados, podendo, por um lado, ser um dado negativo se houver perdas, então, os associados terão que desembolsar capital próprio para cobrir os prejuízos e, por outro lado, ser um número positivo, então,

os associados terão direito a partilha das sobras de acordo com a proporção das operações que cada cooperado realiza com a instituição.

Para definir o ROE da Cooperativa de Crédito Alfa os dados referentes às Sobras ou Perdas do Exercício foram extraídos do demonstrativo contábil nomeado de Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido de cada ano, sendo de 2011 até 2015. O mesmo ocorreu quanto a informação do valor do Patrimônio Líquido, sendo obtida a partir do Balanço Patrimonial dos anos analisados.

A identificação da variável Custo de Capital Próprio – Ke foi realizada através da verificação das Notas Explicativas às Demonstrações Contábeis na nota nominada Juros ao Capital em cada ano de estudo, onde é apresentado o pagamento dos juros ao capital em percentual para os associados, sendo este o dado que compreende o Ke da Cooperativa de Crédito Alfa e utilizado para a análise. Destaca-se que não está disponível nas demonstrações contábeis a fórmula algébrica de cálculo dos juros sobre o capital próprio devidos, mas sim, somente o resultado desse cálculo, conforme divulgado pela cooperativa.

É importante frisar novamente que a legislação cooperativista vigente, a Lei nº 5.764/71, prevê a taxa máxima de 12% ao ano para a remuneração do capital. Adicionalmente, a Lei Complementar nº 130/2009 destaca no art. 7º que se deve observar o limite do valor da taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic para títulos federais. (BRASIL, 1971, 2009).

4 RESULTADOS

No presente capítulo, evidencia-se a estimação do Valor Econômico Adicionado - EVA a partir da metodologia apresentada na seção anterior. Posteriormente, na seção 5, apresenta-se uma análise crítica dos resultados obtidos no estudo.

4.1 Estimação do Custo de Capital Próprio – Ke da Cooperativa de Crédito Alfa

A partir da metodologia apresentada na seção 3.2 foi possível identificar o Custo do Capital Próprio – Ke da Cooperativa de Crédito Alfa, ou seja, a remuneração que os associados obtiveram pelo capital investido na instituição. Em complementação, são apresentados os dados referentes ao número de associados,

o Capital Social, o montante de juro pago ao Capital Social, em milhares de reais, conforme pode ser observado na Tabela 1.

Tabela 1 – Montante de juro pago ao Capital Social e Custo do Capital Próprio – Ke no período de 2011-2015

Variáveis	2011	2012	2013	2014	2015
Número total de associados	56.997	60.711	75.301	81.731	88.023
Capital Social (em R\$ mil)	43.291	50.985	58.835	66.498	78.830
Juro Pago ao Capital Social (em R\$ mil)	3.466	2.977	4.018	5.050	7.625
Custo do Capital Próprio - Ke	9,88%	6,49%	7,43%	8,26%	10,83%

Fonte: Elaborado pela autora a partir das notas explicativas dos demonstrativos contábeis. Valores em milhares de reais.

Para fins de referência e comparação, o custo de capital próprio de bancos regionais em mercados emergentes, de acordo com os dados e estimativas divulgadas por Damodaran (2016, tradução nossa) é de 8,44% em dólares norte-americanos, conforme evidenciado na Tabela 2.

Tabela 2 – Custo do Capital Próprio de bancos regionais

<i>Industry Name</i>	<i>Number of Firms</i>	<i>Beta</i>	<i>Cost of Equity</i>	<i>Cost of Debt</i>	<i>Tax Rate</i>	<i>After-tax Cost of Debt</i>	<i>D/(D+E)</i>	<i>Cost of Capital</i>
Banks (Regional)	75	0,73	8,44%	5,32%	20,46%	3,88%	69,11%	5,29%

Fonte: Damodaran (2016, tradução nossa).

Adotando-se o diferencial entre as inflações esperadas Brasileiras (6,5% a.a., dado pelo teto da meta de inflação do Banco Central do Brasil) e Norte-Americana (aproximadamente 2% a.a., dado pelo Federal Reserve Bank of Cleveland (2016, tradução nossa), o custo de capital próprio traduzido para reais seria de 12,67%, muito próximo da taxa máxima de remuneração dos associados, de 10,83% a.a utilizada pela Cooperativa de Crédito Alfa em 2015.

4.2 Estimação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE da Cooperativa de Crédito Alfa

A partir da metodologia descrita na seção 3.2, foi possível calcular o ROE da cooperativa de crédito em análise, conforme pode ser observado na Tabela 3 abaixo.

Tabela 3 – Estimação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE da Cooperativa de Crédito Alfa no período de 2011-2015

Variáveis	2011	2012	2013	2014	2015
Sobras ou Perdas do Exercício antes da Destinação (R\$ mil)	10.574	14.123	18.281	29.648	36.998
Patrimônio Líquido Inicial – PL (R\$ mil)	48.957	61.961	78.045	96.545	123.315
Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE	21,60%	22,79%	23,42%	30,71%	30,00%

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos demonstrativos contábeis. Valores em milhares de reais.

Trata-se de um retorno bastante elevado e que apresenta uma significativa tendência de crescimento nos últimos cinco anos. Esse retorno será comparado com o custo de capital próprio da cooperativa na subseção seguinte.

4.3 Estimação do Valor Econômico Adicionado - EVA da Cooperativa de Crédito Alfa

Com os dados reportados nas subseções anteriores, foi possível determinar o Valor Econômico Adicionado - EVA da Cooperativa de Crédito Alfa e avaliar o seu desempenho econômico no período de 5 anos entre 2011 e 2015. Na Tabela 4, apresenta-se os resultados da estimação do EVA no período.

Tabela 4 – Estimação do Valor Econômico Adicionado da Cooperativa de Crédito Alfa no período de 2011-2015.

Variáveis	2011	2012	2013	2014	2015
Sobras ou Perdas do Exercício antes da Destinação	10.574	14.123	18.281	29.648	36.998
Patrimônio Líquido Inicial – PL	48.957	61.961	78.045	96.545	123.315
Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE	21,60%	22,79%	23,42%	30,71%	30,00%
Custo do Capital Próprio – Ke	9,88%	6,49%	7,43%	8,26%	10,83%
Valor Econômico Adicionado – EVA	10.574,00	10.101,73	12.482,26	21.673,38	23.642,99

Fonte: Elaborado pela autora. Valores em milhares de reais.

As cooperativas de crédito, além de objetivos econômicos claros, têm também explícita a função social em sua natureza, questão de extrema importância para os princípios cooperativistas. A geração de um Valor Econômico Adicionado – EVA positivo é um resultado importante entregue pela administração da cooperativa para o associado, pois indica que há resultado econômico sendo gerado pelo lucro e pelos juros mais baixos praticados.

Por outro lado, se o EVA for negativo, é necessário aprofundar a análise e calcular o coeficiente α (alfa), que traduz os benefícios oferecidos pela cooperativa de crédito aos cooperados por meio da oferta de taxas de juros e acesso a crédito. Contudo, como já citado, devido a dificuldade de estimação desses benefícios indiretos, fica como sugestão futura de estudo para o desenvolvimento de outros trabalhos.

5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

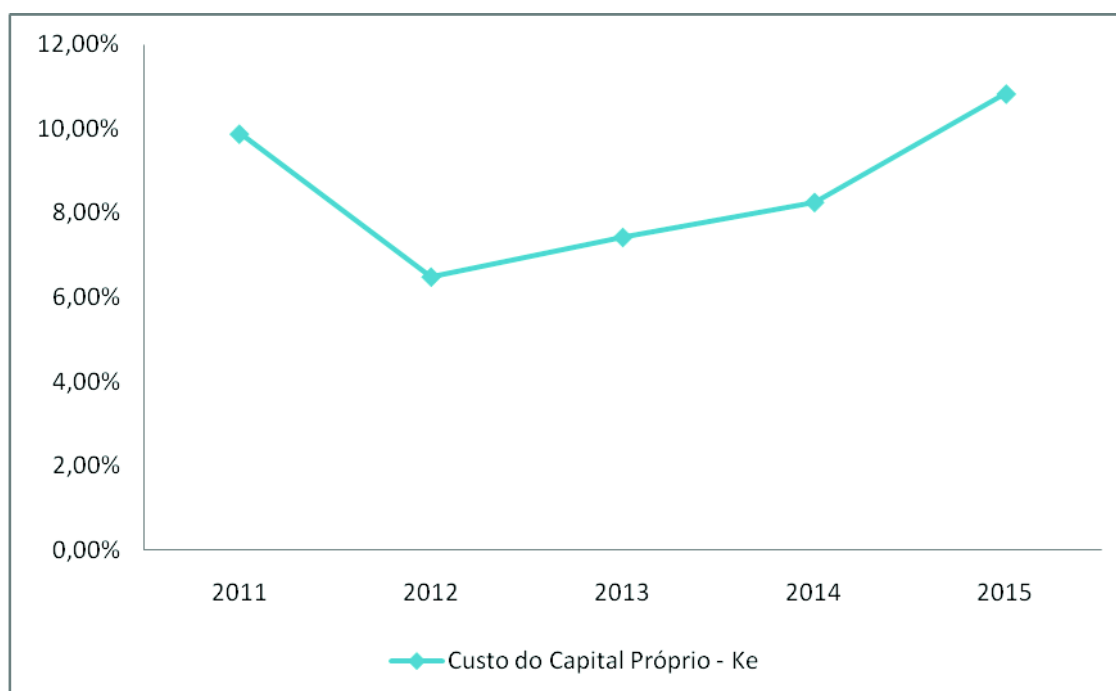
Com todos os cálculos efetuados, parte-se para a análise dos resultados obtidos para, enfim, avaliar o desempenho econômico da Cooperativa de Crédito Alfa, objetivo principal deste estudo de caso.

Inicialmente, temos os dados do Custo do Capital Próprio – Ke para a Cooperativa de Crédito Alfa que apresentou significativa variação no período, acompanhando as variações da taxa SELIC, conforme apresentado anteriormente na Tabela 1.

Para a cooperativa de crédito em análise, acréscimos no Ke representaram elevação nos custos financeiros, mas por outro lado, isso significa que os associados tiveram um ganho crescente na remuneração do seu capital social, ou seja, obtiveram criação de valor econômico ao aplicar o seu capital nessa instituição.

A taxa média anual do Ke no período analisado equivale a 8,58% ao ano, sendo superior a remuneração da caderneta de poupança do sistema financeiro nacional que apresentou uma média no mesmo período de 6,85% ao ano. (PORTAL BRASIL, [2016]). Isso demonstra que investir na Cooperativa de Crédito Alfa foi um bom investimento para os associados, pois obtiveram uma remuneração bem mais interessante, superando o custo de oportunidade representado pelo rendimento da caderneta de poupança. O Gráfico 1 apresenta a evolução do Ke no período de 2011 a 2015.

Gráfico 1 – Custo do Capital Próprio – Ke da Cooperativa de Crédito Alfa, no período de 2011-2015



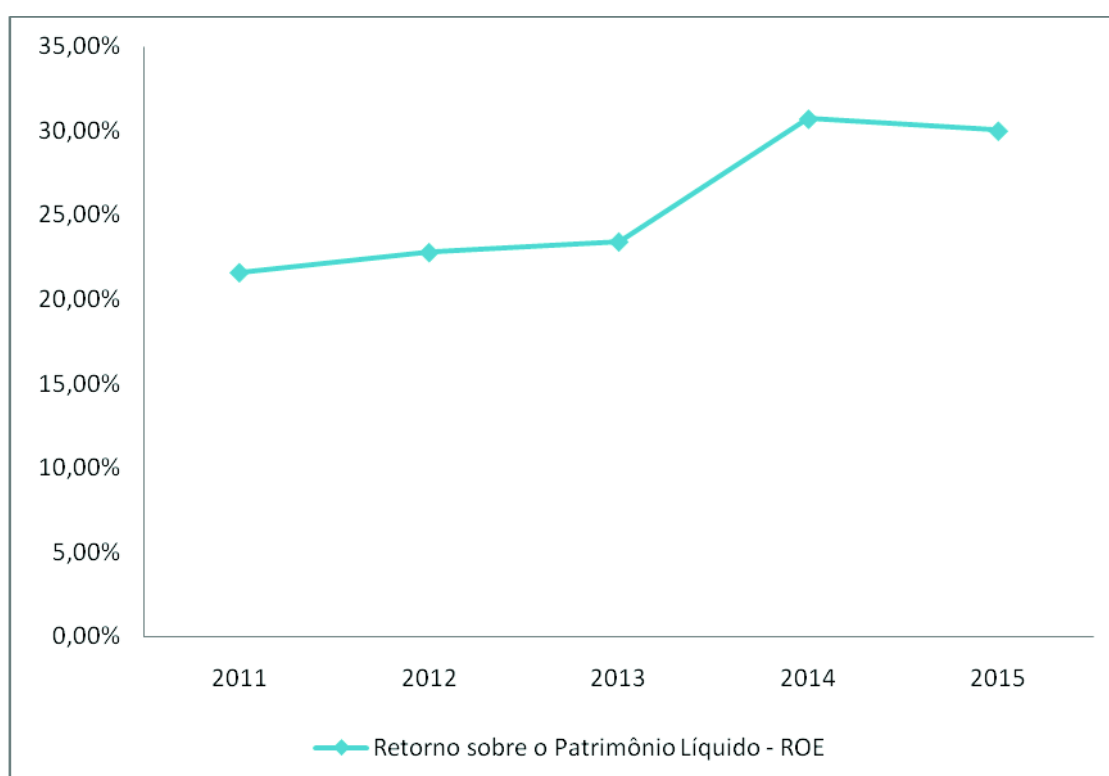
Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados contábeis e das notas explicativas dos demonstrativos.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE da Cooperativa de Crédito Alfa, ao longo da série analisada, apresenta um crescimento constante, sendo de 21,60% em 2011, 22,79% em 2012, 23,42% em 2013 e 30,71% em 2014, com exceção de 2015 que apresentou uma leve queda com relação ao ano anterior de 0,71 pontos

percentuais, fechando o ano em 30,00%. Esse pequeno decréscimo em 2015 deveu-se porque as sobras cresceram apenas 24,79% com relação ao ano anterior, enquanto que em 2014, ano que apresentou o maior índice da série, apresentou um crescimento nas sobras de 62,18% com relação a 2013.

Contudo, de modo geral, o ROE sempre apresentou valores positivos e superiores ao custo de capital próprio, demonstrando que houve a criação de valor econômico para os associados, pois sempre tiveram como resultado sobra de resíduos e nunca tiveram que desembolsar recursos financeiros para cobrir algum prejuízo. A evolução do ROE no período de 2011 a 2015 pode ser observada no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE da Cooperativa de Crédito Alfa, no período de 2011-2015



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos demonstrativos contábeis.

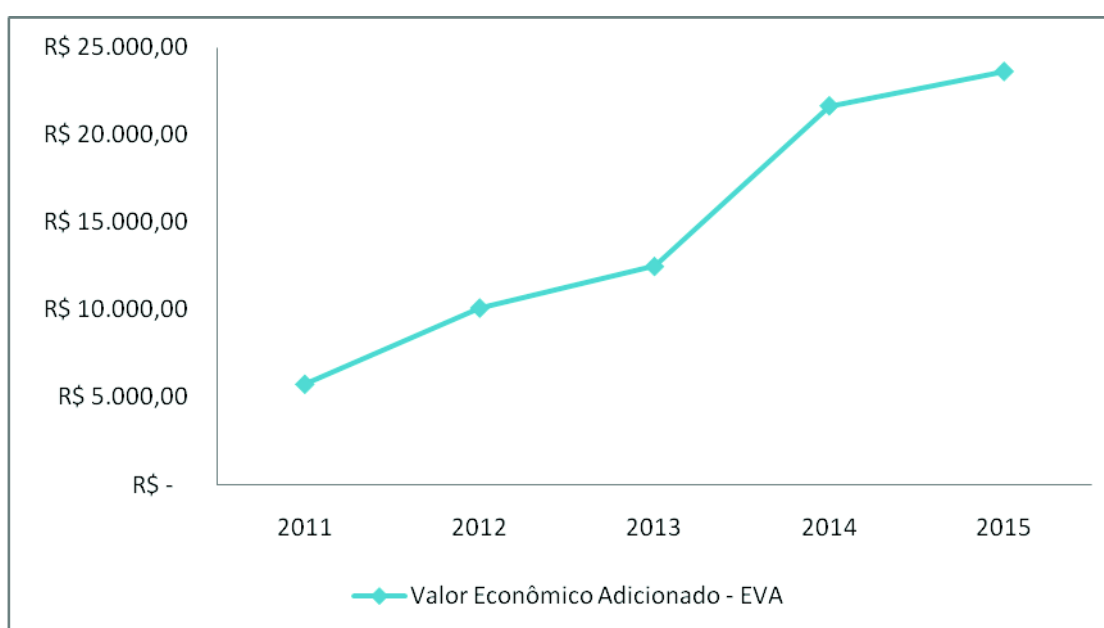
De acordo com os valores calculados para o EVA, verificou-se que a Cooperativa de Crédito Alfa criou valor econômico nos cinco anos analisados. O valor para 2011 foi de R\$ 5.737,05, para 2012 foi de R\$ 10.101,73, para 2013 foi de R\$ 12.482,26, para 2014 foi de R\$ 21.673,38 e para 2015 foi de R\$ 23.642,99.

Todas as variáveis envolvidas na análise do EVA apresentaram crescimento no período observado, com uma pequena exceção do valor do ROE de 2015) que

apresentou uma leve queda, mas que não influenciou no resultado geral do EVA no período.

O maior crescimento pode ser observado no ano de 2014, quando o EVA apresentou um crescimento de 73,63% com relação ao ano anterior, impulsionado principalmente pela elevação das sobras nesse período. Observa-se no Gráfico 03 os resultados do EVA para o período de 2011 a 2015 para a Cooperativa de Crédito Alfa.

Gráfico 3 – Valor Econômico Adicionado – EVA da Cooperativa de Crédito Alfa, em R\$ mil, no período de 2011-2015



Fonte: Elaborado pela autora.

Além da metodologia do EVA aplicada afirmar que a Cooperativa de Crédito Alfa criou valor econômico para os associados no período analisado, de acordo com Assaf Neto (1999), o lucro residual, também como é chamado o EVA, demonstrou que as receitas dos produtos e/ou serviços realizados cobriu os gastos efetuados, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio investido no negócio. Assim, como Soldera (2015) destaca, sendo o valor do EVA dos períodos observados maior que zero, temos que o retorno superou as expectativas mínimas dos cooperados, então, houve a criação de valor.

Outro ponto importante é que o EVA, de acordo com Gimenes, R., Sousa e Gimenes, F. (2007), é tido como um indicador de desempenho econômico da organização, sendo que os resultados obtidos demonstram que a Cooperativa de Crédito Alfa apresentou um ótimo desempenho econômico nos cinco anos

analisados, tanto para a organização quanto para os associados, sendo um reflexo do bom desempenho na gestão financeira da instituição por parte dos seus colaboradores.

Adicionalmente, seguindo a mesma linha de pensamento de Bialoskorski Neto, Nagano e Moraes (2006), temos que com a criação de valor econômico para os associados e o bom desempenho econômico da Cooperativa de Crédito Alfa, a consequência de um melhor desempenho social também, aumentando o bem-estar de seus cooperados e fortalecendo a comunidade na qual esta inserida, atingindo assim o principal objetivo de uma sociedade cooperativista.

6 CONCLUSÃO

Em atendimento ao objetivo geral, neste estudo de caso constatou-se a criação de valor econômico significativo pela Cooperativa de Crédito Alfa aos seus associados no período de 2011 até 2015, demonstrando-se uma boa gestão financeira dos recursos administrados pela instituição. Na série de tempo analisada, o EVA se apresentou crescente e positivo, evidenciando o desenvolvimento de um significativo desempenho econômico para os seus associados. Considerando o reinvestimento de parte significativa desse desempenho econômico, espera-se que esse bom desempenho econômico evidenciado na série histórica se traduza em maiores benefícios sociais para os associados.

Através da revisão da literatura, identificou-se que as cooperativas de crédito são instituições com características particulares que não visam lucro, mas sim, preocupam-se com aspectos econômicos e sociais, principalmente, com o bem-estar de seus cooperados e da comunidade em que faz parte. Além disso, possuem uma estrutura de gestão diferenciada se comparada à empresas tradicionais, onde os cooperados usufruem dos produtos e serviços ofertados como também participam das tomadas de decisões através de assembleias gerais. Por serem considerados donos do empreendimento o associado possui direito a um único voto, não sendo proporcional ao montante de capital próprio investido na cooperativa.

Estes aspectos de diferenciação conduziram este estudo de caso para uma análise de desempenho econômico específica, onde o Valor Econômico Adicionado – EVA da Cooperativa de Crédito Alfa passou a ser analisado utilizando dados

relacionados ao Custo de Capital Próprio e não ao Custo de Capital de Terceiros devido, primordialmente à estrutura financeira da cooperativa de crédito investigada.

Sabendo-se que em toda instituição cooperativa a distribuição das sobras aos seus associados é um fator determinante na estimação do custo de capital próprio, constatou-se a existência de critérios limitadores que possuem legislação específica. Primeiro, a remuneração do capital próprio é limitada pela taxa pré-definida de 12% ao ano, conforme a Lei nº 5.764/1971. Posteriormente, em complementação, a Lei Complementar nº 130/2009 restringe a remuneração do capital próprio ao menor percentual obtido ao se comparar a variação anual da taxa SELIC. Igualmente, conclui-se que essa situação cria um importante compromisso de gestão dos recursos administrados pelas cooperativas, no sentido de alocar da melhor forma possível os valores retidos, para aumentar ainda mais o retorno e a solidez financeira da cooperativa. Consequentemente, isso permitirá a oferta de um alfa (benefícios indiretos) cada vez maior aos cooperados e ao local no qual a cooperativa está inserida.

A partir dos resultados do estudo, percebe-se oportunidades promissoras para investigações futuras. Seria o crescimento do EVA de uma cooperativa uma medida adequada de desempenho da sua gestão? Há um limite ótimo de EVA a partir do qual a cooperativa deveria acelerar a transferência de benefícios (alfa) aos associados?

Como limitações do presente estudo de caso, deparamo-nos com a disponibilidade de dados oriundos somente dos últimos cinco anos, pois a cooperativa de crédito supracitada, não dispõe de dados organizados e publicados nos anos anteriores. Para estudos futuros sugere-se desenvolver esta metodologia numa série mais abrangente de dados, averiguando se a evolução financeira, representada pelo EVA, foi progressiva ou não.

Outra indicação é utilizar os dados de outras cooperativas de crédito no mesmo período de cinco anos analisados e fazer uma comparação quanto ao desempenho do Valor Econômico Adicionado – EVA entre essas instituições. Com base em análise econométrica de dados em painel, seria possível a verificação de regularidades no desempenho econômico das cooperativas de crédito e dos efeitos que a retenção de sobras e sua conversão em patrimônio das cooperativas provocam no desempenho dessas sociedades.

ANALYSIS OF THE ECONOMIC PERFORMANCE OF A CREDIT COOPERATIVE IN THE PERIOD 2011-2015

Abstract: This study evaluates the economic performance of a credit cooperative in the period of 2011-2015 and identifies the creation of economic value for the members and analyzes the performance of its financial management. The methodology is based on case study using the bibliographic and documentary research and applies the concept of Economic Value Added (EVA). Analysis of the results reveals that there was indeed a creation of economic value for the members and, consequently, a good financial management of resources, as the EVA was positive and increasing throughout the period analyzed, demonstrating the fulfillment of a great economic and social performed by the credit cooperative.

Keywords: Credit Cooperative. Economic Performance. Economic Value Added.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **A contabilidade e a gestão baseada no valor**. Ribeirão Preto: FEA/USP, 1999.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Rev. Adm. USP**, São Paulo, v. 43, n. 1, p. 72-83, jan./mar. 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é cooperativa de crédito?** Brasília, DF, [2016]. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?MICROFIN>> Acesso em: 10 maio 2016.
- BARBOSA, Tomaz Andres; MOTTA, Luiz Felipe Jacques da. Custo de capital próprio em mercados emergentes: CAPM x D-CAPM. **Gestão.Org**, Recife, v. 2, n. 3, set./dez. 2004. Disponível em: <<http://www.revista.ufpe.br/gestaoorg/index.php/gestao/article/viewFile/21/18>>. Acesso em: 21 abr. 2016.
- BIALOSKORSKI NETO, Sigismundo. **Cooperativas**: economia, crescimento e estrutura de capital. 1998. 257 f. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) – Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada, Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo, Piracicaba, SP, 1998.
- BIALOSKORSKI NETO, Sigismundo. Estratégias e cooperativas agropecuárias: um ensaio analítico. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL DE POLÍTICA ECONÔMICA, 2002, Viçosa, MG. **Cooperativismo e agronegócios**. Viçosa, MG: UFV, 2002. p. 77-97
- BIALOSKORSKI NETO, Sigismundo; NAGANO, Marcelo Seido; MORAES, Marcelo Botelho da Costa. Utilização de redes neurais artificiais para avaliação socioeconômica: uma aplicação em cooperativas. **Rev. Adm. USP**, São Paulo, v. 41, n. 1, p. 59-68, jan./mar. 2006.

BRASIL. **Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971**. Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5764.htm>. Acesso em: 26 maio 2016.

BRASIL. **Lei Complementar nº 130, de 17 de abril de 2009**. Dispõe sobre o Sistema Nacional de Crédito Cooperativo e revoga dispositivos das Leis nos 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e 5.764, de 16 de dezembro de 1971. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp130.htm>. Acesso em: 26 maio 2016.

COLLIS, Hill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COPELAND, T.; WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy**. 3rd ed. Reading, Mass.: Addison–Wesley, 1992.

CUNHA, Moisés Ferreira da. **Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado**: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro. 2011. 156 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) -- Universidade de São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Paulo, SP, 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Cost of equity and capital (updateable)**. [New York], 05 Jan 2016. Disponível em: <<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/waccemerg.xls>>. Acesso em: 21 jun. 2016.

EHRBAR, Al. **EVA**: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

ERB, Claude B.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E. Country risk and global equity selection. **J. Portf. Manage.**, New York, v. 21, n. 2, p. 74-83, winter 1995.

FARIA, Luiz Mauricio de. **Mensuração da governança em cooperativas agropecuárias**: proposta de um modelo desenvolvido a partir do EVA®. 2005. 131 f. Dissertação (Mestrado em Agronegócios) – Programa de Pós-Graduação Multiinstitucional em Agronegócios, Consórcio entre a Universidade Federal do Mato Grosso do Sul, Universidade de Brasília e a Universidade Federal de Goiás, Campo Grande, MS, 2005. Disponível em: <<http://repositorio.cbc.ufms.br:8080/jspui/bitstream/123456789/892/1/Luiz%20Mauricio%20de%20Faria.pdf>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

FEDERAL RESERVE BANK OF CLEVELAND. **Inflation expectations**. Cleveland, OH, 16 June 2016. Disponível em: <<https://www.clevelandfed.org/our-research/indicators-and-data/inflation-expectations.aspx>>. Acesso em: 21 jun. 2016.

FREZATTI, Fabio. **Gestão de valor na empresa**: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.

GARRÁN, Felipe Turbuk; MARTELANC, Roy. Metodologias em uso no Brasil para a determinação do custo de capital próprio. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - EnANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-A2169.pdf>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1991.

GIMENES, Régio Marcio Toesca; GIMENES, Fátima Maria Pegorini; BRANCO, Bruno Alex. Estimativa do custo de capital em cooperativas agropecuárias: resultados de uma investigação empírica. **Rev. Ciênc. Empres. UNIPAR**, Umuarama, v. 10, n. 1, p. 143-160, jan./jun. 2009.

GIMENES, Régio Marcio Toesca; SOUSA, Almir Ferreira de; GIMENES, Fátima Maria Pegorini. Um ensaio sobre o desempenho econômico de cooperativas agropecuárias a partir do Economic Value Added (EVA®). **Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 21, n. 2, p. 155-187, jul. 2007. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/1564/1390>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

GIMENES, Régio Marcio Toesca; URIBE-OPAZO, Miguel Angel; ULIANA, Clóvis. Métodos utilizados para o cálculo do custo de capital nas cooperativas agropecuárias do Estado do Paraná. **Contab. Vista Rev.**, Belo Horizonte, v. 13, n. 2, p. 67-84, ago. 2002.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.

GOULART, Josette. Cooperativas de crédito já são o 6º maior banco do País. **Revista Exame**, São Paulo, 04 abr. 2016. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/cooperativas-de-credito-ja-sao-o-6o-maior-banco-do-pais>> Acesso em: 07 abr. 2016.

GRÄBIN, Raquel. **Avaliação dos resultados dos modelos Fleuriet e EVA® em cooperativas agropecuárias do Estado do Rio Grande do Sul**. 2005. 170 f. Dissertação (Mestrado em Administração) -- Curso de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, RS, 2005.

GRAHAM, John; HARVEY, Campbell. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. **J. Financ. Econ.**, Lausanne, v. 60, n. 2/3, p. 187-243, 2001.

LAZZARINI, Sérgio Giovanetti, BIALOSKORSKI NETO, Sigismundo; CHADDAD, Fabio R. Decisões financeiras em cooperativas: fontes de ineficiência e possíveis soluções. **Gest. Prod.**, São Carlos, SP, v. 6, n. 3, p. 257-268, 1999.

LEMME, Celso Funcia; CAMACHO, Priscila Tavares. **Determinação do custo de capital próprio para avaliação de projetos de empresas brasileiras no exterior**. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/36407722_Determinacao_Do_Custo_De_Capital_Proprio_Para_Avaliacao_De_Projetos_De_Empresas_Brasileiras_No_Exterior>. Acesso em: 06 abr. 2016.

LIMA, Luciano Ferreira de; CALGARO, Rosane. Desempenho financeiro das cooperativas agropecuárias paranaenses: uma abordagem de dados em painel. In: CONGRESSO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS, 5., 2014. **Anais...** Guarapuava: Universidade Estadual do Centro-Oeste, 2014. Disponível em: <<http://anais.unicentro.br/concisa/pdf/vv2n1/6.pdf>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

LOUZA, Amanda et al. **Custo de capital próprio no Brasil**: análise das premissas adaptadas a países emergentes. 2014. Trabalho apresentado ao 8º Congresso AnpCONT, Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <http://www.furb.br/_upl/files/especiais/anpcont/2014/188_3.pdf?20140719231622>. Acesso em: 21 abr. 2016.

MACHADO FILHO, Cláudio Antonio Pinheiro; MARINO, Matheus; CONEJERO, Marco Antonio. Gestão estratégica em cooperativas agroindustriais. **Cad. Pesqui. Adm.**, São Paulo, v. 11, n. 2, p. 61-69, abr./jun. 2004.

MEINEN, Ênio; PORT, Márcio. **O cooperativismo de crédito**: ontem, hoje e amanhã. Brasília, DF: CONFEBRÁS, 2012.

MEURER, Simplício; MARCON, Rosilene. Desempenho de cooperativas: o caso de uma cooperativa de crédito rural. **Organ. Rurais Agroind.**, Lavras, v. 9, n. 3, p. 334-348, 2007.

OLIVEIRA JÚNIOR, C. R. **A avaliação da eficiência empresarial cooperativa**. Curitiba: OCEPAR, 1996.

PEDERSON, Glenn. **Cost of capital for agricultural cooperatives**. Minnesota: University of Minnesota, 1998.

POLÔNIO, W. A. **Manual das empresas cooperativas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

PORTAL BRASIL. **Caderneta de poupança índices mensais**. [S.l., 2016]. Disponível em: <http://www.portalbrasil.net/poupanca_mensal.htm>. Acesso em: 26 maio 2016.

SANTOS, E. **Criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais**. Lavras: UFLA, 2002.

SCHARDONG, Ademar. **Cooperativa de crédito**: instrumento de organização econômica da sociedade. Porto Alegre: Rigel, 2002.

SOLDERA, Sérgio Bernardino. **Avaliação de Empresa - VALUATION**. São Leopoldo: UNISINOS/ Unidade Acadêmica de Educação Continuada, 2015.

STAKE, R. E. Case studies. In: DENZIN, Norman K.; LINCOLN, Yvonna S. (Org.). **Handbook of qualitative research**. London: Sage, 1994. p. 236-247.

STEWART, G. Bennett. **The quest for value**: a guide for senior managers. [New York]: Harper Business, 1991.

TOMAZONI, T. MENEZES, E. A. Estimativa do custo de capital em empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). **Rev. Adm. USP**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 38-48, out./dez. 2002.

WILSON, Ernest Walter. **An economic analysis of alternative capital financing plan for agricultural cooperatives**. Georgia: University of Georgia, 1974.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.