

ABERTURA DIRETA DO CAPITAL DAS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS PELA EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA

***DIRECT OPENING OF THE CAPITAL OF THE FARMING
COOPERATIVES FOR THE EMISSION OF DEBT
HEADINGS***

RÉGIO MARCIO TOESCA GIMENES

Pós-Doutorando em Finanças pela FEA/USP. Professor Titular de Controladoria e
Finanças da Unipar.
E-mail: toesca@unipar.br

ALMIR FERREIRA DE SOUSA

Doutor em Administração FEA/USP. Professor de Finanças da FEA/USP.
E-mail: abrolhos@usp.br

RESUMO

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 os problemas de capitalização e financiamento das cooperativas agropecuárias e a emissão das debêntures como uma opção às restrições de crédito. Quanto à metodologia, a pesquisa utilizou a tipologia do estudo de caso, tendo como objeto de estudo, uma cooperativa agropecuária localizada no estado do Paraná. 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 de investimento, o alongamento da dívida e custos menores de captação, a depender da taxa básica de juros da economia brasileira.

PALAVRAS-CHAVE

Cooperativismo agropecuário; Abertura de capital; Debêntures

ABSTRACT

The purpose of this study was to examine whether direct public offering of agricultural cooperatives, through the issuance of debt instruments (debentures), is economically feasible. For that purpose, a critical review of the literature was conducted, discussing the capitalization and financing problems of agricultural cooperatives and issuance of debentures as an option for credit restrictions. With regard to the methodology, the study used a case study approach and focused on an agricultural cooperative located in the State of Paraná. Based on the results obtained, it was found that not all cooperatives can conduct a direct public offering through the issuance of debentures. Preliminary studies must identify its economic and financial balance, its ability to pay, and transparency of its management (cooperative corporate governance). If the pre-requirements are met, then an agricultural cooperative may take advantages from the issuance, which include: planning tailored to a specific investment project, extension of debt, and lower borrowing costs, depending on the interest rate prevailing in the Brazilian economy.

KEY-WORDS

Agricultural cooperatives; Public offering, Debentures.

JEL: G3

1 INTRODUÇÃO

A evolução da economia mundial se caracteriza pela gradual abertura das economias nacionais ao comércio internacional. O processo, que hoje se denomina “globalização”, consiste na exposição crescente dos agentes econômicos domésticos à concorrência externa. 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 resistir e crescer, as 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. Este novo ambiente de negócios conduz os dirigentes cooperativistas a um momento de reflexão: se, por um lado, apresentam-se desafios e oportunidades; por outro, o estímulo à cultura da competição nas sociedades contemporâneas representa uma ameaça ao modelo atual de gestão cooperativista.

Dentre as principais questões que estão sendo debatidas atualmente no movimento cooperativista, a mais importante, conflitiva e controvertida é aquela que se relaciona à capitalização das cooperativas agropecuárias. 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 este artigo discutir esta questão.

Após esta introdução, procede-se a uma revisão da literatura a cerca dos problemas de capitalização e financiamento das cooperativas agropecuárias. Em seguida, propõe-se a emissão das debêntures como uma opção às restrições de crédito e delineiam-se os procedimentos metodológicos da pesquisa. Na seqüência, realiza-se a análise e discussão dos resultados e, finalmente, apresentam-se as considerações finais sobre o tema.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Os desafios da 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 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, nesse contexto, é aquela realizada pela criação de fundos indivisíveis, sustentados pela retenção de um percentual sobre o volume de operações dos associados.

Parliament e Lerman (1993), analisando a estrutura de capital das cooperativas agropecuárias, observaram que, quando tais organizações 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 naquelas de porte pequeno, a principal dificuldade é o baixo retorno dos seus ativos operacionais; e, nas grandes, o alto nível de endividamento e as altas taxas de juros cobradas nos empréstimos bancários.

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 incontrolláveis). Além das incertezas provenientes dos fatores climáticos, as cooperativas que atuam no setor agropecuário financiam seu quadro de associados com seus escassos recursos próprios. Essa decisão aumenta o risco operacional, pois em períodos em que as safras dos produtores não são capazes de gerar um nível de receita suficiente para cobrir suas obrigações com a cooperativa, o índice de inadimplência aumenta acentuadamente. Esta, por sua vez, diminui a liquidez daquela, aumentando seu nível de endividamento que, em determinadas situações, pode produzir um estado de insolvência, a qual sinaliza ao mercado que a sociedade cooperativa é um cliente com alto risco de crédito. 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).

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, porque não têm 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 aos desenvolvimentos econômico e social daquelas. Dessa forma, a dependência de recursos externos é relevante fonte de financiamento para seu crescimento. 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. O maior retorno poderia estimular a comercialização das quotas-partes, mas não é o que ocorre devido à sua baixa 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.

O capital social, além de ser uma fonte de recursos operacionais, é também uma medida de interesse dos associados por suas cooperativas. Eles, como qualquer investidor, comparam a taxa de retorno marginal dos investimentos adicionais com outras fontes alternativas de investimentos, definindo um custo de oportunidade para seu capital. Quando a cooperativa agropecuária não tem um programa de restituição do capital social, o retorno marginal do investimento do cooperado é baixo, dificultando qualquer tentativa de captar recursos adicionais, principalmente dos novos associados. A falta de programas de restituição levou vários estados dos Estados Unidos a incluírem em sua legislação períodos máximos para restituir o capital social. Os planos de tal restituição asseguram o retorno dos recursos que associados 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 (REQUEJO, 1997).

A dificuldade desse tipo de restituição 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 isso 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, pois são eles os proprietários. Adicionalmente, o argumento de que a cooperativa deve reter parte dos resultados em fundos e reservas para se proteger contra eventuais crises de liquidez não se justifica, porque se pode conseguir essa mesma proteção com um plano de longo prazo de restituição do capital social, mesmo porque os fundos e reservas exigidos pela lei já oferecem parte desses recursos (FISHER, 1989).

Ainda com relação à alocação das sobras líquidas, parte delas deve capitalizar o Fundo de Assistência Técnica e Educacional - FATES e a Reserva Legal, de acordo com a legislação cooperativista e recomendação da Aliança Cooperativa Internacional (ACI). 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 ela 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 conta capital social, deveriam ser restituídos aos cooperados (REQUEJO, 1997).

Segundo Lazzarini e Bialoskorski Neto (1998), seria importante evitar a alocação das sobras para os denominados fundos indivisíveis, pois esse procedimento 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 este é subvalorizado. Essas medidas contrariam os princípios do cooperativismo, mas devem ser consideradas quando se buscam ganhos de eficiência em todo sistema.

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 se apropriar 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 menores custos de coordenação, de transação e de governança corporativa.

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, ou seja, seus investimentos normalmente são direcionados a um determinado grupo de cooperados definidos regionalmente. 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 contratemplos que podem ocorrer no mercado. Os recursos próprios têm essa 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, 1998b).

Quando a cooperativa agropecuária cresce e se exige um melhor desempenho dessa empresa e dos seus cooperados na busca da sobrevivência em um mercado competitivo, o ambiente externo e as decisões dos dirigentes conduzem a uma especialização mais apurada 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), afirma que a abertura do capital de empresas com alta especificidade de ativos reduz seus custos de transação. A partir deste pressuposto teórico, Bialoskorski Neto (1998c) propõe uma mudança na legislação cooperativista (Lei 5.764/71), em que a autorização para a abertura do seu capital possibilitaria novas alternativas de capitalização com menores custos de transação e agenciamento.

A teoria do agenciamento de 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. Este está atento às decisões dos dirigentes pelo mecanismo neoclássico de preços, advertindo a organização quando seu desempenho for diferente daquilo que foi contratado e produzindo mais

eficiência econômica em todo sistema (BIALOSKORSKI NETO; MARQUES, 1998).

Uma outra forma de capitalização começa a ser utilizada pelas cooperativas agropecuárias brasileiras. Essa 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 Aliança Cooperativista Internacional (ACI) descreve essa estratégia da seguinte forma:

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. Essas 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*, essa sociedade poderá vender parte dos seus ativos para integralizar seu capital na nova empresa não-cooperativa. Nessa estrutura, a cooperativa representa seus membros na nova organização: é ela que guarda as ações da firma de capital para os associados. Nem sempre as alianças estratégicas são de todo exequíveis, devendo-se avaliar quais são as sinergias necessárias que interessam aos parceiros e o que as cooperativas agropecuárias podem oferecer nessa parceria (LAZZARINI, 1998).

Ao final desse tópico, apresenta-se a Figura 1, que demonstra esquematicamente os padrões atuais de capitalização e financiamento das cooperativas agropecuárias brasileiras, além de revelar que tais procedimentos concentram-se, basicamente, em três formas: financiamento externo, financiamento interno e alianças estratégicas.

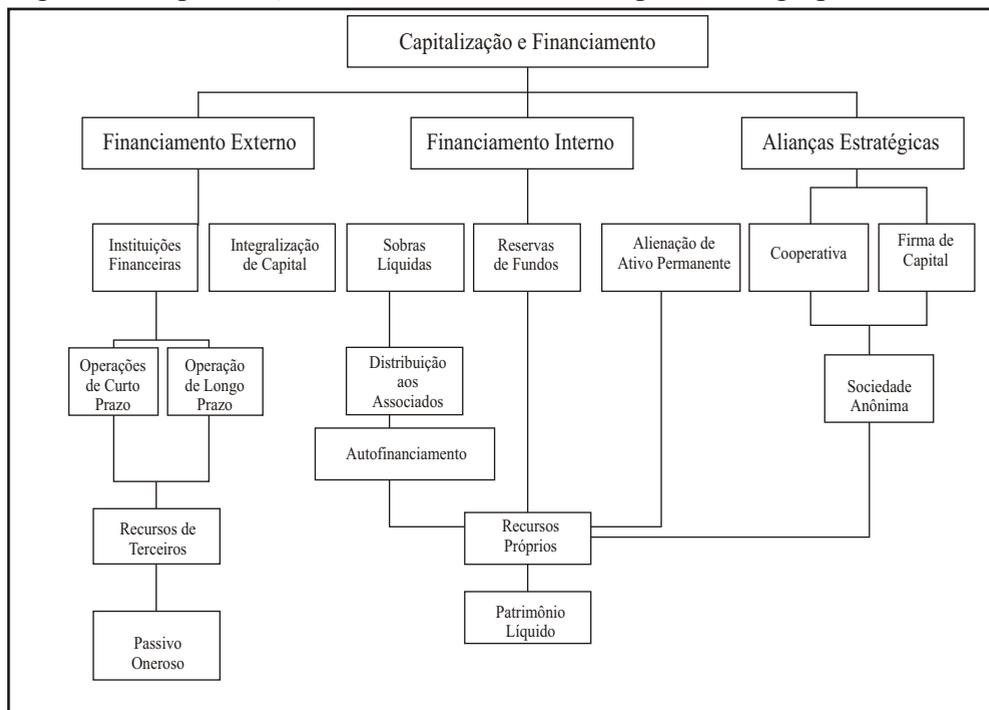
O financiamento externo, por sua vez, se dá pela subscrição e integralização de quotas por parte de novos associados e/ou pelos empréstimos e financiamentos junto a instituições financeiras. Os empréstimos e financiamentos captados no mercado financeiro podem ter vencimentos em curto ou longo prazos,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

Já 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 pelos autores

2.2 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. 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 Wladimir Castelo Branco, diretor da CVM, em reportagem de Simone Azevedo 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. 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 menores 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).

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. 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 (CASAGRANDE NETO, 2000).

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 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.

2.2.1 Características de uma emissão de debêntures

As debêntures são títulos emitidos por empresas, 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 (FORTUNA, 1999).

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 deva 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.

2.2.2 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.

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 (SDT) 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.

2.3 A emissão das debêntures pelas cooperativas agropecuárias

Um dos objetivos específicos deste artigo 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), em sua pesquisa sobre o acesso ao crédito das cooperativas agropecuárias paranaenses:

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.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este artigo tem como objetivo verificar se a abertura direta do capital das cooperativas agropecuárias, pela emissão de títulos de dívida (debêntures), possui viabilidade econômica e, para tanto, utilizou a tipologia do estudo de caso. A utilização do estudo de caso pressupõe uma investigação que tenha como objeto organizações reais, reunindo inúmeras informações para compreender o problema de pesquisa. Com relação às vantagens e às limitações desse 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: 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.

Segundo Gil (1991), a principal limitação do estudo de caso é a dificuldade em generalizar os resultados obtidos, devido ao fato de o objeto estudado ter um caráter particularizante. Apesar dessa limitação, Stake (1994) defende o

estudo de caso, afirmando que seus resultados se constituem num primeiro passo para a generalização, e ressalta ainda que a generalização não deve 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 preestabelecidos no planejamento das investigações. Santos (2002), afirma que o estudo de caso é adequado para avaliar a gestão financeira de cooperativas agropecuárias.

Segundo o autor:

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.

4 ESTUDO DE CASO

A cooperativa agropecuária, objeto deste estudo de caso, localiza-se no estado do Paraná e, por questões de sigilo, será denominada daqui por diante de cooperativa Delta, cujo rápido crescimento exigiu a contratação de volumes substanciais de recursos de terceiros. Apesar da escolha da Cooperativa Delta ter sido orientada em função da disponibilidade dos dados, conseguiu-se explorar os objetivos propostos na pesquisa.

4.1 Custo de capital da Cooperativa Delta

Na seqüência, serão identificadas as fontes de recursos (próprios e de terceiros) utilizadas pela cooperativa Delta no período 2001 a 2004, para apurar o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) de suas fontes de financiamento. No intuito de respeitar a legislação cooperativista vigente (Lei 5.764/71), considerou-se como custo do capital próprio a taxa de 12% ao ano, haja vista ser esse o limite para remunerar o capital dos associados.

Na Tabela 1, apresenta-se de forma detalhada o cálculo do custo médio ponderado de capital da cooperativa Delta para o ano de 2001. Esse ano foi o escolhido para exemplificar a metodologia de cálculo do CMPC porque contempla todas as modalidades de empréstimos e financiamentos utilizadas pela cooperativa Delta no período analisado.

Tabela 1 - Custo médio ponderado de capital da cooperativa Delta no ano de 2001

MODALIDADE	VALOR (R\$ mil)	PROPORÇÃO (%)	TAXAS (% a.a.) ⁽¹⁾	P X T (%)
Capital de terceiros	-	-	-	-
Capital de giro	128.785	43,28	8,75	3,79
Operações cambiais	15.786	5,30	23,16	1,23
Ativo fixo	34.521	11,60	13,50	1,57
Repasso máquinas e implementos	38.752	13,02	8,75	1,14
Comercialização	42.389	14,24	8,75	1,25
Repasso fertilidade do solo	20.874	7,01	8,75	0,61
Custeio agrícola	8.563	2,88	8,75	0,25
Securitização	3.471	1,17	3,00	0,03
Repasso suíno/gado leiteiro	4.378	1,47	8,75	0,13
Equipamentos de informática	72	0,02	34,00	0,01
Custo do capital de terceiros	-	-	-	10,05
Custo líquido do CT após IR e CS	-	-	-	8,41
Custo do capital próprio	-	-	-	12,00
CMPC	-	-	-	10,55

Fonte: Elaborado pelos autores

Nota: Os encargos de empréstimos e financiamentos foram informados pela cooperativa, pelos relatórios das auditorias independentes, ou ainda estimados pelos autores 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 Reparcèlement. Os índices utilizados (IGPM, IGP-DI, TR, CDI, LIBOR, DÓLAR, IBX) foram extraídos dos sites do Banco Central do Brasil (BACEN) (www.bcb.gov), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (www.bndes.gov.br), do Ministério da Fazenda (www.fazenda.gov.br), do IPEA (Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada) (www.ipeadata.gov.br), da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) (www.bovespa.com.br) e da BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) (www.bmf.com.br).

No Quadro 1, apresentam-se os valores do CMPC para a cooperativa Delta no período 2001 a 2004.

Quadro 1 - Cálculo do CMPC para a Cooperativa Delta no período 2001 a 2004

VARIÁVEIS	2001	2002	2003	2004
CMPC	10,55	14,95	10,58	10,85

Fonte: Elaborado pelos autores

4.2 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 (NOALDO, 2005). As demais premissas estão listadas no Tabela 2.

Tabela 2 - Características básicas para a emissão das *debêntures*

EMIÇÃO	CARACTERÍSTICAS BÁSICAS
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 o <i>rating</i>
Pagamento dos Juros	Trimestral
Correção Monetária	Taxa do CDI
Prêmio de Permanência	1% sobre o saldo remanescente
Taxa de Registro da Emissão na CVM	R\$ 82.800
Escritório de Advocacia	R\$ 60.000
Taxa ANBID	R\$ 5.200
Publicações	R\$ 100.000
Road Show	R\$ 30.000
Prospectos e Materiais Publicitários	R\$ 15.000
Agência de Rating	R\$ 40.000
CETIP	R\$ 20.400 / ano
Agente Fiduciário	R\$ 30.000 / ano
Banco Mandatário / Escriturador	R\$ 24.000 / ano
Acompanhamento da Agência de <i>Rating</i>	R\$ 36.000 / 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
Registro da AGE	R\$ 340,00
Registro da RCA	R\$ 340,00
Registro da escritura e aditivo	R\$ 340,00

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).

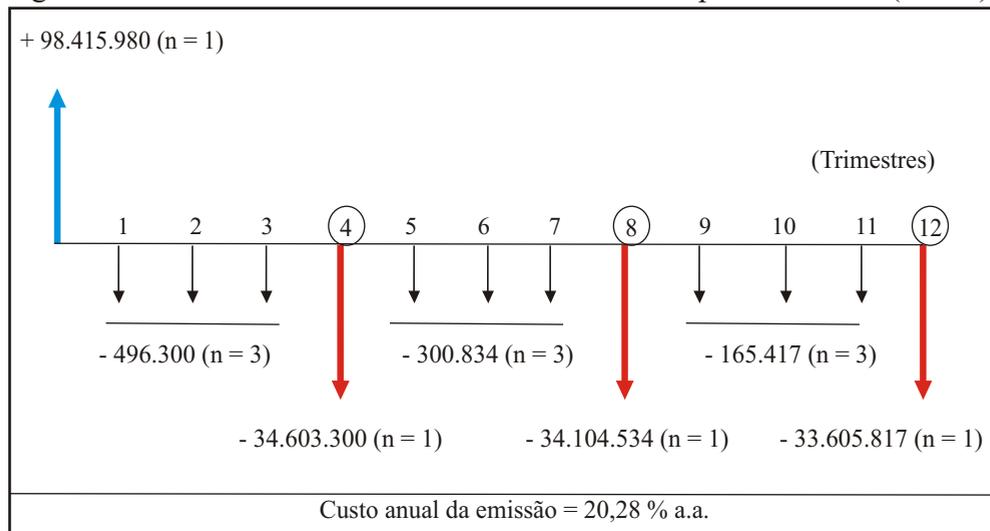
Para estipular a taxa de juros a ser paga na remuneração das debêntures, tomou-se como base, o *rating* da cooperativa obtido junto as instituições financeiras que realizam operações financeiras com a cooperativa. Na avaliação do *rating* as instituições financeiras utilizam as seguintes ponderações:

- a) Dados quantitativos: inclui os principais índices econômico-financeiros da cooperativa a partir dos demonstrativos contábeis disponíveis;
- b) Perspectivas setoriais: cenário macroeconômico definindo tendências de desempenho futuro;
- c) Dados cadastrais: restrições internas ou externas;
- d) Informações qualitativas: informações mercadológicas e gerenciais da cooperativa, tais como posição competitiva no mercado, tecnologia, profissionalização da gestão, entre outros.

A Cooperativa Delta obteve *rating* Nível: A - Ótimo, o que permitiu estimar uma remuneração para as debêntures com a seguinte taxa: CDI (remuneração obtida anualmente nos Certificados de Depósito Interbancário) + 2% ao ano (NOALDO, 2005).

A partir dos parâmetros definidos na Tabela 2, procurou-se estimar o custo anual de uma emissão no valor de R\$ 100 milhões de debêntures pela cooperativa Delta, cujo fluxo de caixa da operação apresenta-se na Figura 2:

Figura 2 - Fluxo de caixa da emissão de debêntures da cooperativa Delta - (em R\$)



5 DISCUSSÃO DO CASO

A possibilidade de captar recursos de terceiros sob a forma de dívida, somente é viável 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. De acordo com o Quadro 2, a taxa média de retorno sobre o ativo total da cooperativa Delta, no período 2001 a 2004, foi igual a 12,29% ao ano, portanto, superior ao custo médio ponderado de capital (11,73%) calculado para o mesmo período, conforme os dados já apresentados no Quadro 1.

Quadro 2 - Retorno sobre o capital investido da Cooperativa Delta no período 2001 a 2004

VARIÁVEIS	2001	2002	2003	2004
Sobras Líquidas (R\$ mil)	96.250.914	170.539.446	249.493.890	252.327.622
Ativo Total (R\$ mil)	951.828.998	1.289.203.852	1.816.895.507	2.084.591.622
Taxa de Retorno (%)	10,11	13,23	13,73	12,10

Fonte: Elaborado pelos autores

Ao utilizar os recursos obtidos pela emissão das debêntures a cooperativa Delta aumentaria seu custo médio ponderado de capital, uma vez que, o custo anual estimado para a emissão seria de 20,28% ao ano, portanto, superior ao custo das fontes de capital de terceiros utilizados pela cooperativa em 2004. A emissão das debêntures apresentará viabilidade, observando-se num primeiro momento, apenas o custo da emissão, quando a taxa de juros básica da economia SELIC, permitir uma remuneração das debêntures compatível com o retorno das atividades da cooperativa. Neste sentido, analisando-se os contratos firmados nos mercados futuros, observa-se que os juros continuam sua rota de queda e ainda têm espaço para cair. Especialistas do mercado financeiro acreditam que o Comitê de Política Monetária (COPOM) vai cortar as taxas básicas nominais de juros em um ritmo de 0,75 ponto percentual nas quatro primeiras reuniões de 2006, o que sugere uma taxa de 15% em junho daquele ano (LUCCHESI, 2005). À medida que este cenário se concretizar, melhores serão as condições para se viabilizar a emissão.

Por outro lado, a emissão das debêntures, apresenta outras vantagens, como por exemplo, o alongamento do prazo das dívidas e a possibilidade dos gestores de desenhar a emissão sob medida, 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 dos seus projetos de investimento, que a emissão estará financiando, bem como às exigências do mercado

investidor na data da emissão.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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.

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 deste artigo, 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 exequível 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.

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.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, S. Menos companhias fecham o capital. **Jornal Gazeta Mercantil**. São Paulo, 17 set. 2002. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 06 maio 2004.

BASTIANI, I. C. R. 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. **Cooperativas**: economia, crescimento e estrutura de capital. 1998a. 257p. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) - Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada, ESALQ/USP, Piracicaba.

_____. **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, 1998b.

_____. **Governança e perspectivas do cooperativismo**. I Workshop Internacional de Tendências do Cooperativismo, PENSA/FUNDACE/FEARP-USP, 1998c. p.17-35.

_____. **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, 1998d.

_____; MARQUES, P. V. **Agroindústria Cooperativa**: Um Ensaio Sobre Crescimento e Estrutura de Capital. Revista Gestão e Produção, São Carlos - SP, v. 5, n. 1, p. 60-68, 1998.

CASAGRANDE NETO, H. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático.** São Paulo: Atlas, 2000.

FISHER, M. L. **Financing agricultural cooperatives, economic issues and alternatives.** PhD. Dissertation, University of Minnesota, 1989.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

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 no estado do Espírito Santo.** (Mestrado em Economia Aplicada) Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 1972.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** São Paulo: Atlas, 1991.

JENSEN, M. C; e MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, p. 305-360, outubro. 1976.

LAUSCHNER, R. Agroindústria cooperativa. *In*: PINHO, D.B. org. **Tipologia cooperativa** manual de cooperativismo. São Paulo: CNPQ, v. 4, p. 76-84, 1984.

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.

LUCCHESI, C. P. Juros futuros têm espaço para cair. **Jornal ValorEconômico.** São Paulo, 08 nov. 2005. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br>>. Acesso em: 15 dez. 2005.

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.

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.

NOALDO, A. Entrevista concedida pelo Diretor Superintendente de Mercado de Capitais do Banif Primus Investment Bank. **Entrevista**. Rio de Janeiro, 12 dez. 2005.

PARLIAMENT, C. LERMAN, Z. Risk and equity in agricultural cooperatives. **Journal of Agricultural Cooperation**, v. 8, p. 1-14, 1993.

PLOGER, A. K. Financiamento da produção. **Jornal Gazeta Mercantil**. São Paulo, 12 abr. 2004. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br>>. Acesso em: 06 maio 2004.

REQUEJO, L. M. H. **Desafios para o gerenciamento financeiro das cooperativas brasileiras**. In: XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Organização das cooperativas Brasileiras OCB. Brasília: novembro. p. 96-111, 1997.

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 maio 2004.

RODRIGUES, R. **Novos rumos do cooperativismo**. In: XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Brasília, p. 90-96, novembro de 1997.

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

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

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York, The Free Press, 1985.

ZYLBERSZTAJN, D. **Empresas cooperativas: reestruturação e sobrevivência**. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Fundação Instituto de Administração, Relatório de pesquisa CNPq, 1999.