

Quais são os fatores determinantes para as cooperativas agropecuárias fazerem *hedge*?

Um ensaio teórico

62

HUGO CRESPI JUNIOR *Mestre em Controladoria Empresarial pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (UPM). E-mail: hrespi@scriptconsultoria.com.br*

LUIZ CARLOS JACOB PERERA *Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana Mackenzie (UPM). E-mail: luizcarlos.perera@mackenzie.br*

RESUMO

As cooperativas agropecuárias desempenham um papel de destaque na economia brasileira, representando quase a metade da produção agropecuária do país. Apesar de o agronegócio estar fortemente exposto a riscos de mercado, a estrutura peculiar das cooperativas do setor provoca dúvidas quanto à necessidade da utilização do *hedge*. Este ensaio discorreu sobre o valor gerado pelo gerenciamento de riscos empresariais e avaliou as características culturais presentes no campo, os conflitos entre os agentes nas cooperativas e a utilidade das ações de proteção de riscos percebida pelos cooperados e gestores. Por meio da comparação dos possíveis efeitos da aplicação da atual abordagem de gestão de riscos nas diversas estruturas peculiares às cooperativas agropecuárias, concluiu-se que a forma como as cooperativas interagem com seus cooperados e com o mercado determina a possível utilidade do *hedge* para essas sociedades.

PALAVRAS-CHAVE

Agropecuária. Agronegócio. Cooperativa. *Hedge*. Risco.

INTRODUÇÃO

Alavancado pelo forte aumento nas exportações, o cooperativismo agropecuário brasileiro vive um período de notável expansão. Os preços das *commodities* do campo, regulados pelo mercado internacional, oscilam de

forma incerta, e, por conta dessa incerteza, os participantes do ciclo produtivo do agronegócio são candidatos naturais à gestão de riscos.

O risco é inerente à vida dos seres humanos e das empresas. De acordo com Drucker (1967), qualquer decisão é uma decisão de risco, e, portanto, todo indivíduo é um gestor de riscos. A discussão sobre a relevância da gestão de riscos passa pela abordagem das condições de contorno do ambiente avaliado e pela percepção, dos agentes envolvidos, sobre a utilidade dos instrumentos de proteção. No âmbito do cooperativismo, a gestão de riscos está no próprio cerne de sua concepção: “O incentivo primário para os produtores formarem uma cooperativa é a possibilidade de diminuição dos riscos na produção e na rentabilidade” (BARREIROS; MOREIRA; PROTIL, 2011, p. 326).

As sociedades cooperativas são empresas com personalidade jurídica, que possuem características ímpares em sua estrutura formal, orgânica e fiscal. De acordo com a Organização das Cooperativas do Brasil (2012), cooperativa é uma organização de pessoas que se baseia em valores de ajuda mútua e responsabilidade, democracia, igualdade, equidade e solidariedade. Seus objetivos econômicos e sociais são comuns a todos. Os aspectos legais e doutrinários são distintivos de outras sociedades. Embora mantenham uma organização empresarial, as cooperativas operam, perante o mercado, como *longa manus* dos seus cooperados (VALLE, 2011), que, por sua vez, se beneficiam individualmente do efeito coletivo da associação.

De acordo com Bernstein (1997, p. 197), “a essência da administração do risco está em maximizar as áreas onde temos certo controle sobre o resultado, enquanto minimizamos as áreas onde não temos absolutamente nenhum controle sobre o resultado”. Como as cooperativas apresentam diversos níveis de exposição a riscos e variadas estruturas organizacionais, é necessário que se entendam quais são os fatores que representam riscos não controláveis, e, desses, quais os passíveis de gerenciamento pelas cooperativas.

As contribuições deste ensaio são a comparação prática do processo de gestão de riscos com os aspectos organizacionais e culturais das cooperativas agrícolas, e a avaliação analítica da relevância do *hedging* para os diversos agentes desse círculo econômico.

REFERENCIAL TEÓRICO

A GESTÃO DE RISCOS

Segundo Jorion (2000), risco pode ser definido como a volatilidade de resultados inesperados, geralmente do valor dos ativos ou passivos. Bernstein (1997), ao sugerir que risco não é, necessariamente, negativo, afirmou que a palavra risco vem do verbo italiano antigo *risicare*, que significa “ousar”, e, nesse sentido, o risco é uma opção, e não um destino. Concluiu, enfim, que a história do risco trata das ações que ousamos tomar e que dependem do grau de liberdade de opção.

Gestão de riscos não é uma invenção moderna. De acordo com Froot, Scharfstein e Stein (1994), relata-se uma história de *hedge* no Antigo Testamento, segundo a qual o faraó egípcio teria protegido o país contra um predito risco de escassez ao comprar e armazenar grandes quantidades de milho.

A quantificação matemática do risco, que permite que as pessoas tomem decisões e prevejam o futuro com o auxílio de números, teve sua fundamentação teórica desenvolvida em meados do século XVII, por intermédio das discussões sobre jogos entre os matemáticos Pascal e Fermat, as quais originaram a teoria das probabilidades (BERNSTEIN, 1997). No entanto, foram necessários mais três séculos para que Harry Markowitz (1952) publicasse seu lendário artigo “Portfolio selection” e a comunidade acadêmica desse os primeiros passos para a valoração efetiva do risco. A história avança até 1964, quando William Sharpe contribuiu decisivamente para a gestão de riscos ao apresentar o Capital Asset Pricing Model (CAPM), no qual demonstrou que a relação entre o risco e o retorno entre os títulos pode ser explicada por uma relação linear marcada por um índice de mercado. As contribuições de Markowitz, Sharpe e Merton Miller para a teoria financeira, especialmente no que se refere ao tratamento de risco, foram reconhecidas com o Prêmio Nobel de Economia em 1990.

No final da década de 1970, uma importante contribuição para o estudo do risco foi dada pelos psicólogos cognitivos Tversky e Kahneman (1979) ao discutirem, na teoria do prospecto, os atalhos mentais utilizados para julgar e tomar decisões. Foi nessa época, após a crise de 1974, que a gestão

de riscos se intensificou. Os profissionais de mercado, ao perceberem a necessidade de gerenciar os ganhos e limitar perdas, procuraram métodos para gestão de carteiras (BERNSTEIN, 1997) e instrumentos de proteção por meio de derivativos.

No início, restrito a futuros de moedas e opções de ações, o número de derivativos – principais instrumentos para *hedging* – cresceu exponencialmente com a criação ininterrupta de novos instrumentos, abrangendo taxas de juro, crédito, catástrofes, opções sobre futuros etc. (JORION, 2000; HULL, 2008).

RELEVÂNCIA DA GESTÃO DE RISCOS EMPRESARIAIS

Assemelhada a um organismo vivo, a empresa também tem um relacionamento ora de apetite, ora de aversão ao risco, e deve equilibrar os riscos que devem correr com aqueles de que se deve proteger. Em uma empresa típica, o papel da gestão de risco é identificar e avaliar os riscos enfrentados, para monitorá-los e gerenciá-los de forma a garantir que a empresa fique exposta apenas aos riscos que a administração e o conselho definirem (STULZ, 2008).

A discussão sobre a relevância da gestão de riscos empresariais está ligada ao seu efeito na geração de riqueza para o acionista. Em 1958, Modigliani e Miller, tendo como base a teoria econômica tradicional, mostraram que, em mercados de capitais perfeitos, o custo de capital é indiferente ao nível de endividamento da empresa. Para isso, estabeleceram um conjunto de pressupostos simplificadores da realidade, nos quais havia a ausência de custos de transação e falência, inexistência de *spread* de taxa de juros e impostos, capacidade de financiamento ilimitada, e haveria simetria de informação para a empresa e os indivíduos (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

A filosofia básica do *hedge* é a proteção contra riscos de flutuação inesperados, os quais, por serem inesperados, devem proporcionar ora ganhos, ora perdas financeiras, mas, na média, não devem contribuir com resultados. Especialistas em finanças corporativas reconheceram essa lógica como uma variante do teorema de Modigliani e Miller (1958), que se tornaria a base das finanças modernas (KIMURA, 2002). Nesse mundo de

Modigliani e Miller (1958), demonstrou-se que o único fator que altera a riqueza do acionista é o retorno alcançado pelos projetos (ativos) da empresa. Portanto, nesse contexto, qualquer estratégia de proteção de risco seria irrelevante (FROOT; SCHARFSTEIN; STEIN, 1994; KIMURA, 2002).

No entanto, os mercados de capitais não são perfeitos, e quanto mais as condições reais se afastam das premissas simplificadoras idealizadas por esses autores, mais cresce a relevância do controle de riscos empresariais. Essa linha de pensamento está presente em inúmeros trabalhos acadêmicos teóricos e empíricos, como os de Froot, Scharfstein e Stein (1994), Breen e Viswanathan (1998), Kimura e Perera (2005) e Nocco e Stulz (2006).

Conforme Froot, Scharfstein e Stein (1994), ao longo das últimas décadas, surgiu uma visão diferente da política financeira que permitiu um papel mais íntegro para a gestão de risco. De acordo com os autores, esse paradigma “pós-moderno” (sic) aceita como verdade absoluta (*gospel*) a visão de Modigliani e Miller (1958), em que o valor apenas é criado quando a empresa faz bons investimentos, o que, em última análise, aumenta seu fluxo de caixa operacional. Froot, Scharfstein e Stein (1994) assentaram sua argumentação paradigmática sobre gestão de risco em três premissas básicas:

- A chave para a criação de valor corporativo é fazer um bom investimento.
- A chave para fazer bons investimentos é gerar internamente caixa suficiente para financiar esses investimentos; quando as empresas não geram caixa suficiente, elas tendem a reduzir o investimento drasticamente e mais do que seus concorrentes.
- O fluxo de caixa – tão crucial para o processo de investimento – pode frequentemente ser interrompido por movimentos de fatores externos, como taxas de câmbio, preços de *commodities* e taxas de juros, o que pode comprometer a capacidade de investimento da empresa.

Os mesmos autores concluíram que um programa de gestão de riscos deve, portanto, ter um único objetivo primordial: garantir que uma empresa tenha o dinheiro disponível para fazer investimentos de valor. Ao reduzir os

riscos, uma empresa pode reduzir o montante do dispendioso capital próprio necessário para suportar os seus investimentos, e, nesse sentido, a gestão de riscos pode ser vista como substituta para o capital próprio. Na mesma linha, Nocco e Stulz (2006) concordaram que a gestão de riscos empresariais ajuda a firma a manter o acesso ao mercado de capitais e aos recursos necessários para implementar sua estratégia e seu plano de negócios.

Nas suas argumentações, Nocco e Stulz (2006) usaram o *hedge* como sinônimo de transferência de riscos para uma contraparte e defenderam o *hedge* dos riscos de mercado com base na relação custo-benefício: se, por um lado, as exposições corporativas às mudanças em moedas, taxas de juros e preços de *commodities* podem muitas vezes ser cobertas pelo uso de derivativos, os quais têm custo pouco significativo, por outro, no curso de suas atividades normais, as empresas assumem riscos estratégicos ou comerciais que não podem repassar lucrativamente aos mercados desenvolvidos de transferência de risco. Dessa forma, a gestão de riscos relaciona-se com as vantagens competitivas particulares a cada empresa, reforçando a mensagem de que as empresas estão no mercado para assumir riscos estratégicos e de negócios (NOCCO; STULZ, 2006).

A QUEM INTERESSA FAZER *HEDGE*?

Inserido na família de riscos financeiros, o risco de mercado é definido como o risco de sofrer perdas por mudanças inesperadas e adversas dos fatores de preço de mercado, como taxas de juros, taxas de câmbio, preços das ações e preços de *commodities* (SCHROECK, 2002). Segundo Jorion (2000), a gestão do risco de mercado se traduz em gerenciar o risco advindo de flutuação no nível dos preços de mercado ou de sua volatilidade que venham a afetar suas receitas e despesas.

Até 1970, os especialistas financeiros não atribuíam o papel de gerenciar os riscos corporativos às empresas, mas aos seus investidores pulverizados e na medida de seu próprio apetite ao risco: o acionista é o investidor de risco, e é ele quem deve buscar a proteção que julgar necessária. Hoje, no entanto, a lógica geralmente aceita é que o objetivo da gestão de riscos

não é proteger os investidores e gestores das empresas contra o risco do preço por si só, mas garantir que as empresas tenham o dinheiro de que precisam para criar valor, fazendo bons investimentos (FROOT; SCHARFSTEIN; STEIN, 1994).

Considerando esse raciocínio, a gestão de riscos individuais difere da gestão de riscos empresariais: na óptica de um investidor, admitem-se válidas as hipóteses de Markowitz (1952), em que o gerenciamento dos riscos reflete o “julgamento dos homens práticos”, que relaciona sua própria atração ou aversão ao risco com a utilidade esperada do seu retorno. Para o investidor, gerenciar riscos é proteger-se das oscilações inesperadas do mercado, e o *hedge* será muito mais importante quanto maior for a sensibilidade do seu fluxo de fundos de curto prazo à oscilação inesperada dos fatores de risco.

No âmbito empresarial, a gestão de riscos relaciona-se com a criação de valor para o acionista por meio da estabilidade financeira, da diminuição de custos e do aumento no Return on Investment (ROI). Para a empresa, o *hedging* será muito mais importante quanto maiores forem a utilidade percebida pelo investidor dos retornos empresariais e sua consequente geração de valor.

O uso dos instrumentos do *hedge* tem dose certa. Seu uso desequilibrado provoca aumento de exposição ao risco em vez de mitigá-lo. Nocco e Stulz (2006) propuseram que o nível ótimo de *hedge* é intrínseco a cada empresa e deve ser uma função relacionada com o nível máximo de desconexão a que a empresa possa chegar sem sofrer perdas por conta de desequilíbrio financeiro (*financial distress*).

INFLUÊNCIA DA TEORIA DA AGÊNCIA NA GESTÃO DE RISCOS

Jensen e Meckling (1976), apoiados em Coase (1937) e Alchian e Demsetz (1972), definiram a relação principal-agente como um contrato em que uma das partes (o principal) engaja a outra parte (o agente) a desempenhar algum serviço em seu nome, o que envolve uma delegação de autoridade para o agente. De acordo com Jensen e Meckling (1976), quando

principal e agente buscam maximizar sua utilidade, então existe uma boa razão para acreditar que os agentes não agirão na defesa do melhor interesse do principal. Na medida em que há uma assimetria de informação na relação principal-agente, os contratos estabelecidos entre as partes visariam equilibrar o risco moral das decisões tomadas pelos agentes que não maximizassem valor para o principal.

Segundo Kimura (2002, p. 5),

[...] a existência de assimetrias de informação pode levar a perda de valor para o acionista, uma vez que níveis diferentes de conhecimento sobre uma empresa podem conduzir a avaliações distintas e, conseqüentemente, a um valor de equilíbrio diferente do valor intrínseco da empresa.

A gestão do risco empresarial é um campo fértil para a ocorrência de assimetria na informação. A quantidade e a complexidade dos fatores envolvidos no risco de mercado, bem como a velocidade com que sofrem alterações deixam a relação principal-agente bastante desequilibrada, prejudicando o monitoramento dos “contratos”, da definição clara de suas regras, e abrindo espaço para a busca pela maximização de utilidade individual e decisões que não conduzem à maximização da riqueza do acionista (KIMURA, 2002).

Nessa linha, corroborando a pesquisa de Tufano (1996), os pesquisadores Breeden e Viswanathan (1998) propuseram um modelo em que os gerentes usam o *hedging* como um veículo indireto para comunicar suas habilidades ou esconder a falta de habilidade gerencial dos gestores menos capazes.

AS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS

As cooperativas são estruturas bastante difundidas por vários setores da economia, com o intuito de compartilhar os princípios fundamentais do cooperativismo. Embora não haja um acordo universal estrito de seus conceitos e aplicações, o cooperativismo criou bases para uma linguagem co-

70 mum, centralizado internacionalmente pela International Co-operative Alliance (ICA), que rege os princípios do cooperativismo e fornece diretrizes para as organizações nacionais. A ICA é uma associação não governamental independente criada em 1895 e, desde 1946, tem uma cadeira no conselho da Organização das Nações Unidas (ONU).

A origem do movimento cooperativista é encontrada em 21 de dezembro de 1844 em Manchester (Inglaterra). Tendo o indivíduo e não o lucro como principal finalidade, buscava-se, naquele momento, uma alternativa viável ao capitalismo galopante que criava desemprego e exploração humana (INTERNATIONAL CO-OPERATIVE ALLIANCE, 2012).

O cooperativismo está espalhado pelo mundo em países de todas as nuances, reconhecido como solução socioeconômica eficaz, e, embora o cooperativismo induza a uma percepção de pequeno negócio, as 20 maiores cooperativas do mundo ultrapassam a casa dos US\$ 8 bilhões em faturamento, com destaque para Japão, Coreia e Holanda (INTERNATIONAL CO-OPERATIVE ALLIANCE, 2012).

A associação norte-americana National Council of Farmer Cooperatives (2012) sugere as seguintes razões pelas quais as cooperativas são formadas: fortalecimento do poder de barganha, acesso a mercados competitivos, aproveitamento de novas oportunidades de mercado, obtenção de produtos e serviços em base competitiva, melhora nas oportunidades de renda, redução de custos e gestão de riscos.

O National Council of Farmer Cooperatives (2012) acrescenta, em especial para cooperativas agrícolas, outra razão: a busca de armazenamento, processamento e venda, bem como acesso a crédito.

No Brasil, a representação do sistema cooperativista cabe à Organização das Cooperativas Brasileiras (2012), que congrega cerca de 6.600 cooperativas e mais de dez milhões de cooperados. A legislação brasileira que regulamentou o cooperativismo, Lei n. 5.764 (BRASIL, 1971), contempla amplamente o espírito do cooperativismo, estabelecendo algumas características únicas para esse tipo de empresa, das quais foram destacadas as seguintes:

- As sociedades cooperativas têm atividade econômica sem objetivo de lucro.
- Trata-se de sociedades de pessoas, com forma e natureza jurídica próprias, de natureza civil, não sujeitas a falência, constituídas para prestar serviços aos associados.
- As quotas-partes do capital não podem ser cedidas a terceiros, estranhos à sociedade.
- O poder de voto é pessoal: um associado, um voto.
- De acordo com a deliberação das assembleias, haverá rateio, em razão diretamente proporcional, entre os associados que tenham usufruído dos serviços durante o ano, das sobras líquidas ou dos prejuízos verificados no balanço do exercício.

Com esse conjunto normativo, as sociedades cooperativas destacam-se de todos os demais tipos de empresa no tocante a poder de voto, tributação, inegociabilidade das quotas-partes e responsabilidade civil. A Lei n. 5.764 previu ainda que o sistema cooperativista brasileiro fosse estruturado de forma hierarquizada, permitindo a coexistência de megacooperativas e pequenas associações regionais: além das cooperativas singulares (com no mínimo 20 pessoas físicas), existem também as cooperativas centrais (formadas por três ou mais cooperativas singulares) e as confederações (formadas por três ou mais cooperativas centrais), as últimas com ação predominantemente social.

A origem do movimento cooperativista ocorreu por meio de cooperativas agropecuárias. As características intrínsecas à atividade – produtores geograficamente espalhados, pulverizados e de baixa sofisticação administrativa – tornam o cooperativismo especialmente atrativo para o setor. No entanto, o sistema cooperativo agropecuário brasileiro mantém, por característica própria, a não obrigatoriedade contratual nas transações entre os membros e a cooperativa, bem como não há uma obrigação contratual que determine a participação do cooperado e de sua cooperativa (BIALOSKORSKI NETO, 2007).

O ramo agropecuário é o maior dos 13 em que se dividem as cooperativas, representando cerca de 50% das receitas e quase a totalidade das exportações do cooperativismo brasileiro. A importância desse ramo cooperativista na economia se expressa com a participação de 40% no Produto Interno Bruto (PIB) agropecuário, e seu nível de internacionalização, pelas exportações de US\$ 6 bilhões em 2012 (ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS DO BRASIL, 2012; SANTOS, 2012; DEPARTAMENTO DE COOPERATIVISMO E ASSOCIATIVISMO RURAL, 2012).

Segundo a Organização das Cooperativas do Brasil (2012), os indicadores desde 2001 até 2011 mostram que, enquanto o número de cooperativas agropecuárias manteve-se próximo da estabilidade (1.587 em 2001 e 1.523 em 2011), o número de associados cresceu 18% (de 822 para 969) e as exportações diretas e indiretas mais que quadruplicaram (de US\$ 1,3 bilhão para US\$ 6 bilhões). Esses números permitem inferir que, na última década, houve crescimento real do grupo, com consolidações, concentração e fortalecimento das cooperativas exportadoras.

RISCOS E HEDGE NATURAL NAS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS

Existem empresas naturalmente pouco expostas a riscos de mercado, entretanto a maior parte das organizações ligadas ao setor agropecuário apresenta ativos e/ou passivos líquidos sujeitos à volatilidade dos preços, em que a gestão de riscos deveria estar presente. Em linha com essa assertiva, Barreiros, Moreira e Protil (2011, p. 327) afirmaram: “verifica-se que as cooperativas agroindustriais, além de operarem em um ambiente intrinsecamente arriscado, também estão expostas a altos graus de riscos financeiros e de mercado”.

Os produtos do agronegócio têm, em sua maioria, os preços regulados pelos mercados internacionais, de tal forma que são alterados instantaneamente a cada mudança no mercado. As oscilações nos preços de moedas e *commodities* agrícolas, financeiras e minerais afetam não só os ativos e as receitas agrícolas futuras, mas também seus passivos e custos. Estes últimos são constituídos, entre outros, por fertilizantes, sementes e defen-

sivos que, da mesma forma, são indexados por *commodities* de expressiva volatilidade. Ao discorrerem sobre o *hedge* da soja, Maia e Aguiar (2010, p. 617) expressaram suas convicções: “O uso de estratégias de gerenciamento de risco de preço é de grande importância para produtores, processadores e *traders* que operam no mercado de soja, principalmente em função do elevado grau de volatilidade de preço desta *commodity*”.

À luz dos conceitos abordados na seção “Relevância da gestão de riscos empresariais”, se as cooperativas fossem apenas sociedades mercantis, os cooperados, assemelhados a investidores, gerenciariam seus próprios riscos de mercado, enquanto à cooperativa caberia a busca da criação de valor por meio da gestão ativa de riscos empresarias. Mas, como descreve Bialoskorski Neto (2002), as cooperativas estão inseridas em um ambiente institucional diferente das sociedades mercantis e apresentam duas lógicas motoras: a social e a lógica de mercado.

Assim, do ponto de vista de gestão de riscos, quando operam sob a lógica de mercado, as cooperativas assumem seu papel de gestoras de riscos empresariais, no entanto, quando agem sob a lógica social, funcionam como *longa manus* dos cooperados, que desempenham o papel de gestores de riscos individuais.

Deve ser considerado também em que momento o risco de mercado troca de mãos na relação cooperado-cooperativa. Como a cooperativa agropecuária no Brasil funciona geralmente como fornecedora de insumos e serviços, *trader*, industrializadora da produção, unidade de armazenamento dos cooperados e fornecedora de crédito (PRESNO, 2001; ALVES, 2003; BARREIROS; MOREIRA; PROTIL, 2011), não há transferência de ativos, e, conseqüentemente, não há responsabilidade pelo risco por parte da cooperativa.

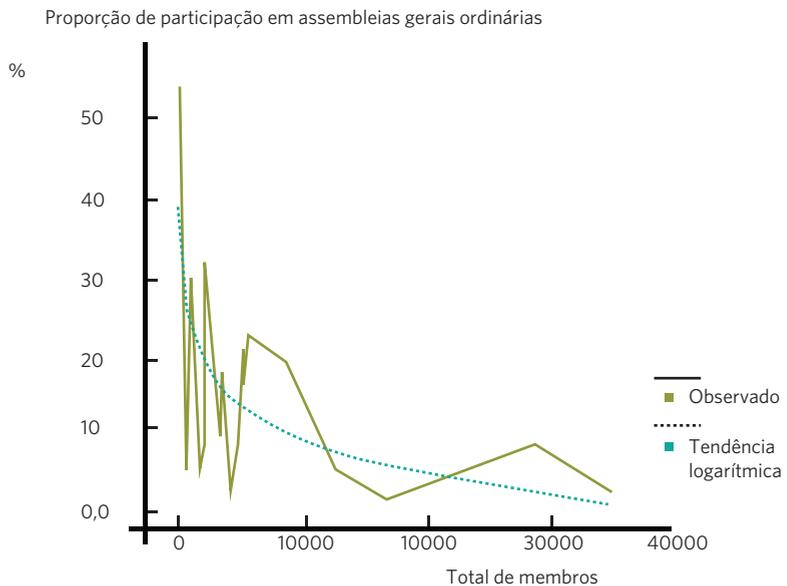
De acordo com estudos de Zylbersztajn (1994), Cook e Sykuta (2001) e Bialoskorski Neto (2007), em vista da inaccessibilidade das quotas-partes a terceiros e da regra de um voto para cada indivíduo, quanto maior for o número de associados, os custos relativos à oportunidade de participação tenderão a ser maiores que seus benefícios por conta de uma maior divisão relativa de

direitos de decisão. Isso dá razão ao afastamento do associado, diminuindo a sua fidelidade e gerando problemas de agenciamento, com comportamentos oportunistas (efeito *free rider*) por parte da diretoria e do cooperado.

Em adição aos conflitos de agência e utilidade percebida, Zylbersztajn (1994) observou que, nas cooperativas maiores, possuidoras de grande número de cooperados cujas rendas independem de sua estabilidade, aparecem as ações oportunistas dos agentes. O afastamento dos agentes acaba por trazer o foco da gestão de riscos para o plano individual dos cooperados e da diretoria.

Resultados empíricos da pesquisa de Bialoskorski Neto (2007) corroboram a tese do progressivo afastamento do associado com o crescimento numérico da cooperativa. O Gráfico 1 demonstra que a participação proporcional dos cooperados nas assembleias deliberativas decresce com o aumento do quadro de cooperados.

GRÁFICO 1 – PARTICIPAÇÃO PROPORCIONAL DOS COOPERADOS NAS ASSEMBLEIAS



Fonte - Bialoskorski Neto (2007).

Uma terceira dimensão a ser considerada é a natural aversão do homem do campo aos instrumentos financeiros. Os agentes rurais acabam por encontrar meios naturais para fazer *hedge* de seus ativos. Por conta da sua força econômica, em vez de buscarem proteção para seus ativos e passivos expressos em moeda corrente, trazem seus direitos e obrigações para sua própria moeda: o seu produto rural. O histórico escambo hoje é uma realidade no meio rural. É comum encontrar contratos expressos em arrobas de boi, sacas de soja etc. Notícias vindas do campo (COSTA, 2011; RIBEIRO, 2011; PEREIRA, 2012) corroboram essa prática e mostram terras, defensivos, fertilizantes e até maquinaria transacionados contra promessas de entrega de produtos agrícolas e pecuários.

DIFERENCIANDO E AGRUPANDO AS COOPERATIVAS

O agronegócio é por excelência um candidato à gestão de risco agressiva, já que o mercado impõe grandes e constantes desequilíbrios na disponibilidade e demanda por ativos. No entanto, em boa parte das cooperativas, notadamente as de menor volume transacionado, o risco de mercado é assumido pelo cooperado, enquanto à cooperativa cabem apenas a armazenagem e intermediação de compra e venda. Para efeito do estudo dos riscos assumidos no ciclo do negócio e de sua necessidade de proteção, este ensaio enquadró as cooperativas em cinco grupos:

- *Grupo A*: as cooperativas têm um reduzido número de cooperados e um baixo volume de transações. Normalmente pouco influentes em suas comunidades, representam uma parcela pequena da renda dos cooperados. Operam por conta e ordem dos cooperados. Sobre esse segmento, Alves (2003) discorreu:

Os produtos entregues pelos cooperados só são comercializados com terceiros após a emissão, pelo cooperado, de uma ordem de venda. Neste caso, a probabilidade de descasamento entre os ativos e os passivos da cooperativa é muito baixa, pois o risco de variação dos preços dos produtos primários é assumido pelos associados.

Na literatura, encontram-se alguns parâmetros que sugerem que uma cooperativa deixaria de ser pequena a partir de 150 associados. Sob o critério de volume de vendas anuais, os números US\$ 200 milhões e US\$ 500 milhões podem servir como parâmetros ilustrativos acima dos quais seriam consideradas cooperativas grandes ou muito grandes. Pesquisas empíricas registram que a utilização de instrumentos derivativos na gestão de risco de mercado correlaciona-se com o tamanho da empresa, fato corroborado pelos resultados de Kimura (2001, p. 17): “enquanto cerca de 76% das empresas que utilizam derivativos têm faturamento anual superior a US\$ 200 milhões, 85% das empresas que não utilizam derivativos têm faturamento anual inferior a US\$ 200 milhões”.

- *Grupo B*: classificaram-se as cooperativas com grande número de cooperados, mas sem representatividade na renda dos cooperados. O grande número de quotas (votantes), a assimetria de informações e a baixa fidelidade permitem concentração de poder político dos gestores. Da mesma forma que as do grupo A, as cooperativas do grupo B operam por conta e ordem dos cooperados. Comumente, essas cooperativas apenas estocam o produto das safras dos cooperados e mantêm, em suas lojas, produtos consignados pelos fornecedores para venda aos cooperados, cujos preços (do fornecedor para a cooperativa) são fixados quando da venda final aos cooperados.
- *Grupo C*: são em pequeno número as cooperativas presentes nesse grupo, mas merecem destaque especial nesta pesquisa. São cooperativas que mantêm o grupo de associados com pequenas alterações em relação à formação original. Essas empresas, normalmente constituídas por associados de mesmo porte e que convivem em grande sintonia, relacionam-se em recíproca exclusividade com seus cooperados. Nesse arranjo, a cooperativa se responsabiliza integralmente pelas ações comercial e administrativa, enquanto os cooperados limitam seu foco no setor produtivo. São cooperativas com volume expressivo, mas com poucos cooperados. As assimetrias de informação intragrupo são reduzidas, au-

mentando as relações de ética entre os participantes do grupo (BIALOSKORSKI NETO, 2007) e resultando em administradores com poder político mais equilibrado. Nesse grupo, as cooperativas assumem, eventualmente, contratos de longo prazo. Foram também aqui enquadradas as cooperativas virtuais descritas por Bialoskorski Neto (2007).

- *Grupo D*: classificaram-se as cooperativas com volume bastante expressivo e grande número de representados (inclui cooperativas de segundo grau e confederações de cooperativas). Pela força econômica e pelo grande número de votantes, ocorrem o afastamento dos cooperados e a concentração de poder, permitindo uma diretoria politicamente forte (interna e externamente). Nessas cooperativas, o tamanho das operações obriga a manutenção de contratos de venda de longo prazo, que causam descasamento das vendas de produtos em relação ao fornecimento dos cooperados, acarretando uma consequente exposição a riscos de mercado.
- *Grupo E*: refere-se ao topo da pirâmide das cooperativas. São cooperativas com grandes estruturas alimentadas por associados e não associados, e que, embora tenham grande importância social por sua presença na comunidade, distanciam-se dos princípios do cooperativismo, equiparando-se às corporações tradicionais. Trata-se de cooperativas com muitos cooperados e volume de vendas regionalmente expressivo, requerendo um substancial fluxo comercial fora do ato cooperativo. Pela força econômica e também pelo grande número disperso de votos, a diretoria é politicamente forte e estável. Operam independentemente do fornecimento dos cooperados na compra e venda, o que resulta em uma exposição aos riscos de mercado.

AVALIAÇÃO DA UTILIDADE DO HEDGE PARA CADA GRUPO

Em números absolutos, a maior parte das cooperativas agropecuárias brasileiras funciona com as características presentes nos grupos A ou B. Em consonância com o que observou Zylbersztajn (1994), nesses grupos ocorre a infidelidade dos cooperados, que se distanciam de suas cooperativas por

perceberem nelas pouca utilidade. Logo, nesses grupos não há razão, com base nos objetivos traçados na seção “Relevância da gestão de riscos empresariais”, para que as cooperativas se dediquem à gestão de riscos de mercado.

Por sua vez, as cooperativas enquadradas no grupo C têm dupla razão para se dedicar agressivamente ao *hedge*: como os interesses da cooperativa e dos cooperados se confundem, além de protegerem os ativos da empresa contra desequilíbrios financeiros onerosos, os membros cotistas tendem a confiar à cooperativa a sua própria gestão de riscos individuais.

No caso dos grupos D e E, embora cooperados e cooperativa administrem seus negócios independentemente, a exposição da empresa aos riscos de mercado, típicos do agronegócio, torna recomendável que essas empresas mantenham políticas específicas para o gerenciamento dos riscos em busca da geração de valor para os *stakeholders*¹. Uma síntese dessas conclusões encontra-se no Quadro 1.

QUADRO 1 – RESUMO DOS AGRUPAMENTOS DAS COOPERATIVAS.

Grupo	Número de cooperados	Volume de transações	Poder da gerência	Utilidade	Característica	Hedge
A	Baixo	Baixo	Irrelevante	Baixa	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pouco representativa ▪ Serviços e <i>trading</i> ▪ Sem risco 	Desnecessário
B	Alto	Baixo	Alto	Baixa	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fidelidade baixa ▪ Serviços, <i>trading</i> ▪ Sem risco 	Desnecessário

(continua)

¹ *Stakeholder*: “qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos de organizações” (FREEMAN, 1984 apud MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997, p. 854).

QUADRO 1 – RESUMO DOS AGRUPAMENTOS DAS COOPERATIVAS (continuação).

Grupo	Número de cooperados	Volume de transações	Poder da gerência	Utilidade	Característica	Hedge
C	Baixo	Alto	Consensual	Alta	▪ Confraria e interdependência	Recomendável
D	Alto	Alto	Alto	Média	▪ Vendas descasadas: exposição a riscos	Recomendável
E	Alto	Muito alto	Muito alto	Média	▪ Modelo corporativo: exposição a riscos	Recomendável

Fonte - Elaborado pelos autores.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este ensaio teórico teve como objetivo o cruzamento dos atuais conceitos de gestão de riscos empresariais com a teoria e a prática do cooperativismo agropecuário brasileiro.

A análise desenvolvida levou em conta a diversidade de fluxos de informação e tipos de contratos presentes nas cooperativas ligadas ao agronegócio, o comportamento particular do homem do campo e sua relação com o risco. Apesar da percepção inicial de que essas cooperativas necessitariam de um expressivo arcabouço de gestão de riscos de mercado, percebeu-se que a maior parte dessas singulares empresas não se enquadra dentro do perfil que exige *hedging* ativo.

O mapeamento indicou que, para a maioria das cooperativas – que funcionam como prestadoras de serviço –, a gestão de risco não deve ser uma preocupação e a utilização do *hedge* é desnecessária. Mostrou, no entanto, que as cooperativas que se assemelham a empresas tradicionais deveriam considerar fazer o *hedge* com o objetivo de propiciar valor adicionado para seus *stakeholders*. Finalmente, nas cooperativas de estrutura equânime (grupo C), em que há compromisso formal ou informal de mútua fidelidade, a gestão de riscos de mercado se mostrou de expressiva importância não apenas para o valor da empresa, mas também para a estabilidade patrimonial do investidor cooperado.

As ideias levantadas neste ensaio suscitam a oportunidade da realização de pesquisa empírica nas cooperativas do agronegócio, testando os agrupamentos aqui propostos, a necessidade percebida de *hedge* e a utilização efetiva dos instrumentos de transferência de riscos.

What are the decisive reasons for which agricultural co-operatives should hedge? A theoretical essay

ABSTRACT

The agricultural cooperatives play a prominent role in the Brazilian economy, representing nearly half of the country's rural production. Despite agribusiness being heavily exposed to market risks, the peculiar structure of cooperatives in the sector creates doubts about the need for hedging. This essay addressed the value generated by the enterprise risk management, and evaluated the cultural characteristics present in the countryside, conflicts amongst agents in the cooperatives, and the perceived utility of risk protection by cooperative members and managers. Comparing the effects of the current risk management approach into different peculiar structures of agricultural cooperatives, it was possible to conclude that the way cooperatives interact with both their members and the market determines the possible utility of hedge for these societies.

KEYWORDS

Farming. Agribusiness. Cooperative. Hedge. Risk.

REFERÊNCIAS

- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, v. 62, n. 5, p. 777-795, Dec. 1972.
- ALVES, A. G. de M. P. As cooperativas agropecuárias e o BRDE: histórico, situação atual e perspectivas. 2003. Disponível em: <http://www.brde.com.br/media/brde.com.br/doc/estudos_e_pub/As%20Cooperativas%20Agropecuarias%20e%20o%20BRDE.pdf>. Acesso em: 30 maio 2012.
- BARREIROS, R. F.; MOREIRA, V. R.; PROTIL, R. M. Portfólio de produção agropecuária e gestão de riscos de mercado nas cooperativas do agronegócio paranaense. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 46, n. 4, p. 325-341, out./nov./dez. 2011.
- BERNSTEIN, P. L. *Desafio aos deuses: a fascinante história do risco*. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.
- BIALOSKORSKI NETO, S. Estratégias e cooperativas agropecuárias: um ensaio analítico. In: SEMINÁRIO DE POLÍTICA ECONÔMICA EM COOPERATIVISMO E AGRONEGÓCIO, 14. 2002, Viçosa. *Anais...* Viçosa: Universidade Federal de Viçosa, 2002. Mimeografado.
- BIALOSKORSKI NETO, S. Um ensaio sobre desempenho econômico e participação em cooperativas agropecuárias. *RER – Revista de Economia e Sociologia Rural*, Rio de Janeiro, v. 45, n. 1, p. 119-138, jan./mar. 2007.
- BRASIL. Lei n. 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. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 16 dez. 1971, p. 10.354.
- BREEDEN, D.; VISWANATHAN, S. Why do firms hedge. 1998. Disponível em: <http://www.dougbreeden.net/uploads/Breeden_1991_Viswanathan_Why_Do_Firms_Hedge_Unpublished.pdf>. Acesso em: 25 maio 2012.
- COASE, R. H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.
- COOK, M. L.; SYKUTA, M. A new institutional economics approach to contracts and cooperatives. Columbia: University of Missouri, Sept. 2011. (Contracting and Organizations Research Institute, n. 2001-2004).

COSTA, F. As operações de barter ganham força nas negociações rurais e se transformam em alternativa para produtores e revendas fugirem das oscilações de preços. *Dinheiro Rural*, n. 83, set. 2011. Disponível em: <<http://revistadinheirorural.terra.com.br/secao/agrofinancas/escambo-volta-com-forca>>. Acesso em: 15 fev. 2013.

DEPARTAMENTO DE COOPERATIVISMO E ASSOCIATIVISMO RURAL. 2012. Disponível em: <<http://www.agricultura.gov.br/cooperativismo-associativismo/o-denacoop>>. Acesso em: 10 fev. 2013.

DRUCKER, P. F. The effective decision. *Harvard Business Review*, v. 45, Issue 1, p. 92-98, Jan./Feb. 1967.

FREEMAN, E. *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman, 1984.

FROOT, K. A.; SCHARFSTEIN, D. S.; STEIN, J. C. A framework for risk management. *Harvard Business Review*, v. 72, n. 6, p. 91-102, 1994.

HULL, J. *Options, futures and other derivatives*. 7. ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2008.

INTERNATIONAL CO-OPERATIVE ALLIANCE. 2012. Disponível em: <<http://www.ica.coop>>. Acesso em: 25 maio 2012.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 11-25, 1976.

JORION, P. *Value-at-risk: the new benchmark for controlling market risk*. 2. ed. New York: McGraw-Hill, 2000.

KIMURA, H. *A Utilização de instrumentos derivativos financeiros por empresas brasileiras*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2001, p. 1-62. (Relatório de pesquisa n. 63). Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2872>>. Acesso em: 3 mar. 2012.

KIMURA, H. Ferramentas de análise de riscos em estratégias empresariais. *RAE-eletrônica*, v. 1, n. 2, jul./dez. 2002.

KIMURA, H.; PERERA, L. C. J. Modelo de otimização da gestão de risco em empresas não financeiras. *Revista Contabilidade e Finanças – USP*, São Paulo, v. 16, n. 37, p. 59-72, jan./abr. 2005.

- MAIA, F. N. de C. da S.; AGUIAR, D. R. D. de. Estratégias de *hedge* com os contratos futuros de soja da Chicago Board of Trade. *Gestão & Produção*, São Carlos, v. 17, n. 3, p. 617-626, 2010.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *Journal of Finance*, v. 7, n. 1, p. 77-91, Mar. 1952.
- MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.
- MODIGLIANI, M.; MILER, M. The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- NATIONAL COUNCIL OF FARMER COOPERATIVES. 2012. Disponível em: <<http://www.ncfc.org/about-ncfc/about-co-ops>>. Acesso em: 2 jun. 2012.
- NOCCO, B. W.; STULZ, R. M. Enterprise risk management: theory and practice. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 18, n. 4, p. 8-20, 2006.
- ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS DO BRASIL. 2012. Disponível em: <<http://www.ocb.org.br>>. Acesso em: 31 jan. 2013.
- PEREIRA, W. Com Cam tem terra agrícola mais valorizada do Paraná. *iTribuna*, Campo Mourão, 19 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.itribuna.com.br/agronegocio/comcam-tem-terra-agricola-mais-valorizada-do-parana-10265/>>. Acesso em: 15 fev. 2013.
- PRESNO, N. As cooperativas e os desafios da competitividade. *Estudos Sociedade e Agricultura*, Rio de Janeiro, 17 out. 2001. Disponível em: <<http://r1.ufrj.br/esa/art/200110-119-144.pdf>>. Acesso em: 3 jun. 2012.
- RIBEIRO, J. Uma nova moeda no campo. *Dinheiro Rural*, n. 76, fev. 2011. Disponível em: <<http://revistadinheiro rural.terra.com.br/secao/agrofinancas/uma-nova-moeda-no-campo>>. Acesso em: 15 fev. 2013.
- SANTOS, L. L. M. Desafios e perspectivas do Poder Executivo em relação às cooperativas do ramo agropecuário. Apresentação eletrônica na Câmara Setorial da Cadeia Produtiva de Caprinos e Ovinos do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Brasília, 19 set. 2012. Disponível em: <http://www.agricultura.gov.br/arq_editor/file/camaras_setoriais/Caprinos_e_ovinos/31RO/App_Cooperativismo_DENACOP-Mapa.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2013.

SCHROECK, G. *Risk management and value creation in financial institutions*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2002.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under condition of risk. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442, Sept. 1964.

STULZ, R. M. Risk management failures: what are they and when do they happen? *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 20, n. 4, p. 39-48, 2008.

TUFANO, P. Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *Journal of Finance*, v. 51, n. 4, p. 1097-1137, Sept. 1996.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, Mar. 1979.

VALLE, G. H. M. do. *Panorama constitucional da tributação das sociedades cooperativas: um estudo sobre o artigo 146, caput, inciso III, alínea "C", da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial)–Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2011.

ZYLBERSZTAJN, D. Organização de cooperativas: desafios e tendências. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 29, n. 3, p. 23-32, jul./set. 1994.

Submissão: 26.6.2014

Aceitação: 20.9.2014