

**INTEGRAÇÃO DA GESTÃO ESTRATÉGICA, GOVERNANÇA E GESTÃO DE RISCOS:
IMPACTO DA CRISE DE 2008 EM DUAS COMPANHIAS DE ALIMENTOS**

**INTEGRATION OF STRATEGIC MANAGEMENT, GOVERNANCE AND RISK
MANAGEMENT: IMPACT OF THE CRISIS OF 2008 IN TWO COMPANIES OF FOOD**

**INTEGRACIÓN DE LA GESTIÓN ESTRATÉGICA, GOBIERNO Y GESTIÓN DE
RIESGOS: EL IMPACTO DE LA CRISIS DE 2008 EN DOS EMPRESAS DE ALIMENTOS**

Antonio Francisco de Almeida da Silva Junior

Doutor em Engenharia Aeronáutica e Mecânica pelo Instituto Tecnológico de Aeronáutica – ITA

Assessor Sênior do Banco Central do Brasil

E-mail: afranc13@hotmail.com (Brasil)

Raquel Ângelo Araújo

Mestre em Administração pela Universidade Federal da Bahia – UFBA

Sócia Administradora do 2A Consultoria em Planejamento e Administração Ltda.

E-mail: raquel.angelo@uol.com.br (Brasil)

Sandro Cabral

Doutor em Administração pela Universidade Federal da Bahia – UFBA

Membro do Comitê Científico - Administração Pública da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração

E-mail: scabral@ufba.br (Brasil)

INTEGRAÇÃO DA GESTÃO ESTRATÉGICA, GOVERNANÇA E GESTÃO DE RISCOS: IMPACTO DA CRISE DE 2008 EM DUAS COMPANHIAS DE ALIMENTOS

RESUMO

Durante a crise de 2008, diversas empresas brasileiras acumularam perdas bilionárias, como resultado de estratégias empresariais calcadas em exposição cambial elevada, de falhas de gestão de riscos e de governança corporativa. O objetivo deste trabalho é identificar os fatores e as estratégias adotadas que contribuíram para que duas empresas muito similares seguissem trajetórias distintas na crise financeira de 2008. Para compreender melhor o assunto, fez-se uma breve análise dos fundamentos da governança corporativa, das exigências das listagens da BM&FBOVESPA e dos princípios de gestão de riscos financeiros. A pesquisa identificou que a política de gestão de riscos é elemento fundamental na aplicação das boas práticas de governança corporativa e que, apesar das inúmeras iniciativas de diversas instituições reguladoras e autorreguladoras em estabelecer mecanismos que garantam a boa utilização dessas práticas, ainda podem existir falhas de gestão capazes de permitir que empresas consideradas sólidas adotem estratégias que podem comprometer sua própria existência.

Palavras-chave: Estratégias Financeiras; Governança Corporativa; Gestão de Riscos.

INTEGRATION OF STRATEGIC MANAGEMENT, GOVERNANCE AND RISK MANAGEMENT: IMPACT OF THE CRISIS OF 2008 IN TWO COMPANIES OF FOOD

ABSTRACT

During the crisis of 2008, several Brazilian companies have accumulated losses that worth billions, as the result of a high foreign exchange rate exposure and failures in risk management and Corporate Governance. The aim of this research is to identify the strategic factors that contributed to two very similar companies to follow different paths in the financial crisis of 2008. To better understanding the subject, it was made a brief analysis of the foundations of the Corporate Governance, the requirements listed by BM&FBOVESPA and the principles of the financial risk management. The research identified that the practice of risk management is crucial in implementing best practices of corporate governance and that despite numerous initiatives of various institutions and regulators in establishing self-regulatory mechanisms to ensure the use of these practices, there are still flaws able to allow companies previously considered solid incurring in strategies that may jeopardize its existence.

Keywords: Financial Strategies; Corporate Governance; Risk Management.

INTEGRACIÓN DE LA GESTIÓN ESTRATÉGICA, GOBIERNO Y GESTIÓN DE RIESGOS: EL IMPACTO DE LA CRISIS DE 2008 EN DOS EMPRESAS DE ALIMENTOS

RESUMEN

Durante la crisis de 2008 , muchas empresas brasileñas han acumulado miles de millones en pérdidas como consecuencia de las estrategias de negocio según el modelo de exposición cambiaria grande, gestión de riesgos y fallos de gobierno corporativo. El objetivo de este trabajo es identificar los factores y las estrategias adoptadas que contribuyeron a dos empresas muy similares siguen diferentes trayectorias en la crisis financiera de 2008. Para entender mejor el tema , hubo una breve revisión de los fundamentos de la gestión empresarial , los requisitos listados de la BM & FBOVESPA y los principios de gestión de riesgos financieros . La investigación identificó que la política de gestión de riesgos es un elemento clave en la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo y que, a pesar de las numerosas iniciativas de diversas instituciones de regulación y de autorregulación para establecer mecanismos para asegurar el uso adecuado de estas prácticas puede ser todavía fracasos gestión capaz de permitir a las empresas a adoptar estrategias que se consideran sólidos puede poner en peligro su propia existencia.

Palabras-clave: Estrategias Financieras; Gobierno Corporativo; Gestión de Riesgos.

1 INTRODUÇÃO

O atual cenário econômico mundial, caracterizado por mercados interdependentes, tem colaborado de forma significativa para a introdução de um número expressivo de novos investidores, aumentando gradativamente a representatividade do mercado de capitais como financiador das atividades econômicas e contribuindo para seu amadurecimento. Por outro lado, aspectos como a instabilidade política, econômica e financeira, a exemplo do ocorrido no final de 2008, estimulam os investidores a buscarem outros fatores que assegurem o retorno de seu capital, a mitigação dos riscos e a maximização dos lucros. Seguindo uma tendência mundial, os investidores e os governos têm pressionado a adoção, por parte das companhias, de novas estratégias e práticas que proporcionem maior controle de riscos e transparência/*accountability* nas operações financeiras, com fortalecimento da governança corporativa.

No Brasil, entre os fomentadores da adoção das práticas de governança corporativa pelas companhias de capital aberto, destacam-se a Comissão de Valores Mobiliários e a BM&FBOVESPA¹ que, em dezembro de 2000, inspirando-se no *Neuer Markt* alemão, fundou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados, no intuito de criar um diferencial de mercado capaz de gerar valor e atrair novos investimentos, distinguindo-se por apresentar uma alternativa de transição gradativa para as companhias que já possuíam capital aberto, além de respeitar o posicionamento estratégico de cada empresa. Para as companhias, a implantação de práticas de governança corporativa significa repensar suas estratégias, adequando sua gestão a essa nova percepção dos negócios, tendo vista os resultados negativos que podem advir de estratégias financeiras inadequadas (O'Brien et al, no prelo).

Recentemente, a crise financeira internacional, iniciada com os problemas hipotecários nos EUA, teve reflexo no Brasil e colocou em prova diversas companhias que se depararam com elevado risco de mercado (entre outros riscos) em função da volatilidade nos preços das *commodities* e da taxa de câmbio. Companhias como a Aracruz, Sadia, Embraer, Votorantim, entre outras, acumularam prejuízos na ordem de bilhões de dólares, comprometendo não apenas os resultados do exercício, como a própria saúde financeira e a existência da empresa.

Durante a crise financeira de 2008, duas companhias similares, do ponto de vista operacional, apresentaram resultados financeiros diferenciados com operações cambiais. Partindo do pressuposto de que a gestão de riscos faz parte das boas práticas de governança corporativa

¹ Em 2008 a BOVESPA Holding S.A. e a BM&F foram integradas a originando a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA S.A.

(Ruefli, Collins e Lacugna, 1999), este trabalho tem o objetivo de analisar quais aspectos das estratégias de gestão de riscos e de governança corporativa teriam contribuído para que a Sadia e a Perdigão apresentassem diferentes resultados durante a crise financeira de 2008. Procurando os temas de estratégia e finanças, o presente trabalho investiga os relatórios com os dados contábeis e financeiros das companhias em tela; os aspectos relevantes do processo decisório das duas empresas; e a política de gestão de riscos financeiros das companhias. Com base na análise dos dados procura-se inferir sobre as diferenças nas políticas de gestão de riscos. Além disso, também é investigada a política de transparência no que diz respeito às operações de risco financeiro e suas consequências para o investidor, já que o trabalho avalia se o investidor, com base nos dados publicados, poderia inferir sobre a adequação ou não das práticas de gestão de riscos e governança corporativa das duas companhias. Essa análise contribui na discussão sobre os aspectos relacionados à regulação do mercado e as consequências das diferentes escolhas estratégicas adotadas sobre o desempenho empresarial.

2 CONFLITOS DE AGÊNCIA E GESTÃO ESTRATÉGICA DE RISCOS

Da separação entre propriedade e controle nas organizações, ocasionada por fatores diversos como a dispersão da propriedade, os processos de sucessão nas companhias familiares, as privatizações, além das reestruturações societárias (causadas pelas fusões, cisões, incorporações e joint-ventures), surgiu o problema de agência, um dos temas mais investigados tanto na literatura de estratégia quanto na literatura de finanças. Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato sobre o qual uma ou mais pessoas (principal) empregam outra pessoa (agente) para executar algum serviço em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão. Ainda segundo Jensen e Meckling, se ambas as partes são maximizadoras de sua utilidade, existem boas razões para acreditar que o agente nem sempre irá agir no melhor interesse do principal. Seguindo essa linha, Okimura (2003) complementa afirmando que a inexistência do agente perfeito embasa a contradição entre o comportamento desejado pelo principal e o seu comportamento efetivo, fator que fundamenta o problema de agência, definido por Gitman (2002, p.20) como “a possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos à frente dos objetivos da empresa”. Andrade & Rossetti (2004) desenvolvem o conceito afirmando que os conflitos não se estabelecem apenas na relação proprietário-gestor, mas também na relação entre os acionistas majoritários e minoritários.

Bettarello (2008) classifica os custos de agência em duas categorias: os originários do exercício de ações livres de condições por parte dos gestores, em que, além do desalinhamento de interesses, inclui atos imorais e/ou ilegais por parte dos agentes; e os necessários à monitoração e controle dos agentes pelo principal, contemplando também os custos com os sistemas de incentivo.

Essas questões se acentuaram a partir de dezembro de 2001, quando a norte-americana Enron, até então a maior empresa de energia do planeta e a sétima maior empresa do país decretou falência. Além da Enron, outras companhias expressivas no mercado de capitais americano, dentre elas a Worldcom e a Xerox, protagonizaram uma série de escândalos com um denominador comum: o uso indevido de estratégias contábeis e financeiras, envolvendo, sobretudo, adulteração de balanços, a negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informações privilegiadas e a evasão fiscal. Segundo Brull (2002), devido ao porte da Enron e sua influência, os indícios de fraudes e os impactos causados a montante e a jusante da empresa ocasionaram na economia americana impactos de maiores proporções do que os atentados de 11 de setembro. A esse respeito Silveira (2006) complementa que sua falência gerou forte comoção no mercado norte-americano por ser ela considerada a companhia mais admirada dos Estados Unidos, pela sua dimensão e, sobretudo, pelos prejuízos causados aos seus funcionários, considerando que boa parte dos recursos do seu fundo de pensão estavam alocados em ações da própria companhia. Lautenschleger Junior (2005) salienta que “o tom da gravidade de tal preocupação se deu especialmente em razão do fato de que a Enron seguia muitas das melhores práticas de governança corporativa”. Nesse contexto, tornou-se evidente que as práticas até então adotadas pelas companhias não foram suficientes para evitar tal situação.

Os conceitos de governança corporativa são descritos por diversos órgãos governamentais e não-governamentais. Não é possível apontar um marco específico das discussões sobre governança corporativa, contudo, em 1992, após uma série de escândalos envolvendo diversas companhias inglesas (Polly Peck, BCCI, Maxwell), a pedido dos principais atores do mercado londrino, foi estabelecida uma comissão com o objetivo de investigar o sistema de governança das empresas inglesas, o que deu origem ao relatório Cadbury² com grande relevância para o tema Governança Corporativa devido à sua ampla repercussão no mercado de capitais internacional. Além de identificar os principais problemas relativos à governança das empresas inglesas negociadas em bolsa, o relatório também apresentou um código de boas práticas com recomendações que objetivavam a melhoria do sistema de governança das empresas. Após o relatório Cadbury, outras recomendações e códigos surgiram em diferentes países. No âmbito supranacional destaca-se a

² *Cadbury Report or Cadbury Code of Best Practice*

atuação de órgãos como a OCDE³ e ICGN⁴. Além disso, cabe ressaltar a contribuição dos investidores institucionais na evolução dos conceitos e boas práticas de governança corporativa.

Como consequência direta dos escândalos financeiros ocorridos nos EUA em 2001, o governo decidiu realizar modificações profundas nas regras de seu mercado, editando em 23 de janeiro de 2002 a lei Sarbanes-Oxley (SOX). Neste contexto, a edição da SOX foi de grande relevância, pois transformou o que antes se resumia a uma série de recomendações e cartas de intenções sem valor jurídico em lei. Segundo Lautenschleger Junior (2005), as modificações proporcionadas pela SOX podem ser resumidas em basicamente duas grandes diretrizes: 1) a criação de um órgão de supervisão das companhias de auditoria, visando garantir a qualidade e a independência das auditorias e 2) regras de governança corporativa que impõem maior responsabilidade aos administradores pelas informações financeiras e contábeis da companhia.

As discussões sobre governança corporativa no Brasil e seu papel nas estratégias empresariais ganham impulso em 2000 quando do lançamento oficial do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados na BM&F BOVESPA. Este segmento tem como principais características as recomendações, com relação à transparência, equidade no tratamento dos acionistas e prestações de contas mais severas do que a legislação vigente. Nesse diapasão, a reforma da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), introduzida com a edição da Lei 10.303/01, ampliou as bases legais da governança no país. Dentre as alterações proporcionadas encontra-se o estabelecimento da obrigatoriedade de assegurar aos titulares de ações com direito a voto um valor não inferior a 80% das condições obtidas pelos controladores por ocasião da venda do controle da companhia (*tag along*). Ainda em 2001, os fundos de pensão obtiveram a permissão do governo para investirem um maior volume de recursos em ações de empresas que cumprem as regras de governança corporativa. A partir deste novo cenário, os fundos de pensão de maior relevância passaram a elaborar suas próprias recomendações acerca do tema⁵. Em 2002, a CVM divulgou ao mercado, através de uma cartilha, as Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa voltada para as companhias abertas. Nesse mesmo ano, o BNDES lançou um programa de incentivo à adoção de Práticas de Governança Corporativa. Em 2004, ocorre a retomada do movimento IPOs⁶ no Brasil. Neste processo é possível observar que a maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado da BM&F BOVESPA. Entre as boas práticas de governança corporativa estão transparência, prestação de contas à sociedade, ética, gestão de riscos e relacionamento com investidores. A gestão de riscos inclui os métodos, processos, recursos e estrutura para fazer com

³ *Organization for Economic Co-operation and Development*

⁴ *International Corporate Governance Network*

⁵ O Fundo de Pensão da Petrobrás (PETROS) lançou em 2002 o Manual de Governança dos Investimentos.

⁶ Sigla para a expressão em inglês *Initial Public Offering*.

que a organização lide com as ameaças e oportunidades e com as incertezas inerentes ao ambiente interno e externo.

Os benefícios esperados com a implantação de um modelo de gestão de riscos na organização incluem a orientação para uma gestão pró-ativa ao invés de reativa, a melhoria na capacidade de identificar e analisar ameaças e oportunidades, o estabelecimento de bases confiáveis para o processo de planejamento e de decisão, o aumento da transparência e melhora dos controles internos e da governança corporativa e o consequente reconhecimento por parte dos *stakeholders* (AS/NZS 4360, 2004). Nessa linha, é desejável que toda organização deva ter uma abordagem de gestão de riscos que deve fazer parte dos sistemas de negócio da organização, incluindo os processos de definição de políticas e estratégias (HM Treasury, 2004). Em meio a uma perspectiva estratégica, a gestão de riscos na organização (*enterprise risk management – ERM*) pode ser considerada em unidades específicas ou mesmo na organização como um todo e abrange as atividades de definição de uma filosofia ou política de gestão de riscos, definição dos objetivos estratégicos, apetite a risco, tolerância a risco, de identificação e avaliação de riscos, a resposta ou o tratamento dos riscos que é intrínseco ao processo de gerenciamento do negócio, as atividades de controles internos, o fluxo de relatórios e informações e a revisão e monitoramento de todo o processo (COSO, 2004). Em geral, os modelos de referência para gestão de riscos (ISO 31000, AS/NZS 4360, COSO etc.), sejam eles apresentados como normas ou não, descrevem essas atividades e não há uma diferença fundamental entre os mesmos. Esses modelos se apresentam de forma genérica e cabe a cada organização desenvolver as técnicas para a implantação do modelo.

3 AS COMPANHIAS SADIA E PERDIGÃO

As informações que subsidiaram esta seção foram extraídas, sobretudo, dos documentos divulgados obrigatoriamente pelas companhias no Brasil e nos EUA, contemplando os relatórios IAN (CVM) e 20-F (SEC) respectivamente, além de informações complementares divulgadas pelas companhias em seus respectivos sítios, abrangendo informações sobre o mercado, estratégias, política de gestão, resultados financeiros, entre outros aspectos viabilizando uma análise comparativa entre as duas companhias.

3.1 O SEGMENTO DO NEGÓCIO

As companhias atuavam no segmento de industrializados, aves, suínos e bovinos, sendo que a Perdigão produzia também lácteos, a única área de atuação diferenciada entre as companhias. Segundo dados do United States Department of Agriculture (USDA), em 2007 o Brasil era o terceiro maior produtor, além de principal exportador de aves do mundo.

O mercado interno é altamente competitivo, sobretudo no segmento de aves e suínos frescos e congelados, contando com diversos produtores de grande porte, em especial a Sadia e a Perdigão, líderes no setor antes da fusão e formação da BRF Foods. Além das companhias já citadas, adiciona-se a Aurora e a Seara (adquiridas pela Cargil). No mercado de aves inteiras e cortes de aves e suínos, a concorrência inclui pequenos produtores, muitas vezes sem certificação e com preços mais baixos, o que constituía razão significativa para a Perdigão e Sadia venderem a maioria de seus frangos inteiros e cortes de aves e suínos nos mercados externos. Contudo, a manutenção do mercado interno para produtos *in natura* representava um mecanismo de proteção contra as oscilações do mercado externo. Apesar da atratividade do mercado brasileiro, uma das barreiras de entrada de concorrentes internacionais é a necessidade de formação de uma ampla cadeia de distribuição.

3.2 INFORMAÇÕES BÁSICAS DAS EMPRESAS

A Sadia foi fundada em 1944 e abriu seu capital em 1971, aderindo ao Nível 1 de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA em 2001. Em 2007, era uma das maiores companhias do setor alimentício da América Latina, com mais de 52 mil funcionários diretos. Em 2008, era uma das principais produtoras e distribuidoras de alimentos derivados de carnes (aves, suína e bovina). Atuava ainda nos segmentos de massas, margarinas e sobremesas. Além disto, a Sadia era uma das principais exportadoras do País e sua marca figurava entre as 20 mais valiosas do Brasil, em *ranking* da consultoria Brand Finance, com 14 unidades industriais em oito estados brasileiros e uma fábrica na Rússia, além de 8 grandes centros de distribuição e vendas no país e 11 escritórios de representação no exterior. A produção chegou a cerca de 300 mil pontos de venda no Brasil e seus produtos foram negociados em mais de cem países (Sadia - Relatório Anual, 2007).

A Perdigão teve suas atividades iniciadas em 1934. A base da linha de produtos da Perdigão tinha como matéria-prima as carnes de aves e suínos, além de atuar no segmento lácteo. A Perdigão tinha seguido uma linha acentuada de diversificação, comercializando, além dos produtos *in natura*,

uma linha com cerca de 400 itens de produtos de maior valor adicionado. A partir de 1994, o controle acionário da Perdigão foi adquirido por um *pool* composto por oito fundos de pensão, processo este que desencadeou a implantação de uma gestão profissionalizada, com profunda reestruturação organizacional e reposicionamento estratégico. Para se adequar ao novo mercado acionário, a empresa consolidou mudanças no aspecto de governança corporativa, aumentando a transparência das informações. Em março de 2006, foi aprovada a conversão total das ações preferenciais em ações ordinárias, possibilitando que a Perdigão integrasse o Novo Mercado da BM&F BOVESPA.

3.3 APRESENTAÇÃO DAS ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS

A partir das informações extraídas dos relatórios 20-F/2007 da Sadia e da Perdigão foi possível identificar suas principais estratégias de negócio descritas no quadro 1 – Estratégias de Negócio Sadia e Perdigão - 2007. As empresas possuíam características similares, relacionadas, sobretudo, à sua estrutura operacional e estratégias de negócio.

ESTRATÉGIAS DE NEGÓCIO	
SADIA	PERDIGÃO
Aumentar a penetração no mercado interno ampliando a distribuição;*	Expandir os principais negócios; expandir a base de clientes nacional e internacional; fortalecer a rede de distribuição global.
Manter custos baixos e eficiência operacional; aumentar a produção através do crescimento orgânico, investimentos em capacidade de produção e aquisições.	Liderar em custos; aumentar a produção através do crescimento orgânico, investimentos em capacidade de produção e aquisições.**
Manter o diferencial da marca*** ampliar os serviços aos clientes e a capacidade de responder as necessidades do mercado.	Enfatizar a qualidade dos produtos, segurança dos processos e portfólio diversificado de produtos.
Expandir as linhas de produtos, com ênfase em produtos industrializados de maior valor agregado.	Diversificar a linha de produtos, especialmente alimentos processados de valor agregado.
Manter o volume de vendas internas e externas divididas de maneiras iguais.	Buscar crescimento baseado na relação equilibrada entre os mercados interno e externo.

Direcionar o foco dos produtos de aves e suínos para os alimentos industrializados.	Buscar crescimento e consolidação equilibrada dentre os segmentos de atuação: aves, suínos, bovinos, lácteos e produtos processados.
Focar os canais de varejo institucional e <i>food service</i> no mercado interno.	Atender aos canais de varejo institucional e <i>food service</i> no mercado interno.**

* A Sadia também buscava expandir sua base de clientes no mercado externo e para tanto seu projeto de crescimento orgânico contemplava a implantação de unidades fabris no exterior.

** Itens não salientados na descrição das estratégias de negócios, mas apresentado no relatório 20-F.

*** As duas companhias prezavam o diferencial da marca, a Perdigão apresentou como vantagem competitiva a força de suas marcas, no entanto, a Sadia aparentava dar maior ênfase indicando em seu relatório os custos específicos da manutenção do que considerava ser “um dos ativos mais valiosos da Companhia”.

Quadro 1 - Estratégias de Negócio Sadia e Perdigão - 2007.

Fonte: adaptado dos Relatórios 20-F – Sadia e Perdigão (2007).

Segundo a visão tradicional de Porter (1999), as regras da concorrência estão inseridas em um conjunto de cinco forças competitivas: a entrada de novos concorrentes, a ameaça de substitutos, o poder de negociação dos compradores, o poder de negociação dos fornecedores e a rivalidade entre os concorrentes existentes. Essas forças determinam a rentabilidade da indústria porque influenciam os preços, os custos e o investimento necessário das companhias em uma indústria.

Partindo do esquema de análise de Porter, é possível identificar diversas similaridades nas estratégias utilizadas pelas companhias analisadas. A ampla e diversificada rede de distribuição de produtos resfriados que ambas as companhias possuíam tornou-se uma das principais barreiras para a atuação de novos concorrentes que desejassem atuar em nível nacional. Por vezes, essa barreira é tão elevada que, para superá-la, o novo concorrente precisaria criar os próprios canais de distribuição. Este aspecto aliado à produção em escala e à verticalização da cadeia irá gerar mais uma barreira de entrada no mercado. Além disso, ambas as companhias possuíam marcas amplamente conhecidas, sobretudo no mercado interno onde os produtos possuem maior valor agregado e dependem da confiabilidade do cliente final. O sistema contratual desenvolvido com fornecedores pulverizados minimiza os riscos de impacto negativo referente ao seu poder de negociação.

Para amenizar os impactos das forças dos compradores, as companhias buscavam continuamente, através da expansão da sua carteira de clientes, a minimização da participação na receita líquida de seus principais compradores. No final de 2007, os 10 principais clientes da Sadia no mercado externo representaram 36% da receita líquida desse grupo, enquanto no mercado

interno sua representação era de 22% (Relatório Sadia 20-F, 2007). Não foram identificadas informações referentes ao percentual de participação na receita líquida em 2007 dos principais clientes no mercado externo da Perdigão, com relação ao mercado interno, os 5 maiores clientes representavam 14,5%, no entanto nenhum representava isoladamente mais do que 2,7% da receita líquida desse grupo (Relatório Perdigão 20-F, 2007).

A ameaça de produtos substitutos é presente nos dois segmentos. No mercado externo, cujos principais produtos são *commodities*, em função do preço ou de riscos de saúde, eles podem ter o consumo alternado (aves, carnes bovina/suíno). Caso isso ocorra, a alternativa é a utilização do mercado interno para o escoamento da produção. Além disso, as companhias procuravam manter as vendas externas e internas, divididas de maneira praticamente iguais, o que fornecia uma proteção contra a volatilidade de qualquer mercado. Em paralelo, havia a busca pela diversificação das vendas. As companhias vinham promovendo ações com o intuito de expandir a sua participação no mercado externo de produtos processados com maior valor agregado. No mercado interno, além do exposto para os produtos in natura, os fatores econômico-financeiros podem estimular a alteração dos hábitos de consumo e, por consequência, a substituição ou supressão dos produtos industrializados.

3.4 A DIVISÃO DOS NEGÓCIOS E OS RESULTADOS FINANCEIROS

Através dos dados apresentados na tabela 1 – Mercado Nacional observa-se que as companhias eram líderes de mercado em quase todos os segmentos de atuação e, mesmo de forma isolada, detinham um percentual elevado do *market share* nacional. No segmento lácteo, único em que a Sadia não operava, a Perdigão era a terceira colocada, com grande tradição no setor. Em 2007 o Brasil configurava-se como o maior exportador de aves e carne bovina e o terceiro em carne suína. A Sadia e a Perdigão eram líderes na participação das exportações brasileiras, conforme demonstram as tabelas 2 e 3 – Mercado Internacional.

Tabela 1 - Mercado Nacional - Market Share por Volume de Vendas 2007

Segmento	Empresa		
	Sadia	Perdigão	Outras
Industrializados de Carne	25,9%	25,2%	48,9%
Congelados de Carnes Processadas	35,6%	35,8%	28,6%
Massas Congeladas	49,4%	41,9%	8,7%
Pizzas Congeladas	31,3%	36,4%	32,3%
Margarinas	30,8%	16,1%	53,1%
Lácteos	-	13,5%	86,5%

Fonte: A.C. Nielsen do Brasil S.A. (2007).

Tabela 2 – Mercado Internacional - Participação nas Exportações Brasileiras de Suínos por Volume de Vendas 2006-2008

Empresa	Período		
	2008	2007	2006
Sadia	17,4%	18,3%	14,5%
Perdigão	21,6%	17,8%	20,1%
Outras	61,0%	63,9%	65,5%

Fonte: Associação Brasileira de Produtores e Exportadores de Frango (2008)

Tabela 3 – Mercado Internacional - Participação nas Exportações Brasileiras de Aves por Volume de Vendas 2006-2008

Empresa	Período		
	2008	2007	2006
Sadia	23,3%	23,5%	25,9%
Perdigão	21,9%	17,6%	18,3%
Outras	54,8%	58,9%	55,9%

Fonte: Associação Brasileira de Indústria Produtora e Exportadora de Carne Suína (2008)

Em 2007, a Sadia foi líder no mercado brasileiro em volume de vendas dos segmentos de alimentos congelados, resfriados, carnes de frango, peru e suínos, e margarinas, de acordo com a AC Nielsen (Sadia - *Relatório Anual, 2007*). A linha de produtos da empresa se diversificou ao longo dos anos em produtos industrializados/processados, aves e suínos. Ainda em 2007, as vendas totais da Sadia tiveram um acréscimo de 13,4%, o que originou uma receita bruta de R\$ 9.955,9 bilhões, sendo o maior valor registrado em sua história e gerando um lucro líquido de R\$ 842,0 milhões (SEC-Relatório Sadia F-20, 2007). Nesse período as exportações da Sadia totalizaram R\$ 4,6 bilhões, representando 46,6% da receita bruta da empresa.

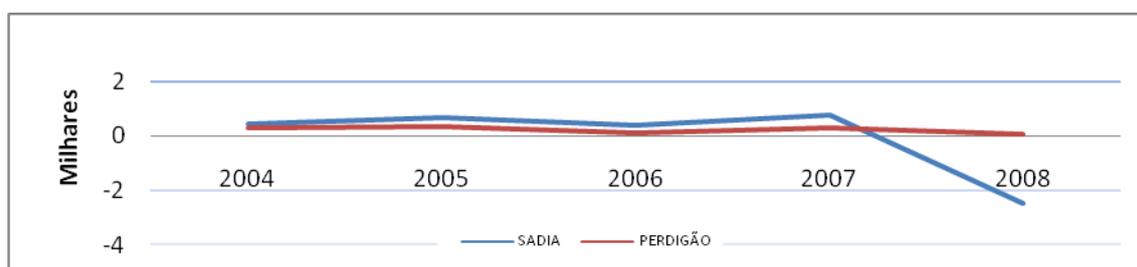
Segundo a ABEF e a ABIPECS em 2007, a Perdigão era a segunda maior exportadora de produtos de aves e suínos em volume, estando entre as maiores do mundo. No ano 2007, as vendas atingiram uma receita bruta de R\$ 7.789 bilhões, sendo o maior valor registrado em sua história e lucro líquido de R\$ 321 milhões. As exportações foram de R\$ 3,2 bilhões, representando 44,% da receita bruta da empresa (*Relatório Anual Perdigão, 2007*). A Sadia e a Perdigão tinham porte similar, ocupando a liderança no mercado. Os dados apresentados na tabela 4 apontam o peso da receita derivada do mercado externo na receita bruta.

Tabela 4 - Dados Comparativos Sadia/Perdigão 2007-2008

	SADIA			PERDIGÃO		
	2008	2007	Var. (%)	2008	2007	Var. (%)
Vendas Totais (em milhões de toneladas)	2,3	2,1	9,52	3,4	2,0	70,00
Receitas Bruta (em milhões de R\$)	12.191,9	9.955,9	22,46	13.161,3	7.788,6	68,98
Rec. Op. Bruta de Exportação	5.585,1	4.636,0	20,47	5.057,1	3.199,4	58,06
Rec. de Exportação por Rec. Bruta (%)	45,8%	46,6%	-	38,4%	41,1%	-
Lucro Líquido (em milhões de R\$)	(2512,3)	842,0	(398,4)	54,4	321,3	(83,1)

Fonte: Relatórios 20-F (2008)

Entre os anos de 2007 e 2008 apesar de terem se elevado, as receitas de exportação perderam a sua representatividade sobre a receita bruta das companhias, devido ao aumento das vendas no mercado interno, em decorrência da crise internacional de 2008 que afetou os mercados externos, sobretudo no 4º trimestre. A despeito das similaridades estratégicas apontadas anteriormente, o resultado financeiro das companhias em 2008 foi muito diferente. A Sadia amargou um prejuízo de R\$ 2,5 bilhões em 2008, fato inusitado, conforme ilustra o gráfico 1. O gráfico 2 demonstra que a Perdigão passou a ter um valor de mercado superior e, em março de 2009, quando foi anunciado o início do processo de fusão das companhias, a diferença passou a se acentuar até que em 2009 as ações passaram a ser negociadas de forma unificada sob o nome de BRF - Brasil Foods.

**Gráfico 1 - Lucro Líquido Sadia e Perdigão 2004-2008**

Fonte: Relatórios 20-F, 2008 (Sadia e Perdigão).

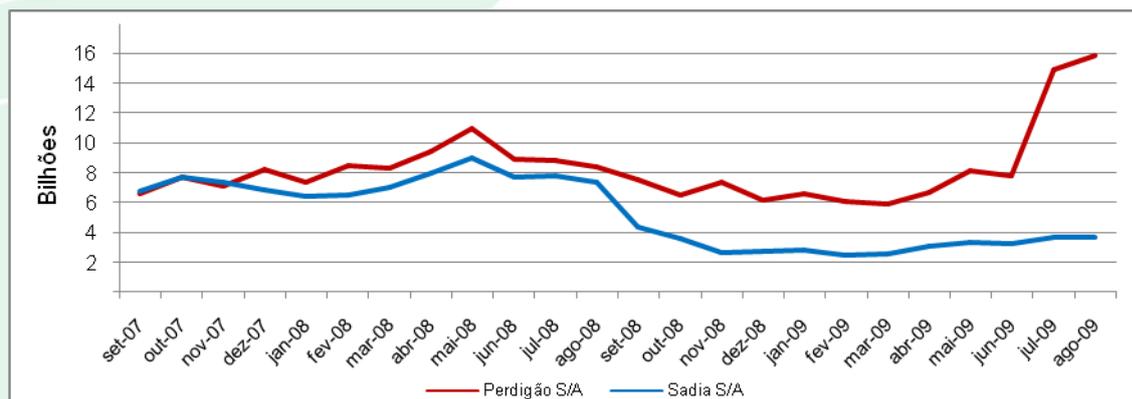
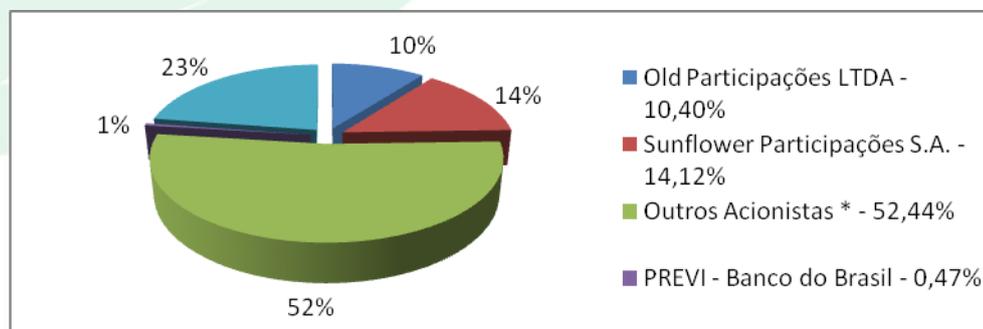


Gráfico 2 – Valor de Mercado Sadia e Perdigão (set 2007 – ago 2009)
 Fonte: BM&F BOVESPA (Informes Técnicos, período: set 2007 – ago 2009).

3.5 O PROCESSO DECISÓRIO

As ações ordinárias da Sadia sempre se mantiveram concentradas, ver gráfico 3. A opção pela capitalização no mercado externo e a adequação às suas normas favoreceram sua adesão ao Nível I da BM&F BOVESPA.



* Parte do acordo de acionistas

Gráfico 3 - Distribuição das Ações Ordinárias Sadia 2007 (%)
 Fonte: Formulário F-20 Sadia (2007)

Um dos critérios para a inserção e permanência das companhias no Nível I da BM&F BOVESPA é a realização de ofertas públicas por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital. Através da manutenção das ações preferências, a Sadia conseguiu promover a dispersão do seu capital. Segundo informações extraídas de seus relatórios, os acionistas da empresa não tinham direito a voto diferenciado. Porém sua composição acionária permitia que, por meio do acordo de acionistas, um grupo restrito permanecesse na condição de controlador. Em 2007, a Old

Participações, composta por membros da família Furlan, e a Sunflower Participações, composta por membros da família Fontana, detinham respectivamente 10,40% e 14,12% das ações ordinárias, além de fazerem parte de um acordo de acionistas. Além da Old Participações e da Sunflower Participações, 52,44% das ações estavam em poder de um grupo denominado “outros acionistas” também composta por membros da família do fundador. Em março de 2008, o Acordo de Acionistas compreendia 70 signatários e controlava 66,6% do capital com direito a voto.

No que diz respeito à estrutura de gestão, visando atender aos critérios de governança corporativa do Nível I da BM&F BOVESPA e em cumprimento às exigências da SOX e das normas da Bolsa de Nova York, a estrutura de gestão da Sadia era composta pelo Conselho de Administração, a Presidência Executiva, Diretorias Executivas e Comitês. Conforme o Estatuto Social, o Conselho de Administração da Sadia era composto exclusivamente por acionistas, sendo que dos 11 membros em março de 2008, quatro possuíam relação de parentesco (Relatório 20-F Sadia, 2008). No que se refere à Diretoria Executiva, em 2007, nenhum membro da família fundadora ocupava funções executivas. Em 2003, passou a vigorar um programa de remuneração variável na Sadia que vinculava a remuneração dos diretores e gerentes a uma metodologia de aferição de valor que considerava, entre outras coisas, indicadores de redução de custos, contenção de despesas e crescimento de receita.

O Conselho de Administração da Sadia instituiu sete comitês com o intuito de apoiar o processo decisório, compostos exclusivamente por membros do Conselho de Administração. De acordo com o relatório 20-F Sadia, sua função era de assegurar a qualidade na verificação das informações relevantes relacionadas aos negócios da Companhia e no desenvolvimento de estratégias de longo prazo, bem como na análise e fornecimento de recomendações específicas para cada departamento. Dentre os comitês compostos pelo Conselho de Administração, ressaltaram-se o Comitê de Auditoria, exigido pela Lei Sarbanes-Oxley e pelas normas da Bolsa de Valores de Nova York, responsável por supervisionar os processos de divulgação de informações financeiras e o cumprimento da lei comercial, assim como os auditores externos e internos, para assegurar independência. e o Comitê Financeiro e de Relações com Investidores que era responsável pela gestão da estratégia financeira propunha soluções de médio e curto prazo conduzindo e desenvolvendo instrumentos de proteção por hedging, financiamentos para projetos e políticas de mercados de capitais, propondo diretrizes para a administração do caixa da Companhia.

A partir de 1994, o controle acionário da Perdigão passou a ser exercido por um conjunto de oito fundos de pensão, ver gráfico 4. Os novos controladores optaram por contratar executivos que reestruturaram a administração, ampliaram o capital social e modernizaram a Perdigão. Houve uma

reestruturação societária, liquidação de operações comerciais não essenciais e reformulação da estrutura financeira. Relativamente à sua posição acionária, desde a sua opção pelo Novo Mercado em 2006, a Perdigão passou a ter um controle difuso. Em maio de 2008, os Fundos de Pensão representavam 37,8% da participação e compunham um acordo de votos para dispor sobre assuntos relevantes.

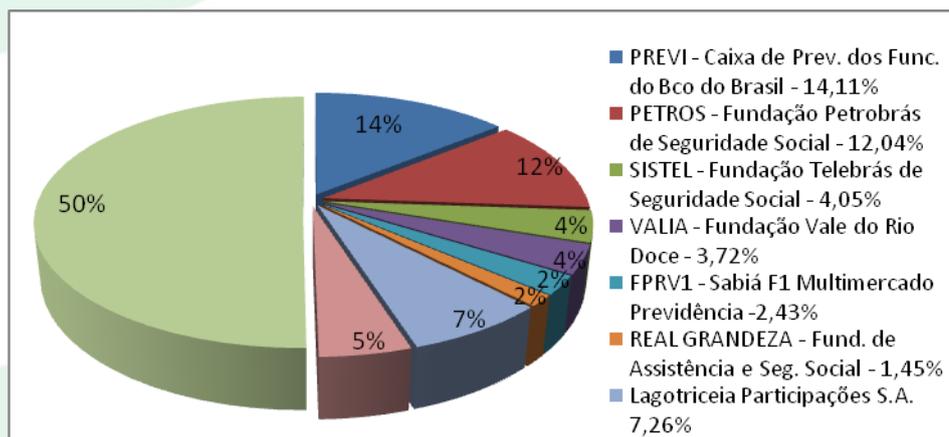


Gráfico 4 - Distribuição das Ações Ordinárias Perdigão 2007 (%)
Fonte: Formulário F-20 Perdigão (2007)

Em 2007, o Conselho de Administração da Perdigão era composto por oito membros, todos acionistas, sendo que seu presidente não fazia parte do atual acordo de acionistas controladores. Eleitos pelo Conselho de Administração, os diretores possuíam mandatos de dois anos, sendo permitida a reeleição. Ao contrário dos conselheiros, para os diretores era facultativa a condição de acionista. A remuneração dos diretores levava em conta o lucro líquido medido frente ao orçamento estabelecido no início de cada período. Em substituição ao Comitê de Auditoria, a Perdigão, amparada pela regra 10-A3 da Lei do mercado de capitais americano, adaptou o Conselho Fiscal para que o mesmo pudesse exercer os deveres e responsabilidades exigidos a um comitê de auditoria dos Estados Unidos, ressaltando a necessidade do mesmo ser independente do Conselho de Administração e dos auditores externos da empresa. Os demais comitês criados pelo Conselho de Administração da Perdigão eram: Comitê de Governança e Sustentabilidade Estratégica, de Finanças e Política e Riscos, de Remuneração dos Administradores e Desenvolvimento de Executivos, de Conselho Consultivo Sênior e de Assessoramento do Conselho de Administração.

3.6 ESTRATÉGIAS DE GESTÃO DE RISCOS E IMPACTOS FINANCEIROS DA CRISE

As companhias estavam expostas a diversos riscos financeiros, como o de variação dos preços dos produtos e insumos, taxas de juros e de variação da taxa de câmbio, chamados de riscos de mercado. A gestão de riscos financeiros também envolve o risco de liquidez e de crédito. Para este trabalho o foco foi o risco da variação da taxa de câmbio, por se tratar da causa das perdas da Sadia. Parte relevante dos passivos e receitas das empresas era em Dólar. As informações referentes à gestão de riscos das companhias foram extraídas dos relatórios 20-F e RA-2008 bem como do laudo de avaliação RJ-0187/09-03 realizado pela APIS Consultoria (2009), através de solicitação das companhias como parte do processo de fusão.

A política financeira da Sadia previa que os riscos fossem controlados pela Gerência de Riscos, monitorada pelo Comitê Financeiro e de Investimentos, da Diretoria de Finanças. Sob sua responsabilidade estava a definição da estratégia da administração na gestão desses riscos, dentro dos parâmetros de limites de exposição e alçadas de decisão propostas pelo Comitê de Finanças e RI do Conselho de Administração. Dentre os instrumentos utilizados pela Sadia em sua estratégia de *hedge* cambial estavam: *Non deliverable, target forward* – venda, *target forward* – compra, opções de compra e venda (Européia). Em dezembro de 2007, 46,6% da receita bruta da Companhia foi recebida em moeda estrangeira, originária do produto das exportações, correspondendo a R\$ 4,6 bilhões. Considerando também suas subsidiárias no exterior, a volatilidade do Real gerou receitas e despesas financeiras, que foram incluídas na conta Ganhos (perdas) Cambiais, conforme apresenta a tabela 5.

Tabela 5 - Ganho/Perda Cambial Sadia 2006-2008

Ano	Resultado Líquido (DRE)	Ganho Cambial Líquido (DRE)
2008	(2.512,3)	(3.147)
2007	842	28,9
2006	361	157

Valores expressos em milhões (R\$)

Fonte: adaptado de Resultados Financeiros Sadia (2008)

Os riscos relacionados à variação cambial e à oscilação de taxas de juros são administrados por meio da gestão de caixa e de operações financeiras com derivativos disponíveis nos mercados doméstico e internacional. A partir do 4º trimestre de 2002, o Real passou a sofrer uma forte apreciação, fato que representava risco financeiro. Com a crise internacional em 2008, no entanto, houve abrupta depreciação do Real e, em 25 de setembro, a Sadia, em atendimento à legislação vigente, divulgou, através de fato relevante, que sua Diretoria Financeira realizou operações no mercado financeiro relacionadas à variação do Dólar americano em relação ao Real em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da Companhia expostas à variação cambial, fato que, associado à severidade da crise internacional e a consequente volatilidade da moeda norte-americana, fez com que a Companhia decidisse liquidar antecipadamente determinadas operações financeiras incorrendo em perdas quando, por decisão do Conselho de Administração, a Companhia se reenquadrou aos padrões de risco e limites estabelecidos no âmbito de suas políticas financeiras e de câmbio. Apesar da comunicação do fato relevante indicar uma perda imediata de R\$ 760 milhões, no final de 2008, os prejuízos com essas operações ultrapassaram R\$ 3,1 bilhões, levando à Sadia um resultado líquido negativo de R\$ 2,5 bilhões. No final de 2008, a Sadia reduziu sua exposição aos derivativos cambiais, e a exposição líquida a esses instrumentos financeiros caiu de US\$ 2,4 bilhões para US\$ 487 milhões, o que equivale à receita de dois meses de exportação (RA-2008/SADIA, p.52).

Segundo informações divulgadas pela Sadia no período, as atividades industriais e comerciais permaneciam em expansão. Esse fato foi comprovado posteriormente com a divulgação dos resultados operacionais no encerramento do período. As perdas apresentadas geraram mudanças na estrutura de gestão da empresa. A partir de então, a Diretoria Financeira e a Gerência de Riscos, que se reportavam diretamente ao Conselho de Administração, passaram a responder à Presidência Executiva, sendo que a Gerência de Riscos efetuava um *report* duplo ao Comitê de Auditoria.

A tabela 6 demonstra o padrão na utilização dos derivativos. Nos relatórios anteriores ao terceiro trimestre de 2008 eram fornecidos apenas os valores consolidados sem a identificação detalhada sobre quais mecanismos de proteção eram utilizados, mesmo assim é possível observar que a Companhia se mantinha com a posição líquida vendida em Dólar. De acordo com informações do relatório 3T08 (p.44), no segundo trimestre de 2008, 95,3% dos contratos futuros de dólar na posição vendida e 94,3 % na posição comprada eram *target forward*⁷. Os dados referentes

⁷ Contratos com opção embutida que apresentam uma alavancagem na posição.

ao terceiro trimestre de 2008 seguem na tabela 7, nele é possível verificar os valores originais contratados e o valor efetivo.

Tabela 6 - Contratos Futuros de Dólar Sadia 2007-2008

Período	Posição Vendida US\$	Posição Comprada US\$
01T07	685.750	425.000
02T07	447.500	120.000
03T07	561.000	402.500
-	-	-
01T08	1.810.500	1.155.000
02T08	3.941.500	1.062.500

Fonte: Relatórios Trimestrais Sadia (1T07, 2T07, 3T07, 1T08 e 2T08)

Tabela 7 - Contratos Futuros de Dólar Sadia 3T08

Modelo de Contrato	Posição Vendida		Posição Comprada	
	Original (1) US\$ mil	Exposto (2) US\$ mil	Original (1) US\$ mil	Exposto (2) US\$ mil
<i>Non Deliverable Forward</i>	317.500	317.500	2.508.333	2.508.333
<i>Target Forward</i>	2.286.666	4.518.333	473.333	473.333
Venda de Opções de Compra US\$	1.531.667	1.531.667	1.021.667	1.021.667
Posição Vendida de US\$	4.135.833	6.367.500	-	-
Posição Comprada de US\$	-	-	4.003.333	4.003.333

Posição Líquida de US\$ (VENDIDA)	132.500	2.364.167		

(1) Quantidades originais contratadas

(2) Considera a probabilidade de exercício do notional contratado, com base na curva futura do dólar

A Perdigão utilizava instrumentos de proteção para minimizar sua exposição aos diversos riscos financeiros, sob controle do Comitê de Gestão de Risco Financeiro, da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração. Para tanto a Perdigão utilizava um modelo de gestão de riscos que monitorava os níveis de exposição, mensurava cada risco, incluindo a análise com base na exposição contábil e previsão de fluxos de caixa futuros, além de estabelecer limites para a tomada de decisão e utilização dos instrumentos de proteção. Após a definição das estratégias a serem adotadas através da Política de Risco da companhia, a administração contratava instrumentos de proteção que eram aprovados com base no limite de alçada, sendo que, o Conselho de Administração, a Diretoria Executiva e o Comitê de Riscos possuíam alçadas distintas e cada qual atuava dentro dos limites pré-estabelecidos

A Perdigão utilizava a gestão do fluxo de caixa como mecanismo de proteção natural contra as oscilações das moedas estrangeiras, em especial o Dólar. A Companhia dispunha de políticas e procedimentos para administrar exposições cambiais podendo se utilizar de instrumentos de proteção, desde que aprovados pelo Conselho de Administração. Os instrumentos utilizados pela Perdigão em sua estratégia de hedge cambial foram as operações de balcão (*swap*), operações na bolsa de futuros e *non deliverable forward* (NDF).

Em oposição ao que ocorreu com a Sadia em 2008, atendendo ao seu compromisso de transparência e reafirmando a sua sólida política financeira, a Perdigão comunicou ao mercado que não contratava operações alavancadas de derivativos, e que a sua política de gestão de riscos cambiais permanecia alinhada aos princípios conservadores da companhia.

O constante monitoramento permitiu que as despesas financeiras fossem reduzidas 18,5% em 2007, como resultado da adequação do gerenciamento da exposição cambial, da gestão do fluxo de caixa que incorporou os desembolsos relativos às aquisições realizadas nesse período e do aumento das aplicações financeiras, suportando também as necessidades de investimento e de capital de giro. As ofertas primárias realizadas em 2006 e 2007, em associação com os resultados operacionais positivos da Perdigão, respaldaram os dispêndios de capital necessários para os

investimentos em CAPEX⁸ e nos novos negócios, permitindo a redução do endividamento líquido em 32,3% no ano. A política de gestão de riscos era focada no equilíbrio entre ativos e passivos não denominados em Reais, bem como instrumentos de proteção (*hedge*) até o limite de 2,5% de seu patrimônio líquido em cada operação, ou, US\$ 800.000, equivalente a uma posição vendida de aproximadamente três meses de exportação. Os valores de receita futura de exportação, superiores a três meses, não eram considerados para efeito de hedge. Sendo que a utilização desse mecanismo era restrita ao curto prazo.

Em março de 2009, como parte do processo de fusão entre as companhias Sadia e Perdigão a BRF Brasil Foods lança sua nova política de gestão de risco cambial, considerando a exposição projetada para os doze meses subsequentes, restrita aos limites de 50% da exposição cambial limitado a dois meses de geração líquida de caixa, de variação para um dia com 95% de confiança menor ou igual a 0,5% do menor valor de mercado para uma janela móvel de trinta dias e de valor resultante do *stress test* para posição de derivativos inferior a 25% do saldo dos recursos disponível, apurado diariamente pela Gerência de Risco.

Com a fusão das companhias Sadia e Perdigão, observou-se a manutenção dos princípios adotados pela Perdigão nas práticas de gestão de riscos e governança corporativa. A BRF Brasil Foods passou a ser negociada no novo mercado e para tanto a Sadia foi obrigada a se adequar às normas desse segmento. O quadro 3 apresenta o resumo das principais características das empresas Sadia e Perdigão no ano de 2008, permitindo uma visualização rápida de suas similaridades e de seus pontos de diferenciação.

⁸ *Capital Expenditure* – Dispendio para aquisição de imobilizado (bens de capital).

RESUMO DAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA SADIA E PERDIGÃO – Ano Base 2008			
ITEM	SADIA	PERDIGÃO	CONCLUSÃO
Estratégia de Mercado	<p>Mercado externo: ênfase nas <i>commodities</i>, busca por diversificação através de produtos industrializados. Mercado interno: produtos industrializados.</p> <p>Produção em escala e verticalização da cadeia produtiva; ampla e diversificada rede de distribuição; busca de equilíbrio entre as vendas no mercado externo e interno e entre as vendas dos diversos produtos.</p> <p>MERCADO INTERNO: Industrializados de Carne – 25,9%; Congelados de Carne Processada – 35,6%; Massas Congeladas – 49,4%; Pizzas Congeladas – 31,3%; Margarinas – 30,8%;</p> <p>MERCADO EXTERNO: (participação nas exportações); Suínos – 17,4%; Aves – 23,3%</p> <p>Receita Bruta – R\$ 12.191,1**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.585,1**.</p>	<p>Mercado externo: ênfase nas <i>commodities</i>, busca por diversificação através de produtos industrializados. Mercado interno: produtos industrializados.</p> <p>Produção em escala e verticalização da cadeia produtiva; ampla e diversificada rede de distribuição; busca de equilíbrio entre as vendas no mercado externo e interno e entre as vendas dos diversos produtos.</p> <p>MERCADO INTERNO: Industrializados de Carne – 25,2%; Congelados de Carne Processada – 35,8%; Massas Congeladas – 41,9%; Pizzas Congeladas – 36,4%; Margarinas – 16,1%; Látexes – 13,5%*;</p> <p>MERCADO EXTERNO: (participação nas exportações); Suínos – 21,6%; Aves – 21,9%</p> <p>Receita Bruta – R\$ 13.161,3**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.057,1**.</p>	<p>As companhias possuíam estratégias de mercado similares, sendo identificados alguns diferenciais. Enquanto a Sadia enfatizava a sua marca e a busca por inovação, a Perdigão enfatizava a sua eficiência operacional.</p> <p>Nos últimos anos a Companhia investiram na ampliação. Gradativamente a Perdigão estava ampliando seu <i>market share</i> e aproximando cada vez mais de sua concorrente direta a Sadia.</p>
Resultado Operacional	<p>Receita Bruta – R\$ 12.191,1**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.585,1**.</p>	<p>Receita Bruta – R\$ 13.161,3**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.057,1**.</p>	<p>O resultado apresentado considera a receita total da Perdigão, ao excluir o segmento lácteo em 2008 a receita da Perdigão era inferior a da Sadia.</p>
Resultado Operacional	<p>Receita Bruta – R\$ 12.191,1**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.585,1**.</p>	<p>Receita Bruta – R\$ 13.161,3**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.057,1**.</p>	<p>O resultado apresentado considera a receita total da Perdigão, sem o segmento lácteo a receita da Perdigão era inferior a da Sadia.</p>
Composição Acionária	<p>Old Participações S.A. – 10,4%; Sunflower Participações S.A. – 14,12%; Outros Acionistas – 52,44% (parte do acordo de acionistas); PREVI (BB) – 0,47%; Outros Acionistas – 22,57%. A Sadia era uma empresa de gestão familiar. Em março de 2008 as famílias Furlan e Fontana detinham 66,6% do capital da Sadia com direito a voto.</p>	<p>Investidores Institucionais – 49,73% Outros Acionistas – 50,27% Em maio de 2008, os Fundos de Pensão representavam 37,8% da participação acionária e compoendo acordo de votos para deliberação de assuntos relevantes. A Perdigão por sua vez controla acionário difuso e gestão profissional.</p>	<p>Enquanto a Sadia possuía uma estruturalmente centralizada a Perdigão apresentava uma estrutura mais dispersa, contudo, muito influenciada pelos fundos de pensão.</p>
Governança Corporativa	<p>Nível I da BM&F BOVESPA Característica marcante: melhoria das práticas de divulgação das informações; Dos onze membros do Conselho de Administração, quatro possuíam relação de parentesco.</p>	<p>Novo Mercado da BM&F BOVESPA Nível de maior exigência dentro dos níveis diferenciados da BM&F BOVESPA. Principal diferenciação: emissão apenas de ações ordinárias.</p>	<p>Como principal aspecto de diferenciação está a emissão apenas de ações ordinárias por parte da Perdigão.</p>

RESUMO DAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA SADIA E PERDIGÃO – Ano Base 2008			
ITEM	SADIA	PERDIGÃO	CONCLUSÃO
Gestão de Risco Cambial	O modelo de gestão de riscos da Sadia não foi apresentado com clareza nos documentos analisados. Fica claro que a Sadia obteve sucessos na definição dos riscos e identificação dos eventos, contudo os resultados negativos no período deixam claras as falhas de avaliação, resposta, controle e monitoramento.	Modelo de gestão de riscos bem definido e aplicado integralmente, envolvendo, definição, avaliação, monitoramento, mensuração, análise da exposição cambial e previsão de fluxos de caixa futuro, além do estabelecimento de limites claros e bem definidos para a utilização dos mecanismos de proteção.	Baseando-se nos resultados obtidos em 2008 é possível inferir que a política de gestão de risco cambial da Sadia apresentou falhas, enquanto a Perdigão foi capaz de manter o resultado positivo no período.
Estrutura Organizacional da Gestão de Riscos	Gerência de Riscos controlada pelo Comitê Financeiro e Investimentos, da Diretoria de Finanças, devendo seguir os parâmetros de limites e alçadas propostos pelo Comitê de Finanças e RI do Conselho de Administração.	Comitê de Riscos Financeiros, Diretoria Executiva e Conselho de Administração respondendo pelos diversos riscos dentro do limite de alçadas distintas.	A delimitação das responsabilidades na Perdigão está melhor definida dentro de cada nível hierárquico, enquanto na Sadia, antes da crise de 2008 existia uma sobreposição em seu organograma gerencial, considerando que, a diretoria financeira e a gerência de riscos se reportavam diretamente ao conselho de administração
Resultado Cambial	Com a utilização de operações alavancadas de target forward a Sadia incorreu em uma perda cambial de R\$ 3.147** em 2008 gerando um resultado líquido negativo de R\$ 2.512,3**	A posição conservadora da Perdigão fez com que a mesma conseguisse controlar as perdas referentes à apreciação do dólar no período, a utilização dos instrumentos financeiros como mecanismos de proteção alcançaram seu objetivo, e a Perdigão obteve um resultado líquido positivo de R\$ 54,4**	Em 2008 enquanto a Sadia apresentou prejuízo devido às operações alavancadas no mercado financeiro a Perdigão manteve com resultado positivo

*Único Segmento em que a Sadia não atuava

**Valor expresso em milhões

Quadro 3 – Resumo das Principais Características da Sadia e Perdigão 2008.

Fonte: Elaborado dos autores.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho comparou as decisões estratégicas de duas companhias similares que atuavam no mesmo segmento, portanto vulneráveis aos mesmos padrões de riscos. A análise das estratégias indicou pouca variação nos padrões de decisão das companhias quanto à sua estrutura operacional e comercial. Contudo alguns aspectos de diferenciação das empresas foram identificados; enquanto a Sadia buscava o constante desenvolvimento em marcas e inovação viabilizando a comercialização de seus produtos com um maior valor agregado, a Perdigão enfatizava sua eficiência operacional. Altamente competitiva, a Perdigão cresceu em média 25% ano, no período compreendido entre 2003 e 2008, ultrapassando a Sadia em faturamento no ano de 2008.

Apesar de possuir receita operacional bruta, volume de vendas e lucro líquido superiores à Perdigão nos anos que antecederam 2008, o valor de mercado da Sadia, a partir de novembro de 2007, passou a ser inferior ao da sua concorrente direta. Diversos fatores podem ter contribuído para que isto tenha ocorrido, dentre eles a percepção dos investidores quanto à estrutura de controle, o processo de gestão e a adoção de práticas de governança corporativa. A Sadia era uma empresa de gestão familiar. Em 2008 através, do acordo de acionistas, os membros das famílias Furlan e Fontana controlavam 66,6% do capital com direito a voto da companhia e, dos onze membros do Conselho de Administração, quatro possuíam relação de parentesco. Essa concentração amplia significativamente as probabilidades de expropriação da riqueza dos minoritários pelos acionistas controladores, uma vez que os controladores da Sadia, além de compor parcialmente o conselho de administração e diversos comitês, também exerciam forte influência sobre os demais gestores.

Ao ingressar no Novo Mercado em 2006, a Perdigão passou a ter um controle acionário difuso, contudo os fundos de pensão continuaram com grande capacidade de influenciar as decisões da companhia, considerando que através do acordo de acionistas eles detinham 37,8% da participação acionária no primeiro trimestre de 2008. A gestão tradicionalmente profissional desses fundos tende a minimizar os problemas de agência, no entanto permanecia a possibilidade de conflito ou divergência de interesses entre os membros do acordo de acionistas e demais investidores.

A exposição a risco cambial da Sadia era muito elevada, o que pode ter ocorrido em função de uma política agressiva da companhia ou de falha de controles internos, de divulgação da exposição, identificação e avaliação de riscos, organização da companhia, práticas de incentivos, dentre outras possibilidades. A esse respeito entende-se que por ser parte de uma estratégia

deliberada da companhia, informações relacionadas à exposição cambial deveriam ter sido apresentadas nos relatórios da empresa. Entretanto, a apresentação dos instrumentos de *hedge* salientava apenas sua função de mitigação de riscos referentes à exposição cambial dos ativos e passivos financeiros e operacionais da companhia, fato característico de companhias com forte vocação exportadora.

Com base nos modelos de referência de gestão de riscos e nas informações coletadas dos relatórios das companhias, é possível inferir que, enquanto a Perdigão buscava adotar um modelo de gestão de riscos alinhado ao que há de mais atual na literatura acerca do tema a Sadia apresentou falhas em diversos itens do modelo. A Companhia definiu os riscos a que estava exposta e identificou as possíveis causas e os cenários que poderiam levar às consequências identificadas, no entanto foi incapaz de manter seu nível de risco dentro dos limites estabelecidos, o que remete à conclusão de falhas no controle. Esse fato também comprometeu a resposta ao risco, a elaboração de relatórios confiáveis e o monitoramento do processo

Se a Sadia tivesse permanecido fiel ao propósito de proteção em situações desfavoráveis através do uso de derivativos financeiros, mesmo com a apreciação do Dólar ocorrida no segundo semestre de 2008, provavelmente seus resultados financeiros negativos tivessem sido absorvidos pelo resultado operacional positivo da companhia no período, como ocorreu com a Perdigão. No entanto, ao desconsiderar os princípios da gestão de riscos e optar por operações alavancadas de *target forward*, a companhia assumiu os riscos embutidos e incorreu nas perdas financeiras, comprometendo não apenas os resultados do período, como a própria saúde financeira e a existência da companhia. Outra grave consequência foi a perda de valor de mercado devido à incerteza gerada com relação ao futuro da companhia.

A proteção das atividades da Sadia expostas à variação cambial de longo prazo deveria ter sido baseada no gerenciamento de fluxo de caixa da Companhia, no entanto, no período que antecede suas perdas, a Sadia utilizou-se dos instrumentos financeiros, considerando um horizonte próximo à receita de dez meses de exportação. Indiferente aos motivos que geraram tal problema, a criação da BRF ensejou uma nova política para o câmbio. A lição foi aprendida às custas de uma elevada perda enfrentada pela Sadia. Após a fusão das companhias, a política financeira para o câmbio manteve-se próxima das diretrizes aplicadas anteriormente pela Perdigão, contudo com índices ainda mais conservadores.

O aumento do apetite ao risco por parte da Sadia pode ter sido consequência parcial do sistema de avaliação de desempenho e remuneração dos diretores, no entanto, com base nos documentos analisados, não foi possível identificar dados relevantes para suportarem tal afirmação.

Considerando que as práticas de governança corporativa são constituídas por diversos procedimentos característicos, torna-se fundamental não apenas analisar a presença dessas práticas, mas também verificar como sua aplicação nas organizações está sendo monitorada. O episódio revelou a necessidade de se reavaliarem as estratégias de gestão de risco e de governança corporativa. Se não houve nenhuma ilegalidade no caso Sadia, parece que as normas prudenciais para a gestão de recursos financeiros das S.A.s não foram suficientes para evitar situações como a apresentada neste estudo, o que enseja uma revisão de normativos. Se houve ilegalidade na gestão da Sadia, então a discussão deve focar os procedimentos de fiscalização e controle pelos órgãos responsáveis. Cabe então avaliar o papel da regulação e da autoregulação do mercado desenvolvidos pela CVM e pela BM&FBOVESPA, bem como o papel de fiscalização da CVM.

O caráter desafiador do tema, incluindo as dificuldades para acesso a informação e análise das complexas operações relacionadas a gestão de riscos sinaliza a necessidade de futuros trabalhos voltados ao exame das intrincadas relações entre estratégias corporativas, estrutura de governança e de gestão de riscos e ação dos órgãos de regulação.

REFERÊNCIAS

- Andrade, A.; Rossetti, J. P. (2004) Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas.
- AS/NZS 4360 (2004) Standards Australia and Standards New Zealand, RiskManagement, em Sydney, NSW management.
- Bettarello, F. C. (2008) Governança corporativa: Fundamentos jurídicos e regulamentação. São Paulo: Quartier Latin.
- BM&FBOVESPA (2008) Nível 1 Governança Corporativa. BM&FBOVESPA.
- _____. (2008) Nível 2 Governança Corporativa. BM&FBOVESPA.

- _____. (2008) Novo Mercado Governança Corporativa. BM&FBOVESPA.
- Brull, T. D. (2002) A Enron e Algumas Lições de Contabilidade. Business School, São Paulo.
- Coso (2004) Enterprise risk management: integrated framework. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
- Gitman, L. J. (2002) Princípios da administração financeira. 7 ed. São Paulo: Harbra.
- HM Treasury (2004). The Orange book management of risk. HM Treasury United Kingdom.
- ISO 31000 (2009) Gestão de Riscos – Princípios e Diretrizes. ISO – International Organization for Standardization.
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976) Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, v.3, p.305-360, oct.
- Lautenschleger Junior, N. (2005) Os Desafios Propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial: ensaio de uma reflexão crítica e comparada. São Paulo: Malheiros.
- O'Brien, J., David, P., Yoshikawa, T. e Delios, A. (no prelo) How capital structure influences diversification performance? A transaction cost perspective. Strategic Management Journal.
- Okimura, R. T. (2003) Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração) - FEA, USP. São Paulo.
- Perdigão. Informações trimestrais 31/mar2007. Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR%20310307.pdf>>. Acesso em: 11/11/2009.
- _____. Informações trimestrais Perdigão. 30 jun. 2007. Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR%20300607.pdf>> Acesso em: 11/11/2009.
- _____. Informações trimestrais Perdigão. 30 set. 2007. Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR%20300907.pdf>> Acesso em: 11/11/2009.
- _____. Informações trimestrais Perdigão. 31 mar. 2008. Disponível em: <http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR_1T08.pdf> Acesso em: 11/11/2009.
- _____. Relatório anual. 2007. Disponível em: <http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/RA_2007.pdf> Acesso em: 23/2/2009.
- _____. Relatório anual de sustentabilidade. 2008. Disponível em: <http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/Relatorio_Anual_2008.pdf> Acesso em: 4/6/2009.
- _____. Relatório 20-F. 2007. Disponível em:

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1122491/000110465908042776/a08-17268_120f.htm> Acesso em: 11/11/2009.

_____. Relatório 20-F. 2008. Disponível em: <<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1122491/000095012309019157/y77990e20vf.htm>>. Acesso em: 11/11/2009.

Porter, Michael E. (1999) *Competição = On competition: estratégias competitivas essenciais*. Tradução de Afonso Celso Cunha Serra, Rio de Janeiro: Campus.

Ruefli, T. W., Cplins, J. M. and Lacugna, J. R. (1999), Risk measures in strategic management research: auld lang syne? *Strategic Management Journal*, 20: p. 167-194

Sadia. Informações trimestrais Sadia. 31 mar. 2007. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884083.WTL&codcvm=018848&language=ptb> Acesso em: 11/11/2009.

_____. Informações trimestrais Sadia. 30 jun. 2007. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884076.WTL&codcvm=018848&language=ptb> Acesso em: 11/11/2009.

_____. Informações trimestrais Sadia. 30 set. 2007. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884079.WTL&codcvm=018848&language=ptb> Acesso em: 11/11/2009.

_____. Informações trimestrais Sadia. 31 mar. 2008. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884083.WTL&codcvm=018848&language=ptb> Acesso em: 11/11/2009.

_____. Informações trimestrais Sadia. 30 jun. 2008. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884086.WTL&codcvm=018848&language=ptb>. Acesso em: 11/11/2009.

_____. Informações trimestrais Sadia. 30 set. 2008. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884089.WTL&codcvm=018848&language=ptb>. Acesso em: 11/11/2009.

_____. Relatório anual. 2007. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/ptb/1109/SADIA_ra2007_Port.pdf> Acesso em: 23/2/2009.

_____. Relatório anual. 2008. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/ptb/1632/sadia_ra2008.pdf>. Acesso em: 4/6/2009.

_____. Relatório 20-F. 2007. Disponível em:

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1130968/000110465908042818/a08-17362_120f.htm>. Acesso em: 11/11/2009.

_____. Relatório 20-F. 2008. Disponível em: <<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1130968/000104746909006585/a2193604z20-f.htm>>. Acesso em: 22/1/2010.

Silveira (2006) Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das companhias no Brasil. São Paulo: Saint Paul.

Recebido: 02/09/2013

Aprovado: 29/10/2013