

**ESCOLA SUPERIOR ABERTA DO BRASIL - ESAB  
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO LATO SENSU EM  
GESTÃO CONTÁBIL E FINANCEIRA**

**ANDERSON LUIZ FILIUS**

**ALAVANCAGEM FINANCEIRA COM DERIVATIVOS  
O CASO SADIA S/A**

**VILA VELHA - ES  
2010**

**ANDERSON LUIZ FILIUS**

**ALAVANCAGEM FINANCEIRA COM DERIVATIVOS  
O CASO SADIA S/A**

Trabalho Monográfico apresentado à Escola Superior Aberta do Brasil – ESAB em cumprimento ao programa de conclusão de curso de Pós-Graduação Latu Sensu em gestão Contábil e Financeira, sob a orientação da Prof.<sup>a</sup> Beatriz Christo Gobbi.

**VILA VELHA - ES**

**2010**

**ANDERSON LUIZ FILIUS**

**ALAVANCAGEM FINANCEIRA COM DERIVATIVOS  
O CASO SADIA S/A**

Aprovada em .....de.....de 20....

---

---

---

**VILA VELHA - ES**

**2010**

*Dedico este trabalho com  
todo carinho aos meus pais,  
professores e em especial a minha  
esposa querida.*

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, por nos dar luz, força, saúde e paz todos os dias.

Ao corpo docente da ESAB.

Aos meus pais, pelo apoio em todos os sentidos porque sem eles não poderia concluir mais esta etapa da minha jornada.

A minha esposa querida que me acompanhou e me apoiou durante todo o curso e por dar brilho e alegria a minha vida.

A todos que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste trabalho.

*“Aplica o teu coração à instrução e os teus  
ouvidos às palavras do conhecimento.”*

Provérbios 23.12

## RESUMO

A estrutura de capital das empresas tem sido focada por um sem-número de estudos teóricos e empíricos. Temas anteriormente estudados e fatos ocorridos no passado voltam a tona e novamente se repetem: é a dinâmica do mercado, que faz com que erros e acertos antes ocorridos tornem a se repetir. A ingerência e a falta de acuidade no trato da governança corporativa somado a ambição cada vez maior por parte das grandes empresas e seus administradores fazem com que catástrofes financeiras permeiem os noticiários. É neste contexto que iremos estudar um caso de grande repercussão nacional e internacional que tomou as manchetes dos principais jornais em setembro de 2008 e que abalou a estrutura financeira e a imagem de uma das maiores e mais tradicionais do Brasil. Com 65 anos de história a Sadia S/a se viu vítima de seus próprios administradores. A desastrosa aventura no sedutor mercado de derivativos cambiais custou muito caro para a empresa e acabou sendo fator decisivo na fusão com a tradicional concorrente Perdigão, e ainda se ter que se contentar com apenas 32% de participação na nova gigante gerada pela fusão: a Brasil Foods. Este é o mercado de derivativos que se usados com cautela e conhecimento podem ser extremamente úteis e inclusive alavancar as finanças da empresa, mas que se usados inadvertidamente podem custar muito caro para a empresa pondo até mesmo sua sobrevivência em risco, como dantes ocorrido com grandes empresas. Veremos neste trabalho o que são os derivativos, suas modalidades sua utilização pela empresa e as complicações e benefícios que podem trazer.

## LISTA DE SIGLAS

BBF	Bolsa Brasileira de Futuros
BC	Banco Central
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BRF	Brasil <i>Foods</i>
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CDI	Certificado de Depósito Interfinanceiro
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
FGV	Fundação Getulio Vargas
IPO	Oferta Pública Inicial
PIB	Produto Interno Bruto

## **LISTA DE QUADROS**

QUADRO 1 – MAIORES EXPORTADORAS DE BENS DE CONSUMO.....	36
QUADRO 2 – MAIORES PREJUÍZOS.....	40

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>1 PROBLEMA</b> .....	<b>12</b>
<b>2 HIPÓTESES</b> .....	<b>13</b>
<b>3 OBJETIVOS</b> .....	<b>14</b>
3.1 OBJETIVO GERAL .....	14
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	14
<b>4 JUSTIFICATIVA</b> .....	<b>15</b>
<b>5 REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	<b>18</b>
5.1 CONTRATOS FUTUROS.....	18
5.2 DERIVATIVOS.....	19
<b>5.2.1 Entidades</b> .....	<b>21</b>
5.2.1.1 Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F.....	21
5.2.1.2 Câmara de Compensação ( <i>Clearing House</i> ).....	24
5.2.1.3 <i>Market Makers</i> .....	25
<b>5.2.2 Agentes</b> .....	<b>25</b>
<b>5.2.3 Agentes Nocivos</b> .....	<b>26</b>
5.3 A CRISE.....	28
5.4 A SADIA.....	33
5.5 A SADIA E OS DERIVATIVOS.....	39
5.6 A FUSÃO.....	41
<b>6.METODOLOGIA</b> .....	<b>44</b>
6.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	44
<b>7 CONCLUSÃO</b> .....	<b>46</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>49</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>51</b>

## INTRODUÇÃO

Atualmente vivemos em uma sociedade altamente capitalista onde a luta por espaço em um mercado cada cada vez mais competitivo é cada vez mais acirrada. Conquistar novos mercados é muito difícil e o que pode ser feito é atrair o cliente fazendo com que ele deixe a concorrência: é o livre capitalismo, é o livre mercado. Para tanto, é necessário o crescimento, o investimento, a expansão, pois a empresa que não pensa em expandir pode estar perdendo seus clientes um a um para a concorrência. Por isso as grandes corporações e multinacionais investem tanto em seus CEOs, para que trassem as melhores estratégias de crescimento, aumentem as vendas e as margens de lucros e que principalmente dêem aos seus acionistas o maior retorno possível.

Porém para crescer são necessários investimentos e para investir são necessários recursos. Recursos podem vir de diversas formas: financiamentos, empréstimos, capital próprio, IPOS ou novo lançamento de ações no mercado, ou mesmo se utilizando de instrumentos financeiros na compra ou venda de mercadorias, incrementando as receitas e diminuindo os custos.

Neste contexto os derivativos podem ser um excelente aliado na alavancagem financeira das empresas. Porém se não usados com amplo conhecimento e respeitando um certo limite do risco que se pretende correr, pode se tornar uma grande armadilha. Não é de hoje que são noticiadas e documentadas perdas milionárias e até bilionárias como o caso do Banco Barings e da Sumitomo Corporation, empresa do ramo de cobre. Casos fatídicos como estes continuam e continuarão se repetindo, pois a ganância é encoberta por um ganho obtido em um primeiro momento e a falta de governança e um maior controle interno faz com que este recurso financeiro tão dinâmico e útil se torne tão nocivo.

O caso da tradicional empresa de alimentos Sadia é mais um que vem engordar a lista das empresas que obtiveram prejuízos milionários através do mal uso dos derivativos. A falta de proteção adequada, o alto grau de alavancagem somado ao que se diz ser a maior crise financeira desde a crise de 1929, fez a sólida empresa brasileira estampar os noticiários econômicos nacionais e internacionais. O uso desmedido de derivativos cambiais fez com que a empresa registrasse pela primeira vez na sua história prejuízo contábil e se isso não bastasse, também ditou os rumos na administração da que acabou se tornando necessária fusão com a

concorrente Perdigão. A Sadia detentora de uma das marcas mais valiosas do Brasil e que por três vezes tentou adquirir a concorrente Perdigão, acabou inevitavelmente que se unir à concorrente e ainda ter que se contentar com apenas um terço de participação na nova gigante que surge: a Brasil Foods.

Tudo isso graças ao mal uso de um instrumento financeiro que deveria incrementar as finanças das empresas e principalmente proteger as transações comerciais contra as oscilações econômicas a que todos estamos sujeitos.

Este estudo irá apresentar as características deste instrumento financeiro, suas variedades e dinâmica, contextualizar a crise financeira com caso da empresa alimentícia e analisar as razões e consequências do caso.

## **1 PROBLEMA E DELIMITAÇÃO DO ESTUDO**

Os derivativos cambiais são sobretudo instrumentos financeiros utilizados em transações comerciais para a proteção contra as oscilações do mercado financeiro global. Porventura viu-se nesse mercado uma maneira de se obter lucros com os altos e baixos da moeda, em especial do dólar. Porém se não for usado com conhecimento e moderação este instrumento financeiro pode se tornar muito perigoso. Neste estudo vamos analisar este instrumento financeiro e tentar entender por que uma empresa sólida como a Sadia, obteve imenso prejuízo através da alavancagem financeira no mercado de derivativos?

## **2 HIPÓTESES**

Hipótese 1 – A falta de conhecimento em instrumentos financeiros como derivativos foi determinante no desastroso incidente ocorrido com a empresa, foi determinante para as enormes perdas contabilizadas e outras mais decorrentes do fato;

Hipótese 2 – A crise financeira iniciada no segundo semestre de 2008 e que tomou enormes proporções foi o que causou a queda do dólar e conseqüentemente as perdas financeiras com os derivativos;

Hipótese 3 – A alta administração da empresa sabia dos altos negócios envolvendo derivativos e permitia o uso desmedido deste arriscado instrumento;

### **3 OBJETIVOS**

#### **3.1 OBJETIVOS GERAIS**

Analisar o caso Sadia e o que levou as enormes perdas financeiras decorrente do uso de derivativos cambiais.

#### **3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

- Entender alguns instrumentos financeiros como os derivativos, sua variância, aplicação e consequências;
- Analisar a crise financeira e contextualizá-la frente ao caso;
- Identificar o histórico da empresa Sadia e sua posterior fusão com a concorrente, analisando a relação com as perdas obtidas;
- Identificar se houve responsabilidades pessoais no caso ou consentimento da alta administração no uso da alavancagem através de derivativos;

## 4 JUSTIFICATIVA

As mudanças no cenário financeiro ocorrem cada vez de maneira mais rápida e imprevisível e é esta mesma inovação que direciona o sistema financeiro internacional no sentido de seu objetivo de maior eficiência econômica. Em particular, as inovações envolvendo títulos derivativos podem melhorar a eficiência ao aumentar as oportunidades de divisão de riscos, diminuir os custos de transação, e reduzir os custos de informação e agenciamento. Alguns vêem o enorme crescimento do uso de derivativos nos últimos cinco anos como um modismo apenas. Entretanto uma explicação mais provável são as enormes economias de custos de transação, que, para algumas instituições, podem chegar a um décimo ou um vigésimo do custo, ao usar os títulos e ativos no mercado à vista. Estes custos serão reduzidos ainda mais pelo aperfeiçoamento da tecnologia e pelo aumento da extensão e experiência na aplicação de derivativos à medida que tanto os usuários quanto os fornecedores de derivativos avançam na curva de aprendizagem. Com tal perspectiva de redução de custos, os derivativos são parte permanente do sistema financeiro global.

Essa aprendizagem só se dá à medida que novas literaturas vão surgindo, novos cursos vão sendo lançados e também à medida que cresce o interesse pelo tema. Embora o interesse possa ocorrer em um primeiro momento apenas pela curiosidade ou dúvidas geradas após um caso de grande repercussão, como foi o caso envolvendo a empresa Sadia, não se pode negar casos como este tem sua contribuição para a literatura pois enriquecem a gama de eventos relatados sejam eles de sucesso ou de fracasso.

Torna-se evidente a necessidade de maior entendimento do gerenciamento de risco de usuários, produtores e fornecedores de derivativos. Mais ainda, aumentos de eficiência nos produtos derivativos não podem ser realizados com eficiência sem mudanças paralelas na infra-estrutura financeira, ou seja, nas interfaces institucionais entre intermediários e mercados financeiros práticas regulatórias, organização comercial, liquidação, instalações de apoio e sistemas de informações gerenciais. Os gerentes, administradores, governantes e analistas financeiros tem de se adaptar as mudanças de um mercado financeiro altamente

dinâmico que em contrapartida nada mais é do que consequência dos próprios agentes financeiros.

Em particular, no caso dos derivativos, a engenharia financeira ajudou a conectar sistemas financeiros nacionais individuais em um sistema global de transferências de riscos e de capital. Esses eficientes adaptadores permitem que tanto as corporações quando os países tenham acesso a mercado financeiros globais para financiar-se ao proporcionar uma transação suave entre moedas através de regulamentos, leis tributárias e práticas institucionais muitas vezes diferentes nesses sistemas nacionais.

Portanto é inegável a importância de se buscar o conhecimento destas leis e regulamentos para que se possa extrair de um mecanismo financeiro tudo o que ele pode oferecer em termos de ganho financeiro ou mesmo minimizar os riscos em suas operações.

Lopes e Lima (2003, p.7) afirmam que:

O volume e a complexidade das operações com derivativos devem aumentar consideravelmente nos próximos anos. Esse aumento advém, basicamente, das possibilidades de utilização de derivativos com finalidades mais sofisticadas para a melhora do retorno das carteiras de investimentos e, também, para a proteção contra riscos ainda não contemplados no mercado financeiro tradicional. Dessa forma, a tendência natural é de aumento nas necessidades de controle destas operações.

No Brasil, vemos que a legislação contábil se altera praticamente todos os anos, embora a passos lentos, mas buscando sempre se adaptar as práticas internacionais e as novas e necessárias tecnologias que surgem a todo instante. A evidenciação ganha importância fundamental na medida em que a complexidade dos instrumentos aumenta com uma velocidade significativamente maior do que a capacidade de regulamentação das autoridades responsáveis. Não podemos esquecer que a pesquisa acadêmica avançada principalmente quantitativa, é realizada de maneira intensa nas melhores universidades do mundo, fornecendo sempre novos modelos e técnicas para precificação e estruturação dessas operações.

Assim, a pesquisa acadêmica para contabilização e controle dessas operações também precisa ser incentivada para que o desenvolvimento das pesquisas financeira não evolua tão rapidamente que o controle contábil das operações com derivativos se torne inviável devido à obsolescência do modelo contábil em utilização.

A importância deste estudo se dá justamente por isso, é através do conhecimento que se pode tirar um maior proveito das operações financeiras em especial dos derivativos, sem deixar de cumprir com as normas e com a legislação vigente.

## 5 REVISÃO DE LITERATURA

### 5.1 CONTRATOS FUTUROS

Considera-se como contrato futuro qualquer modalidade financeira que não seja à vista e cuja resolução fique pendente durante um certo período. A escritora Chew (1999, p.6) assim define contrato futuro:

É um contrato que permite ao seu comprador a definição, na data atual, do preço futuro de um ativo, seja ele uma taxa de câmbio, uma taxa de juros, um bem ou uma *commodity*. Na data definida no contrato, o comprador tem que pagar o preço preestabelecido, mesmo que as condições no mercado à vista sejam mais favoráveis; da mesma forma, o vendedor do contrato a termo tem que transferir o ativo pelo preço acordado, independente do preço no mercado à vista. Estes contratos são transacionados em Bolsa e seguem um padrão onde qualquer pessoa que faça um contrato futuro tenha que fazer um pagamento inicial, e frequentemente pagamentos complementares.

Os contratos futuros introduzem uma padronização de preço, qualidade do produto, local e data de entrega tamanho e volume negociados, aumentando consideravelmente a liquidez destes contratos, por permitir, cada vez mais, a transferências de riscos com a maior presença dos especuladores. Os contratos futuros são, portanto, padronizados em relação às características intrínsecas do ativo negociado, quantidade, procedimento de entrega, meses de vencimento, cotação dos preços limites de oscilação diária de preços e limites de posição diárias. Alguns limites foram estabelecidos para garantir a segurança do mercado contra grande especulações por parte dos agentes do mercado.

Segundo Lopes e Lima (2003, p.10):

[...] o surgimento desses mercados está relacionado com problemas advindos da sazonalidade dos produtos agrícolas, cujas colheitas se concentravam em um período do ano, enquanto os industriais e demais consumidores necessitavam de tais produtos durante todo o ano. As operações desses mercados eram organizadas em um lugar específico hoje conhecido como Bolsa de Mercadorias.

A utilização da palavra Bolsa, no sentido financeiro, advem provavelmente da cidade de Bugres, na Bélgica, onde se realizavam assembléias de comerciantes na casa de um senhor chamado Van Der Burse, em cuja fachada havia um escudo com três bolsas.

No século XVII, a Holanda viveu o primeiro surto especulativo com futuros de que se tem notícias. Esse problema ocorreu com a compra e venda futura de tulipas

no inverno, as quais seriam entregues na primavera. Houve intervenção governamental quando o objeto da negociação deixou de ser a tulipa e passou a ser um papel negociável com data teórica de entrega, um título, o que assustou as autoridades públicas locais.

As primeiras Bolsas organizadas para entrega futura surgiram no Japão, no século XVIII, e, por volta de 1730, a bolsa de arroz de Osaka começava a negociar *forward contracts*, que era contratos para entrega futura. Em 1780, na Inglaterra, começaram a ser negociados contratos conhecidos como *to arrive* ou a ser entregues. Os atuais contratos futuros são evoluções dos contratos *to arrive* ingleses, com a presença do especulador que assume o risco da outra parte envolvida na operação.

No Brasil, a primeira Bolsa de *commodities* agrícolas surgiu em 1917, era chamada Bolsa de Mercadorias de São Paulo e não negociava contratos futuros. Em 1983, foi constituída a Bolsa Brasileira de Futuros - BBF, com sede no Rio de Janeiro. Em 1986, começou a operar em São Paulo a Bolsa Mercantil & de futuros - BM&F, que em 1991 se uniu à Bolsa de Mercadorias de São Paulo, dando origem à Bolsa de Mercadorias & Futuros.

## 5.2 DERIVATIVOS

A palavra derivativo é utilizada para designar um ativo derivado do preço de outro ativo, tido como um ativo de referência. Ou seja, um contrato derivativo não apresenta valor próprio, deriva-se sempre do valor de um bem básico (*commodities*, ações, etc.).

Assim, podemos conceituar derivativo como um contrato ou título cujo valor de mercado e características de negociação estão vinculados ao preço de outro contrato ou título.

Os derivativos oferecem às empresas a chance de reduzir seus riscos financeiro – transferindo esses riscos a alguém, normalmente um banco, disposto a assumi-los e gerenciá-los. Dessa forma, mais e mais empresas estão utilizando derivativos como hedging, ou seja para diminuir seus riscos financeiros.

As empresas que utilizam derivativos crescem muito porque passam a visualizar esses instrumentos financeiros não meramente como produtos, mas sim como ferramentas que transformam os riscos em ganhos da melhor forma possível.

Hoje, estas empresas usam derivativos e operações estruturadas de derivativos para:

\* Melhorar a taxa de Rentabilidade: através das diversas formas de transformações de riscos em ganhos. Por exemplo, pela simples extensão de vencimentos ou pelo uso de opção de compra e venda, ou pela eliminação ou aumento do fluxo de caixa de juros é possível melhorar essa taxa. A taxa de rentabilidade consiste na relação entre o valor presente líquido, determinado a partir da taxa de atratividade e o valor presente dos desembolsos de capital”.

\* Minimizar ou proteger específicos riscos que existem em seus portfólios: podem usar derivativos de moedas estrangeiras para proteger uma moeda local de um portfólio de papéis de moedas estrangeiras. Um outro exemplo é o uso de taxas fixas para proteger um portfólio indexada a uma taxa flutuante. Em ambos os exemplos acima, o risco não foi eliminado totalmente, mas apenas transformado.

\* Alavancagem de um risco de mercado específico: empresas podem obter visões precisas na mudança da forma da curva de rentabilidade ou nos movimentos das taxas estrangeiras. Além disso, derivativos são instrumentos que, para usuários experientes, são ferramentas que permitem a alavancagem de suas carteiras minimizando os riscos possíveis.

\* Criação de novas oportunidades no mercado: Investidores de renda fixas podem diversificar suas carteiras ao incluírem, por exemplo, índices de bolsas ou *commodities*. Derivativos podem também, possibilitar novas dimensões para os tradicionais riscos de mercado uma vez que incorrem riscos de volatilidade e correlação de mercado.

Para Silva Neto (2002, p.20) não há unanimidade sobre quando esses instrumentos financeiros surgiram:

Alguns autores consideram que surgiram na China antiga, com a negociação de *commodities* básicas, outros registram seu surgimento na Idade Média, com a especialização do comércio e, finalmente, outros autores consideram que surgiram na Europa, no início da década de 70, com o aparecimento dos swaps, em resposta a uma necessidade de proteção contra o risco de oscilação de moedas. Nos Estados Unidos, a mais antiga bolsa de *commodities* do mundo, a Chicago *Board of Trade*, iniciou a negociação de derivativos no final do século XIX e início do século XX.

Como podemos notar, os derivativos são instrumentos que acompanham a história da comercialização de bens há muito tempo, surgindo, em sua origem, como

um instrumento eminentemente facilitador das trocas e comercialização; visto já nessa época como capaz de diminuir ou diversificar o risco de preços.

Devido à mudança constante por que o mundo passa, esse instrumento ganhou notoriedade e força. Ele é largamente utilizado pelas empresas para gerenciar riscos de preços de mercadorias, matérias-primas e principalmente, taxas de câmbio e de juros.

### **5.2.1 Entidades**

São três as entidades que atuam no mercado de derivativos: a BM&F, a Câmara de Compensação e os *Market Makers*.

#### **5.2.1.1 Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F**

A BM&F é o mercado formalmente estabelecido para se negociar os diversos instrumentos futuros no Brasil. Como as demais bolsas de valores, a BM&F cumpre as funções básicas de:

- oferecer facilidades para a realização dos diversos negócios e controle das operações;
- permitir a livre formação dos preços, das garantias às operações realizadas;
- oferecer mecanismos de custódia e liquidação dos negócios.

Para ser negociada em Bolsa como um contrato futuro, uma mercadoria precisa ter certas características fundamentais como:

- possuir um mercado físico forte;
- não estar sob controle governamental;
- possuir oferta e procura incertas de modo que seu preço varie em função do mercado livremente;
- ser imperecível a curto prazo, de modo que a mercadoria apresente condições para entrega num prazo razoável no futuro;
- possuir um mercado com grande número de participantes, impossibilitando uma caracterização oligopolista;

- caracterizar-se como matéria-prima ou, no máximo, produto semi processado, pois a mercadoria manufaturada pode ficar sujeita a uns poucos fabricantes;
- ser passível de ser classificada e especificada com pequenas variações, permitindo a padronização da *commodity*.

Na BM&F são negociados os seguintes tipos de contratos:

- **Futuro**

Tipo de contrato no qual as partes obrigam-se a negociar (comprar ou vender) determinado ativo em uma data futura, a um preço preestabelecido. Variações no preço ajustado em relação a determinado valor de referência são cobradas ou pagas pelos compradores e vendedores diariamente.

Assim, as mercadorias negociadas nos mercados futuros podem ser agrupadas em três grandes grupos, chamados de mercado primário, secundário e terciário das Bolsas:

- Agropecuários – destacam-se: algodão, trigo, café, açúcar, cacau, milho, soja e derivados, suco de laranja, centeio, porco e subprodutos, boi gordo, frango congelado, ovos, etc.
- Metais – destacam-se: ouro, prata, paládio, platina, cobre, alumínio, etc.
- Instrumentos Financeiros – destacando-se moedas estrangeiras, taxas de juros e índices de ações.

- **Opções**

O detentor de uma opção tem o direito – adquirido pelo pagamento de um prêmio – de comprar ou vender determinado ativo, em certa data futura, a um preço pré acertado. Esse direito é exercido caso as condições econômicas sejam atraentes para o titular da opção; em caso contrário, o direito não é exercido perdendo o prêmio pago.

Para Lopes e Lima (2003, p.14) os contratos de opções são:

[...] modalidades mais recentes de operação nos mercados financeiros, sendo negociados a bem menos tempo que os contratos futuros. Existem dois tipos básicos de contratos de opções: calls (opções de compra) e puts (opções de venda). O detentor de uma opção de compra (call) tem o direito

de comprar um determinado ativo em uma certa data por um determinado preço. O detentor de uma opção de venda tem o direito de vender um dado ativo em uma certa data por um determinado valor.

Para ter esse direito de compra ou venda o interessado deve pagar um determinado valor, chamado de prêmio, para a outra parte envolvida no negócio, que é conhecida como lançador da opção.

Os contratos de opções apresentam uma diferença básica em relação aos contratos futuros, ou seja, nos contratos de opções o detentor da opção (titular da opção) tem o direito, mas não obrigação, de comprar ou vender o ativo objeto, como ocorre nos contratos futuros.

O preço do contrato, que é o valor futuro pelo bem o qual será negociado, é conhecido como preço de exercício (*strik price ou exercise price*) e a data em que a posição será exercida é conhecida como data do vencimento (*expiration date, exercite date ou maturity*).

Os investimentos em opções oferecem diversas vantagens e podem ser utilizados como uma estratégia de proteção. Suas principais vantagens são:

- Alto potencial de rentabilidade;
- Ótima ferramenta de proteção das oscilações de preços;
- Possibilidade de operar em mercados de alta ou baixa;
- Diversas estratégias de operação;
- Possibilita realizar hedge (proteção) das operações;
- Alavancagem dos seus investimentos.

Os principais produtos e instrumentos financeiros negociados como opções são: taxas de juros, taxas de câmbio, produtos agropecuários, índice Bovespa, ouro.

- **Swaps**

São contratos que prevêm a troca de obrigações de pagamentos periódicos, indexados a determinado índice de reajuste, por outras obrigações com diferentes índices de reajuste. Por exemplo, a operação de *swap* permite transformar uma dívida pós-fixada em prefixada, um ativo de renda variável em renda fixa, e assim por diante.

A palavra *swap* significa, “[...] troca e é uma estratégia financeira em que dois agentes concordam em trocar fluxos futuros de fundos de uma maneira

preestabelecida” (CASTELLANO, 2008, p. 47). Esse tipo de contrato surgiu da necessidade de proteção ao risco que muitas empresas possuíam em meados da década de 70, devido às suas atividades comerciais internacionais, muito afetadas pelas enormes variações das taxas de câmbio no período.

Um dos *swap* mais utilizados nesse período era o de taxas de câmbio onde as partes trocavam o principal mais os juros em uma moeda pelo principal mais os juros em outra moeda. Esse tipo de contrato trava o custo dos recursos pela eliminação dos riscos tanto para o principal como para os juros, sem importar qual seja a flutuação do câmbio nos mercados futuros. Na prática, ocorre quase que uma conversão de ativos e passivos de uma moeda para outra moeda. A partir dessas trocas iniciais de moedas, o *swap* passou a ser utilizado para trocas de taxas de juros e até de mercadorias, sem que haja entrega efetiva, zerando-se as diferenças de valor.

Segundo Castellano (2008, p. 48), quanto ao tipo de *swap*:

Um dos tipos mais comuns de *swap* é aquele originado da necessidade que algumas empresas possuem de trocar seus empréstimos de taxas fixas para taxas flutuantes e vice-versa, por causa de vantagens que essas empresas possuem nesses mercados. Dessa forma, uma empresa X concorda em pagar a Y fluxos de caixa indexados a juros prefixados sobre um principal por certo período; em troca Y concorda em pagar a X uma taxa flutuante sobre o mesmo principal pelo mesmo período de tempo.

No *swap*, o principal não é pago, pois constitui somente um valor base para cálculo dos juros, sendo a liquidação financeira feita por diferença, mediante verificação de quem tem mais a pagar do que receber.

O *swap* pode ser visualizado como um contrato a termo, sendo que a BM&F denomina seus contratos de *swap* como contratos a termo de CDI e de dólar. Isso ocorre porque pode-se decompor o relacionamento dos agentes envolvidos em dois contratos a termo com as características especificadas. Os *swaps* não são negociados nos pregões da Bolsa, sendo apenas registrados em seu sistema eletrônico.

#### 5.2.1.2 Câmara de Compensação (*Clearing House*)

Uma das condições para o perfeito funcionamento do mercado de derivativos é a crença de seus participantes de que os ganhos serão recebidos no prazo e nas condições estabelecidas. Isso é proporcionado mediante um sistema de

compensação de ganhos e perdas, que chama a si a responsabilidade pela liquidação dos negócios e gerencia o risco das posições de todos os participantes do sistema.

As receitas da *clearing* provêm das taxas que ela cobra pela compensação e liquidação de contratos. Porém, tais receitas são insuficientes para que a clearing garanta o fiel cumprimento dos contratos. Por isso, ela requer de todos os seus integrantes (corretoras, bancos, etc), depósitos de margem e outras garantias.

### 5.2.1.3 *Market Makers*

São instituições altamente especializadas em determinadas ações, ou em determinados ativos, que se comprometem a fazer propostas de compra e de venda do ativo aos demais participantes do mercado, em um volume mínimo previamente estabelecido.

*Market Makers*, “[...] normalmente são bancos ou corretoras que operam sempre em determinado mercado, carregando posições próprias, investindo seu próprio capital, e por isso se especializaram em determinados produtos e papéis” (SILVA NETO, 2002, p.30).

### 5.2.2 Agentes

É importante destacar que para que estas operações ocorram de maneira organizada, faz-se necessária a atuação de diversos profissionais altamente especializados. De maneira geral, os agentes dos mercados derivativos são os corretores, os *hedgers*, os especuladores, os arbitadores e operadores de tesouraria.

- Corretor

É aquele que, na prática, representa o cliente e atua em seu nome na bolsa. A corretora executa as ordens do cliente, efetua o controle da conta do cliente junto à Bolsa e à *clearing house*, ou seja, mantém registro das posições de cada cliente, coleta as garantias exigidas, recebe e paga perdas ou ganhos incorridos, controla as ordens executadas, liquida as operações e assessora o cliente em suas decisões.

- *Hedger*

O *hedger* é um agente que atua no mercado buscando proteção diante dos riscos de flutuações dos diversos ativos (ações, moedas, *commodities*, etc) e das taxas de juros. O *hedger* toma nos mercados futuros uma posição contrária àquela assumida no mercado à vista, minimizando o risco da perda financeira diante de uma eventual variação nos preços do mercado futuro.

- Especulador

Esse participante é o responsável pela liquidez nos diversos mercados em que decide operar, adquirindo o risco do *hedger*, motivado pela possibilidade de ganhos financeiros. Tem uma participação importante no mercado, chamando para si todo o risco da variação de preços. Pode ser pessoas físicas ou jurídicas.

- Arbitrador

É o participante que procura tirar vantagens financeiras quando percebe que os preços em dois ou mais mercados apresentam-se distorcidos. Serve, portanto, como elemento regulador do mercado. O arbitrador colabora para uma eficiente formação do preço futuro, condição fundamental para o funcionamento do mercado.

- Operadores de Tesouraria

São os responsáveis pelas operações de tesouraria. Têm a função de administrar o fluxo de caixa das instituições, buscando captar recursos a taxas baixas e aplicá-los a taxas altas, e, ainda, compatibilizar os prazos de captação com os de aplicação. Essas operações consistem na captação ou aplicação de recursos que, provavelmente (no caso de taxas pós-fixadas) ou certamente (na hipótese de taxas pré-fixadas), terão determinado custo ou rendimento. É possível implementar diversas operações de tesouraria por meio dos mercados derivativos.

### 5.2.3 Agentes Nocivos

São considerados nocivos porque, quaisquer benefícios que possa advir dos recursos por eles movimentados, são sempre incomparavelmente menores do que os malefícios que causam diretamente aos participantes dos mercados e, indiretamente, à sociedade.

- **Manipuladores**  
Alteram artificialmente o preço de um ativo com o objetivo de auferir lucro com a variação de preço.
- *Insiders Trading*  
São os participantes que dispõem de informações privilegiadas ( inside information) e que operam nos ativos-objetos ou nos mercados derivativos, antes que a informação se torne pública.
- **Maus Especuladores**  
São aqueles que assumem posições demasiadamente arriscadas comparativamente aos seus patrimônios ou que, mesmo tendo patrimônios elevados, operam grandes volumes sistematicamente.
- **Fabricantes de Resultados**  
São os que utilizam os mercados derivaivos para gerar lucros ou prejuízos de forma artificial. Essas operações são motivadas pelo fato de haver participantes interessados em haver participantes interessados em auferir lucros.
- *Front Runners*  
São os participantes que compram antecipadamente ativos ou derivativos e os rendem para outros participantes, inclusive para as entidades que têm propriedade coletiva (difusa), que aceitam comprá-los a preços maiores e artificiais (previamente combinados).
- **Dribladores de Normas**  
São aqueles que se utilizam dos mercados derivativos para driblar normas, ou seja, para conseguir, em essência, o que os legisladores tentam evitar.

### 5.3 A CRISE

Considerada a maior crise financeira desde o crash da Bolsa em 1929 a crise financeira de 2008 é também a de maior consequência para os mais variados setores da economia mundial, já que hoje a economia é mais globalizada e dispõe de novos instrumentos financeiros, novos mas não menos sujeitos a adversidades. O professor Sobreira (2008, p. 23) explica a crise da seguinte maneira:

Desde Outubro de 2008, os mercados financeiros mundiais têm passado por uma forte turbulência, com bolsas caindo significativamente da Ásia ao Brasil. A crise, apesar de comumente relacionada ao ruim desempenho das hipotecas de segunda linha (suprime) nos EUA, foi sem dúvida potencializada pelo comportamento dos mercados derivativos. É a lógica de operações destes mercados e explica a intensidade da queda nos mercados observada recentemente.

Para que se entenda o que se passou a avaliar os potenciais impactos sobre a economia real, é preciso entender o funcionamento das operações derivativas e de securitização que estão por trás do ocorrido. Em tempos recentes, os grandes bancos internacionais desenvolveram instrumentos de investimento chamados de conduites. Tais instrumentos trata-se essencialmente de títulos (notas promissórias) rastreados em ativos – financeiros ou não – também conhecidos como asset-backed commercial papers.

Estes títulos são emitidos tendo por base uma linha de crédito de um outro banco, normalmente uma linha de crédito barata e renovada em períodos muito curtos, a qual é usada para comprar ativos que pagam uma elevada taxa de juros, tais como obrigações colateralizadas ou com lastro em garantias.

Essas obrigações, por seu turno, eram emitidas tendo como principal garantia os títulos hipotecários norteamericanos de primeira e segunda linha. Daí porque a crise atual também ficou conhecida como crise do mercado hipotecário norteamericano. Tal engenharia financeira tem dois grandes problemas associados, em primeiro lugar, a mesma depende fortemente da manutenção das linhas de créditos de curto prazo para continuar existindo.

Em segundo lugar, os papéis que lastreiam essas obrigações, embora avaliados como títulos tipo A, isto é títulos com baixíssimo risco de não pagamento, acabaram se mostrando um problema, particularmente porque os bancos colocaram no mesmo pacote títulos lastreados em hipotecas de primeira linha e títulos lastreados em hipotecas de segunda linha.

A medida que vários bancos se viram envolvidos nas operações envolvendo as obrigações lastreadas em títulos supostamente de primeira linha, e a medida que o grau de inadimplência no mercado hipotecário norteamericano se elevou, aqueles bancos que tomavam emprestados para garantir as operações com títulos lastreados em ativos, começaram a enfrentar problemas de liquidez enquanto o grau de inadimplência não se elevasse sobremaneira, no entanto, valia a pena manter as linhas de créditos para essas operações visto que a lucratividade das mesmas era bastante elevada.

Com tudo, quando os bancos que ofertavam créditos para as operações asset-backed commercial papers passaram a atribuir um maior risco nas mesmas, eles resolveram reduzir de modo drástico o crédito, incapacitando os bancos tomadores de sustentar essas operações. Desta forma, os bancos centrais foram obrigados a injetar a liquidez no mercado para evitar uma crise maior.

Para evitar uma paralisia dessas operações, os bancos foram obrigado não só o recorrer ao redesconto, como também a vender os títulos lastreados em ativos por eles emitidos. Nesse momento, contudo, tais títulos não encontraram mercado, o que forçou esses bancos a vender partes saudáveis dos seus ativos para equilibrar seus balanços. Nestas circunstâncias, tais bancos perderam bastante dinheiro, pois foram obrigados a vender esses ativos em condições desfavoráveis.

Com o cenário de possível inadimplência nas hipotecas subprime, os bancos não queriam mais emprestar dinheiro entre si, pois um não sabia se o outro estava lastreado sobre o pagamento daquelas hipotecas que não seriam pagas. Com isso, o valor dos títulos lastreados em hipotecas despencou e o juro no empréstimo interbancário aumentou. É a chamada “crise de confiança”, ou seja, com medo de que o banco tomador do empréstimo não possa pagar, os bancos param de emprestar dinheiro entre si.

Porém, as pessoas e empresas precisam retirar dinheiro do banco. E os próprios bancos precisam financiar ou rolar dívidas deles próprios, contraídas em operações cotidianas. Então os bancos, muitas vezes, sem ter dinheiro próprio suficiente, precisam de crédito para cobrir temporariamente esta despesa. Com este crédito restrito devido aos altos juros, os bancos não conseguem garantir que haverá dinheiro para as pessoas retirarem e nem para pagar suas dívidas, o que chamamos de insolvência bancária. Neste caso é necessário a intervenção dos Bancos Centrais, injetando dinheiro a juros baixos para garantir dinheiro no caixa dos bancos, medida tomada pelo governo de diversos países.

Carvalho (2008 p. 40), ressalta que essa crise de confiança tende a aumentar a medida que a desconfiança vai tomando a população, os bancos e as empresas:

A seqüência de falências, intervenções e vendas sob estresse tende a espalhar a desconfiança e o medo não só no mercado financeiro, mas entre a sociedade em geral, que passa a temer por suas economias, já que nunca se sabe qual vai ser a “bola da vez até que ela caia na caçapa”. A segunda é que mesmo as instituições sobreviventes se retraem. Em parte porque compartilham o clima de temor e desconfiança, em parte porque sua capacidade de empréstimo diminui quando seu capital se contrai. O resultado é que os bancos e financeiras passam a emprestar menos, empresas se vêem sem capital de giro para produzir e consumidores deixam de adquirir bens duráveis porque não há crédito. Em suma, a economia real começa a esfriar, o crescimento econômico se desacelera ou se transforma em contração, o desemprego cresce e o risco de uma recessão séria se instala. Assim, o que o governo norte-americano propôs foi a compra daqueles ativos que as financeiras não conseguem vender nos mercados de modo a estabilizar o valor dos ativos, deter as falências e, se tudo der certo, permitir que os bancos e financeiras se capitalizem e voltem a emprestar, evitando uma recessão mais profunda da economia norte-americana. O

comportamento do mercado financeiro norte-americano, mostra que o efeito sobre a confiança da sociedade foi muito pequeno. Todos continuam tentando vender seus ativos a qualquer preço, os empréstimos continuam paralisados e a economia norte-americana continua descendo a ladeira. Além disso, a percepção de que a crise é muito mais grave e intratável do que se imaginava está chegando ao resto do mundo, primeiro à Inglaterra, depois para o continente europeu, para a Ásia e para os países emergentes mais importantes como a Rússia e o Brasil.

Com toda esta dimensão internacional nota-se que ainda há falta de regras mais rígidas para regulamentar os mercados financeiros das diversas nações. Como os mercados financeiros desregulamentados não são eficientes, na ausência de regras que estabilizem o referido mercado, as atividades especulativas e a valorização financeira da riqueza afloram naturalmente. Isto porque a liberalização dos mercados financeiros e a existência de novos instrumentos financeiros como derivativos, ampliaram a possibilidade de realização de atividades especulativas. Torna-se, assim, necessária a regulamentação de operações derivativas e outras práticas (por exemplo, alavancagem excessiva de instituições financeiras) que ocasionam a festa dos investidores e bancos e muitas vezes a quebra ou grandes prejuízos às empresas.

Neste contexto, “[...] não resta dúvida de que a atual crise financeira internacional deixa claro que os mercados não são eficientes e que, portanto, é necessária a mão visível do Estado para assegurar a funcionalidade da mão invisível do mercado” (PAULA, 2008, p. 48).

Já na perspectiva de Keynes (1936, p. 131):

[...] a instabilidade financeira não é vista como anomalia, mas como resultante da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market maker* global. Assim, o formato institucional específico dos mercados financeiros determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação possa florescer. Crises financeiras não são apenas resultados de comportamentos irracionais dos agentes, mas resultam da própria forma de operação dos mercados financeiros globais liberalizados e sem um sistema de regulação adequado.

No Brasil, o estopim da crise veio com desvalorização da moeda brasileira. Essa rápida e desordenada desvalorização do câmbio provocou efeitos desestabilizadores sobre a economia brasileira. Diversas empresas do setor produtivo, principalmente as empresas exportadoras, amargaram prejuízos bastante significativos com a desvalorização do real. Isso porque, as empresas exportadoras realizaram excessivamente operações de *forward target*, realizando uma dupla

aposta na apreciação cambial. Neste caso, as empresas venderam dólar aos bancos por intermédio de um instrumento chamado *forward*. Em outras palavras, nesta operação as empresas realizam uma operação clássica de venda de dólar no mercado a termo, apostando na apreciação cambial com o objetivo de ganhar os juros da operação, recebendo, portanto, uma receita financeira.

Já em uma operação de *target forward*, uma segunda operação sucede a venda a termo. As empresas vendem novamente dólar para os bancos no mercado futuro por intermédio da venda de opções de compra a descoberto, conferindo aos bancos o direito de comprar dólar no futuro a um preço pré-estabelecido, mesmo sabendo da enorme exposição cambial a que estavam sujeitas, as empresas não esperavam.

À luz dessas considerações, Oreiro (2008 p. 61) faz e responde a seguinte indagação:

[...] a economia brasileira está de fato blindada contra a crise financeira internacional? A resposta é não. A economia brasileira não está blindada contra a crise financeira internacional em virtude da fragilidade financeira do setor produtivo, a qual se deve a sua excessiva exposição a instrumentos de derivativos de câmbio. As empresas se valeram de um processo de defesa de margem de lucro face ao processo contínuo de apreciação cambial evidenciado nos últimos dois anos, acarretando queda na receita operacional das empresas.

Podemos afirmar, portanto, que as empresas substituíram receita operacional por receita financeira, fato esse ocorrido na empresa Sadia e em muitas outras. Além disso, evidenciou-se um segundo fator que contribuiu para esta exposição: o otimismo generalizado do mercado, otimismo este sancionado pelo Governo Federal. Foi sob este contexto que as empresas reduziam as suas margens de segurança e, sob este enfoque, afirmamos que o mito da blindagem desconsiderou a fragilidade do setor privado não-financeiro.

A crise brasileira é endógena, fruto da crescente fragilidade financeira do setor privado e decorrente da exposição ao risco cambial. Economistas ligados ao mercado financeiro calculam que os prejuízos com as operações de derivativos cambiais podem superar a cifra espantosa de 50 bilhões de dólares. Como resultado desses prejuízos – cuja extensão ainda não é totalmente conhecida – ocorreu um aumento significativo do risco de crédito das empresas do setor produtivo.

Tal situação, agravada pelo clima de incerteza originado pela crise financeira internacional, fez com que os bancos brasileiros reduzissem de forma significativa o crédito, principalmente o crédito ao financiamento do capital de giro das empresas.

Não se sabe ao certo o grau de exposição das empresas do setor produtivo aos derivativos cambiais. O próprio BC reconheceu não saber ao certo o valor da exposição cambial haja vista que parte das operações de derivativos cambiais foram acertadas com bancos estrangeiros.

Deste modo, a recente desvalorização cambial acentuada ocorrida gerou perdas para tais empresas, já que os bancos fizeram cumprir sua opção de compra. Evidentemente o uso dessas operações especulativas objetivava atenuar os efeitos negativos da valorização cambial sobre a rentabilidade das exportações. Em particular foram afetadas grandes empresas exportadoras de *commodities*, como Aracruz, Sadia e Votorantim.

No caso do setor bancário, os efeitos da crise financeira se fizeram sentir inicialmente pelas dificuldades de obtenção de fundos no mercado financeiro internacional. Somado a isso, a deterioração das expectativas causada pela percepção da gravidade da crise internacional mais as dificuldades financeiras de grandes empresas exportadoras brasileiras em função das perdas das operações com derivativos, deu-se um início de crise de liquidez no setor bancário brasileiro.

É importante ressaltar a diferença entre uma crise de insolvência, como ocorreu no setor bancário norte-americano, com uma crise de liquidez, de Paula (2008, p.65) ressaltar essa diferença:

[...] uma crise de insolvência ocorre quando há bancos cujos ativos disponíveis a preços de mercado são incapazes de cobrir as obrigações com terceiros, o que pode levar a descapitalização do banco. É o que aconteceu com bancos de investimento dos Estados Unidos, em função da existência de ativos “podres” em seu portfólio. Uma crise de liquidez, no entanto, refere-se a uma situação em que o banco é solvente, mas não tem momentaneamente liquidez para cobrir prontamente uma maior demanda por recursos por parte de seus clientes. Corriqueiramente problemas de liquidez, que são normais na atividade bancária, em função do descasamento de maturidades entre ativos e passivos que caracterizam a atividade de intermediação financeira, são facilmente resolvidas no mercado de reservas bancárias no qual bancos superavitários emprestam para bancos deficitários e onde o próprio Banco Central pode injetar liquidez para evitar maior volatilidade na taxa de juros. Evidentemente o custo de acesso a esses recursos – que de alguma forma representa o custo do dinheiro para os bancos – é umas das variáveis fundamentais na definição na estratégia de expansão dos bancos. Bancos, como qualquer outro agente, têm preferência pela liquidez determinada por suas expectativas quanto ao futuro.

No caso brasileiro, obviamente não há crise de insolvência dos bancos, mas observa-se uma crise de liquidez causada pela retenção de crédito, havendo fortes indícios de início de uma desaceleração e maior seletividade na oferta de crédito, em

parte causada pelo próprio encarecimento do custo do dinheiro para os bancos. A combinação desses dois fatores (liquidez represada e contração do crédito) afeta mais os bancos pequenos que são normalmente menos líquidos, mais alavancados e que dependem mais das operações de crédito para sobreviverem. Nestes, portanto, eventualmente pode ocorrer uma crise de solvência. Já os grandes bancos varejistas, que têm um *funding* (depósitos a vista, depósitos a prazo etc.), portfólio e receitas mais diversificadas, estão bem capitalizados e têm maior liquidez.

#### 5.4 A SADIA

Fundada em 1944 pelo gaúcho filho de colonos italianos Attilio Francisco Xavier Fontana na região de Concórdia, em Santa Catarina a empresa Sadia S.A. é hoje uma das maiores exportadoras e uma das mais valiosas marcas brasileiras. Costa (2009, p. 27) destaca a origem da marca:

Embora possa-se pensar que o nome sadia deriva de saudável, subentendendo-se um vínculo com o tipo de produtos que são comercializados, na verdade o nome surgiu a partir das iniciais SA de "Sociedade Anônima" e das três últimas letras da palavra "Concórdia", DIA.

Na época, o mundo passava por grandes transformações e o cenário industrial brasileiro era promissor devido a um movimento de intensa industrialização e significativas mudanças na legislação trabalhista. A região de Concórdia, em Santa Catarina, começava a se tornar um importante centro produtor. A criação de suínos e o cultivo de alguns produtos agrícolas posicionavam o município entre os 10 mais prósperos do Estado.

No começo, Atílio Fontana só tinha um pequeno moinho e um frigorífico inacabado. O retorno dos investimentos aplicados no moinho permitiu completar a construção do frigorífico. Em 1946, ele já abatia mais de 100 suínos por dia. Com o avanço industrial do país, os padrões de consumo começaram a mudar e a empresa precisou ajustar-se ao mercado. Em 1947, a Sadia virou marca registrada e abriu uma distribuidora em São Paulo.

Na década de 50 o acelerado processo de industrialização se manteve e em determinado momento, a indústria chegou a ultrapassar significativamente a

agricultura na composição do PIB brasileiro. Diante desse cenário, a região de Concórdia dava um importante passo para tornar-se um pólo de criação e industrialização de suínos no país, influenciados pela Sadia, que ajudou a fundar a Associação Rural de Concórdia para congregar os colonos e oferecer orientação técnica na criação de suínos e no cultivo agrícola.

Paralelamente, São Paulo crescia cada vez mais. A cidade oferecia mais empregos, melhor renda e mais oportunidades de consumo. Embora a Sadia já tivesse fincado sua bandeira nesse mercado, aumentava o desafio de transportar produtos perecíveis que vinham de Concórdia. Afinal, não existiam caminhões frigoríficos, as estradas eram precárias e as viagens demoravam.

A solução encontrada foi o transporte aéreo. Costa (2009, p. 28) destaca que a empresa se expande também na área de transporte, viabilizando o negócio principal:

Em 1952, a empresa arrendou um avião para levar produtos para as duas grandes capitais do sudeste. Cada vez mais, a empresa investia no aprimoramento da matéria-prima e nas iniciativas para firmar-se comercialmente na grande rota consumidora, o eixo Rio-São Paulo. Em 1953, com apenas nove anos de existência, a Sadia inaugura seu *front* industrial na capital paulista - o Moinho da Lapa S.A, a primeira unidade fora de Concórdia. Foi com essa iniciativa estratégica que a empresa começou a projetar sua visibilidade e credibilidade empresarial.

Na década de 60, o Brasil atravessou diversas dificuldades. As incertezas políticas e a inflação davam indícios de que a época não seria favorável aos empreendimentos. Contrariando os prognósticos, a Sadia decidiu investir em tecnologia, reestruturação de vendas e expansão das atividades.

Em 1961, institucionalizou o sistema de fomento agropecuário com base na parceria entre o produtor suinícola e a indústria. Além disso, iniciou a avicultura integrada em Concórdia, aumentando seu desempenho em criação e abate de frangos. O processo que havia começado de maneira experimental em 1956, doze anos depois, atingia 1 milhão de frangos abatidos.

O ritmo de expansão e aquisições permeia a década de 60 e a Sadia cresce a passos largos como verifica Costa (2009, p. 28):

Em 1964, a Sadia inaugurou, em São Paulo, a Frigobrás - Companhia Brasileira de Frigoríficos, primeira indústria de carnes e derivados fora de Concórdia. O projeto já existia há alguns anos, mas só então foi concretizado. A partir daí, diversos produtos passaram a ser produzidos em São Paulo, foi o ingresso do negócio no segmento de alimentos semiprontos congelados. A época também foi marcada pela criação do Conselho de Administração, pelos primeiros abates de perus em Concórdia, além dos primeiros contratos de exportação com carnes bovina e suína *in natura* congeladas. Em 1967, com depósitos em toda a Região Sul e escritórios comerciais em diferentes cantos do País, a empresa cria a Sadia Comercial Ltda., responsável pela venda e distribuição dos produtos no Brasil. Crescimento, avanço tecnológico, pesquisas em genética animal, lançamentos inéditos, distribuição capilar dos produtos, imagem de marca de qualidade, ingresso nas exportações, além de outras conquistas, fizeram parte da história da empresa na década de 60.

Na década de 70, um panorama econômico mais favorável começou a se desenhar no País, foi o chamado "milagre econômico". Neste período a empresa empenhou-se em abrir fronteiras produtivas e criar novos empreendimentos, inclusive rumo ao mercado internacional, foi aprovada a abertura do capital da empresa, com o lançamento de ações na bolsa e a mudança da razão social. A antiga S.A. Indústria e Comércio Concórdia deu lugar à nova Sadia Concórdia S.A. Indústria e Comércio, controladora de um grupo de cinco empresas do setor agroindustrial e comercial.

O ciclo expansivo prosseguiu na década de 70 segundo informado em Sadia (2009, p. 1):

Em 1973, entrou em operação a Sadia Avícola S.A., em Chapecó, Santa Catarina, especializada na produção e abate de perus. Em 1975, começa a exportar frango para o Oriente Médio e assume a liderança entre os exportadores nacionais. Motivada com o crescimento agropecuário do Centro-Oeste, a Sadia inaugura em Várzea Grande, MT, a Sadia Oeste S.A., um projeto dedicado ao abate de bovinos e à exportação de carnes para Europa, Estados Unidos e Oriente Médio. A expansão da Sadia não parava. No Paraná, começou a abater frangos em Toledo e Dois Vizinhos. Em Santa Catarina, inaugurou a Sadia Agropastoril, especializada em genética animal, biotecnologia e tratamento de solo, além de iniciar o processamento de soja em Joaçaba. No Rio de Janeiro, implantou mais uma fábrica de embutidos. No final da década de 70, a empresa atinge um extraordinário crescimento, com diversas operações, plantas industriais nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste, além de uma vocação exportadora consolidada.

Do ponto de vista econômico, os anos 80 foram considerados "a década perdida", com altos índices de inflação e a sucessão de três planos econômicos fracassados. Entretanto, no âmbito político, foram anos de importantes conquistas: o

fim da primeira fase da Transição Democrática, manifestações populares pelas Diretas Já e a promulgação da nova Constituição.

Todas as empresas eram afetadas por esse contexto. Apesar do ambiente desfavorável, a Sadia conseguiu crescer ampliando sua produtividade e eficiência, transformando o lucro de investimentos anteriores em industrialização e acelerando as exportações.

Com um ambiente econômico tão desfavorável e conturbado a Sadia se mostrou capaz de crescer em meio à crise e a adversidade como destaca Costa (2009, p. 29):

Em 1980, nasce a Sadia Trading, responsável pelas vendas no exterior. No mesmo ano, as exportações ultrapassam os US\$ 100 milhões, o negócio conquista o Extremo Oriente, Japão e Hong Kong e até os países árabes. Em 1982, dois acontecimentos marcam a sua história: a criação do SIC - Serviço de Informação ao Consumidor Sadia, primeiro canal direto com o consumidor na indústria alimentícia, e o reconhecimento da marca Sadia, pelo Instituto Nacional de Propriedade Industrial, como Marca Notória. Ao longo da década, diversas unidades de produção entraram em operação. Em 1988, a empresa ultrapassa US\$ 1 bilhão de faturamento, sendo responsável por 16,7% da produção brasileira de aves e liderando o segmento.

Em 1989, a Sadia perde seu fundador, Attilio Fontana, um dos grandes empreendedores do século XX, mas mesmo com este revés, a companhia fecha a década exportando para 40 países e posiciona-se entre os maiores exportadores brasileiros, sendo hoje a terceira maior exportadora de alimentos do Brasil, conforme quadro abaixo.

2008	EMPRESA/SEDE	TOTAL VENDAS	VALOR DA EXPORTAÇÃO	PARTICIPAÇÃO %
1	Bunge Alimentos, Gaspar, SC	10.112,40	6.227,10	61,6
2	Cargill, São Paulo, SP	6.207,80	4.093,70	65,9
<b>3</b>	<b>Sadia, Concórdia, SC</b>	<b>5.007,20</b>	<b>2.112,10</b>	<b>42,2</b>
4	Perdigão, São Paulo, SP	3.776,70	1.575,70	41,7

**QUADRO 1 - MAIORES EXPORTADORAS DE BENS DE CONSUMO (em US\$ milhões)**

Fonte: Revista Exame Melhores e Maiores 2008

No início dos anos 90, o Brasil ainda sofria as consequências do descontrole da inflação. A balança comercial estava em desequilíbrio e os números da produção industrial se encontravam no mesmo patamar dos anos 80. A partir do Plano Real, o país finalmente começa o seu processo de estabilização. Os mercados fechados

dão lugar aos mercados abertos da concorrência internacional. Entra em cena a era do conhecimento, da desestatização, da busca pela competência, da competitividade e das parcerias. Os países se unem em blocos e as organizações precisam ser repensadas no que diz respeito ao seu foco.

Diante dos desafios e da demanda nacional e internacional, a Sadia opta por oferecer ao consumidor produtos práticos e que atendam às mais diversas necessidades. Implanta o programa de Qualidade Total: TQS - Total Qualidade Sadia, e experimenta novos métodos gerenciais e produtivos, além de realizar uma significativa expansão fora do País. É uma época que se destaca por grandes transformações no rumo da companhia.

Já no começo da década, a empresa abre filiais comerciais em Tóquio, Milão e Buenos Aires. Um ano depois, visando estabelecer um posto de observação no mercado chinês, inaugura em Pequim a Churrascaria Beijing Brasil. Em 1996, com os olhos no Mercosul, abre uma central de armazenagem e distribuição em Buenos Aires.

Consolidada pela excelência no segmento agroindustrial, a Sadia torna-se uma especialista na produção e distribuição de alimentos industrializados congelados e resfriados de diversas matérias-primas. Em 1994, a companhia comemora seu cinquentenário, fechando o ano com um faturamento de US\$ 2,9 bilhões e uma receita de exportação de mais de meio bilhão de dólares. Dos cerca de 60 funcionários de 1944, ano da sua fundação, ela empregava agora cerca de 32 mil pessoas. Ainda nesse ano, inicia um processo de sucessivas incorporações, dentro de um projeto de racionalização e reestruturação societária. O objetivo era atingir uma economia de escala, reduzir custos, simplificar as operações e oferecer maior transparência para o mercado de capitais. Quatro anos depois, esse processo culmina na criação da Sadia S.A., que consolidava todas as atividades operacionais em uma única organização.

Esta é a década em que o Brasil comemora os seus 500 anos. A economia está estabilizada, os índices de inflação mais baixos e as instituições democráticas consolidadas. A globalização é um fato e novas tendências ganham corpo: fusões,

parcerias, alianças estratégicas, *e-commerce*, logística integrada, governança corporativa, responsabilidade social e outros temas importantes.

A Sadia entra no ano 2000 com o perfil de uma empresa de alto valor e sua marca absolutamente consolidada. Sua presença é cada vez mais competitiva no mercado interno e estratégica no mercado externo, destaca Costa (2008, p. 28):

Já possui filiais na Argentina, Uruguai e Chile, escritórios na Itália, Inglaterra e Emirados Árabes e representações no Paraguai, Bolívia e Japão. Logo no início da década, em 2001, a Sadia lançou na Bolsa de Nova York seus ADRs - *American Depositary Receipts* - para aumentar sua visibilidade e permitir que investidores estrangeiros pudessem adquirir seus títulos. No mesmo ano, também aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo. Em 2001 e 2003, foi eleita a marca mais valiosa do setor de alimentos no Brasil pela consultoria inglesa Interbrand. Em 2005, foi a vez de retomar o abate de bovinos, aumentando sua oferta de produtos. Pela quarta vez consecutiva, foi eleita a marca de alimentos mais valiosa do Brasil.

Já em 2006, aconteceram profundas transformações na companhia e ela tornou-se mais preparada para enfrentar os desafios do mercado. Criou um comitê de sustentabilidade para avaliar suas atividades e inaugurou uma diretoria de relações internacionais que, posteriormente, deu início a um projeto de instalação de uma fábrica na Rússia. No mesmo ano, iniciou as obras da Unidade Agroindustrial de Lucas do Rio Verde. O projeto - em andamento - é um dos maiores da companhia e compreende a construção de um abatedouro de aves, uma unidade de abate e industrialização de suínos, além de uma fábrica de rações.

Em 2007, anunciou um plano ambicioso de investimentos para dobrar o faturamento da companhia em cinco anos. Modernizou também o armazém-frigorífico do Porto de Paranaguá, responsável por armazenar grande parte dos produtos exportados para mais de 60 países. De 3,1 mil toneladas, o armazém aumentou sua capacidade para 8,5 mil, representando um crescimento de 170%.

O ano de 2008, por sua vez, foi marcado por um programa ainda mais agressivo de investimentos. A Sadia iniciou construção de sua primeira unidade no Nordeste do Brasil. Com capacidade de produção de 150 mil toneladas de embutidos, a fábrica recebeu investimentos de R\$ 300 milhões.

Hoje a empresa de forte característica familiar, embora de capital aberto, é administrada por herdeiros da família Fontana, já que Attilio teve oito filhos, com

destaque para Luiz Fernando Furlan e Walter Fontana Filho ambos netos do fundador.

## 5.5 A SADIA E OS DERIVATIVOS

Os derivativos cambiais representam hoje um dos maiores riscos às empresas brasileiras. E infelizmente este risco não é restrito apenas as companhias exportadoras, que tradicionalmente utilizam essa ferramenta. Muitas empresas, inclusive não exportadoras, resolveram especular no câmbio visando aumentar seus lucros.

Nessa operação de alto risco, chamada *target forward*, a empresa aposta duas vezes que o real vai se valorizar. Fica vendida em dólar futuro duas vezes. Primeiro, vende o dólar para o banco no mercado futuro – uma tradicional venda de dólar a termo, com cotação prefixada. Essa transação pode não representar exposição a risco cambial se for casada com uma receita em dólar que a empresa tiver a receber.

Porém, na operação realizada pelas empresas, elas vendiam o dólar de novo para o banco no futuro, por meio de uma transação mais arriscada: a venda de uma opção de compra. Nela, o banco paga um valor à empresa para ter o direito de comprar o dólar a uma cotação pré-estabelecida no futuro. Os riscos foram assumidos porque as empresas não acreditavam que o dólar subiria tanto no curto prazo a ponto de ultrapassar a cotação alvo e porque conseguiam ganhos maiores do que no dólar a termo, embora estes tivessem um limite e as perdas, não.

Foi o que aconteceu em setembro de 2008 com uma das maiores empresas brasileiras e a maior exportadora brasileira no ramo alimentício, a Sadia. Ao se aventurar no perigoso mercado de derivativos cambiais a empresa teve um dos maiores prejuízos ocasionados por ocasionados por este instrumento financeiro e pela primeira vez em sua história contabilizou prejuízo financeiro. Prejuízo este que foi o 2º maior do país em 2008 ao lado de empresas como Aracruz e Braskem que contabilizaram perdas também pela utilização errada e desmedida no uso dos derivativos cambiais, conforme quadro abaixo:

2008	EMPRESA	SETOR	CONTROLE	PREJUÍZO
1	Aracruz	Papel e Celulose	Brasileiro	-2.059,90
2	<b>Sadia</b>	<b>Bens de Consumo</b>	<b>Brasileiro</b>	<b>-1.356,90</b>
3	Braskem	Química e Petroquímica	Brasileiro	-1.084,30
4	Cesp	Energia	Estatal	-1.013,50
5	VCP	Papel e Celulose	Brasileiro	-866,30
6	TAM	Transporte	Brasileiro	-855,80

**QUADRO 2 - MAIORES PREJUÍZOS (líquido ajustado em US\$ milhões)**

Fonte: Revista Exame Melhores e Maiores 2008

O prejuízo indireto pode chegar a 2,6 bilhões de reais. Em comunicado oficial à imprensa divulgado em 25 de setembro de 2008 (ANEXO I), a empresa alega ter liquidado antecipadamente determinadas operações financeiras ocasionando perdas de cerca de R\$ 760.000.000,00 devido à operações no mercado financeiro relacionadas à variação do dólar dos Estados Unidos em relação ao real em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da Companhia expostas à variação cambial. No dia seguinte, em comunicado oficial (ANEXO II), a empresa decide afastar seu atual diretor financeiro Adriano Ferreira. Porém, neste momento, as ações da companhia já começavam a despencar.

Embora em assembléia geral da companhia, os controladores da Sadia tenham decidido mover uma ação de responsabilidade civil contra o ex-diretor financeiro da empresa, com o objetivo de cobrar os prejuízos de R\$ 2,6 bilhões, provocados pelas operações erradas em derivativos cambiais, nota-se, olhando balanços antigos, que a empresa sempre se beneficiou das operações financeiras com o dólar. O mercado inclusive especula, que no primeiro semestre de 2008, antes do estouro da crise, grande parte do lucro da Sadia era proveniente deste tipo de operação.

Analisando sistematicamente o desempenho da Sadia e de outras dezenas de companhias abertas brasileiras, MALVESSI (2009 pág 30) chama a atenção para o fato de grande parte do lucro da empresa ter origem em operações financeiras. No período de 1996 a 2007, o lucro operacional - aquele que vem da venda dos produtos que a empresa fabrica - representou apenas 57% do lucro total da Sadia. Os outros 43% foram resultado de transações financeiras. No mesmo período, a média de empresas de capital aberto mostra como a Sadia estava fora da curva nesse quesito. Receitas financeiras representam apenas 18% do lucro total de outras companhias. Além disso, a análise dos números mostra que a Sadia nutria

um desmesurado gosto pela alavancagem. Enquanto a média das empresas abertas tem um endividamento de curto prazo de 13% de sua dívida total, na Sadia nunca representou menos do que o dobro disso.

Percebe-se, portanto, que alavancar a empresa financeiramente sempre foi um objetivo. Não foi a Sadia que mudou ao se encantar com derivativos. Os instrumentos financeiros, isso sim, evoluíram de maneira mais rápida que a capacidade que seus executivos tinham para administrá-los. Ou seja, os prejuízos obtidos em operações com derivativos cambiais foram consequência de uma estratégia deliberada, com origem na cúpula da empresa.

## 5.6 A FUSÃO

As conversas ocorridas em dezembro de 2008, entre Nildemar Secches, presidente do conselho de administração da Perdigão, e Luiz Fernando Furlan, presidente do conselho de administração da Sadia, foram o marco inicial para a concretização da fusão mais aguardada do país desde a criação da AmBev, que fez história ao unir as cervejarias Brahma e Antarctica, em 1999.

Foram cinco meses de exaustivas negociações e mais de 60 reuniões - processo que envolveu 30 pessoas, entre advogados, banqueiros de investimento e representantes de ambos os lados. Até que em 19 de maio de 2009, após alguns adiamentos e muitas reviravoltas, Furlan e Secches convocaram uma entrevista coletiva para finalmente comunicar o acordo, ver ANEXO III.

Dessa operação, cercada de expectativa, surgiu a Brasil Foods, ou BRF, uma empresa de 25 bilhões de reais de faturamento e terceira maior produtora de carnes do mundo, atrás apenas da americana Tyson Foods e do frigorífico brasileiro JBS-Friboi. Conforme reportagem da revista Exame “[...] estima-se em 3,7 bilhões de reais os ganhos com a união das antigas rivais. Além da provável sinergia em corte de custos e ganho de escala, as duas empresas contam com algumas características complementares” (EXAME, 2009, p. 19). A Sadia tem vasta experiência no desenvolvimento de marcas e em inovação, o que permite que seus produtos sejam vendidos a um preço até 15% mais alto. A empresa da família Fontana-Furlan controla também um sistema de distribuição invejável, capaz de

atender a mais de 300 000 pontos-de-venda em todo o país. A Perdigão é conhecida por sua eficiência operacional e agressividade comercial. Nos últimos cinco anos, tem crescido em média 25%, a ponto de ter ultrapassado a Sadia em faturamento em 2008. Mesmo com preços menores, a companhia consegue ter margens de lucro líquido semelhantes às da concorrente, em torno de 7%.

Desde a década de 90, a associação esteve para acontecer em pelo menos outras quatro ocasiões. Quase sempre as conversas emperravam no mesmo ponto: quem mandaria na nova empresa? De parte a parte, ceder estava fora de questão. Desta vez, a pergunta acabou respondida por um erro fatal da Sadia: o rombo de 2,5 bilhões de reais provocado pela operação com derivativos cambiais. Foi então que duas empresas praticamente iguais em valor - Sadia e Perdigão - tornaram-se subitamente diferentes. Malvessi (2009, p. 30) destaca onde a empresa perdeu o foco principal de sua atuação no mercado:

A Sadia diminuiu ao esquecer, por um período, que seu negócio nasceu e se desenvolveu para produzir carnes, frangos e alimentos em geral da melhor forma possível. O jogo com os excitantes derivativos financeiros deveria estar fora do portfólio de quem fabrica alimentos e deveria dar aos seus acionistas um retorno concreto obtido através do lucro operacional. Um mês após o escândalo, as ações da companhia caíram 30%. E seu valor de mercado, que chegou a 8,5 bilhões de reais em meados de 2008, caiu para 2,7 bilhões no início de 2009.

Em meio a uma crise global que derrubou as exportações e com as finanças quebradas devido aos enormes prejuízos financeiros, a empresa fundada por Attilio Fontana não teve opção a não ser abrir mão do controle em favor da Perdigão. A associação com a Perdigão surgia como a alternativa para salvar a empresa e manter a família como acionista da operação resultante.

Ainda que fosse o melhor para as duas empresas, o atual acordo correu sério risco de não ser assinado. Apesar do aperto financeiro, Furlan, de 62 anos, trabalhou com afinco para que sua família não saísse da negociação em condições muito desfavoráveis. Nas reuniões, fazia questão de lembrar que a companhia permanecia absolutamente saudável, com receita na casa dos 12 bilhões de reais e lucro operacional de quase 700 milhões. Além disso, não perdia uma chance de mencionar que a Sadia era dona de uma das marcas mais valiosas do país. Com base nesses argumentos, Furlan endureceu o discurso, alegando que 45% do controle da Brasil Foods deveria ficar nas mãos da Sadia (a Perdigão inicialmente

propôs 19%). Até que se chegasse ao arranjo atual, com 32% de participação para a Sadia e 68% para a Perdigão.

A fusão ainda precisa ser aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE. O órgão avaliará os eventuais danos à concorrência que a união de dois gigantes como Sadia e Perdigão poderá causar, e poucos acreditam que ela será aprovada sem nenhum tipo de ressalva. Em alguns segmentos, como o de massas, a BRF terá participação de mercado da ordem de 90%. O que poderia caracterizar monopólio e prejuízo aos consumidores. Se a BRF tiver de se desfazer das fábricas, há grandes chances de que elas sejam adquiridas por sua maior rival internacional, a americana Tyson Foods, que já conta com uma pequena operação no Brasil e não esconde os planos de se tornar uma das maiores no processamento de carne de frango. Logo, há grandes chances de que elas sejam adquiridas por sua maior rival internacional já que o CADE leva em conta não somente a concentração do mercado mas também como a criação de um gigante afeta a competição no setor.

Enfim quando conseguirem unificar as operações, as duas empresas poderão conquistar um ganho de eficiência de até 20%, evolução considerável num setor que trabalha com margens pequenas. Mas isso ainda deverá demorar alguns anos.

## 6 METODOLOGIA

A pesquisa é um procedimento reflexivo e crítico de busca de respostas para problemas ainda não solucionados. Seja qual for o objetivo, é uma atividade exigente que pode dar resultados mais interessantes se for preparada com cuidado, estiver baseada em uma reflexão conceitual sólida e apoiada sobre conhecimentos existentes. Portanto, há de se ter atenção e cuidado quando do levantamento de dados para que não haja distorções, dificultando sua análise e podendo resultar em conclusões equivocadas.

Neste momento, o levantamento de dados, deve-se estar convicto do caminho que deseja traçar, pois terá reflexo direto no objetivo final. Para Gil (1999, p. 70):

Na maioria dos levantamentos, não são pesquisados todos os integrantes da população estudada. Seleciona-se através de procedimentos estatísticos uma amostra significativa de todo o universo, que é tomada, como objeto de investigação. As conclusões obtidas a partir desta amostra são projetados para a totalidade do universo, levando em consideração a margem de erro.

A pesquisa científica é uma atividade humana cujo propósito é descobrir respostas para indagações que são propostas. Para tanto é preciso recorrer a conhecimentos anteriormente produzidos e utilizar métodos e técnicas que possibilitem a obtenção de resultados aos questionamentos levantados. Comparando as definições de pesquisa científica de diferentes autores, observa-se que elas apresentam como requisito básico a necessidade do planejamento e o emprego de método científico.

### 6.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

O tema e o problema a ser investigado sugerem a adoção de uma pesquisa bibliográfica uma vez que busca compilar informações e fatos divulgados pela mídia, periódicos e obras a respeito do tema, e também unindo-as através de conhecimentos do próprio autor.

Para Magalhães (2007 p.33), [...] a pesquisa bibliográfica constitui-se numa precisa fonte de informações, com dados já organizados e analisados. Na

atualidade, praticamente qualquer necessidade humana, conhecida ou pressentida, possui algo escrito a seu respeito. Por isso a pesquisa com base em uma bibliografia de encabeçar qualquer processo de busca científica que se inicie.

Dessa maneira, o tipo de pesquisa escolhido para dar forma a este trabalho, tenta expor pensamentos já escritos e quando possível os do próprio autor.

## 7 CONCLUSÃO

Instrumentos financeiros surgem de tempos em tempos, se modificam, se adaptam, em suma são criados para dar lucros ou ao menos evitar prejuízos aos bancos ou às empresas. Os derivativos não são diferentes, servem para a proteção mas também podem ser utilizados para gerar receita. Porém, os derivativos cambiais tem uma particularidade: são muito sensíveis ao mercado, uma vez que a cotação da moeda é muito instável e pode ser alterada repentinamente por um fato de relativa importancia ocorrido em qualquer lugar do planeta. Um atentado terrorista, a quebra de uma empresa, um pacote econômico ou a simples declaração de um presidente pode gerar significativas alterações no valor da moeda.

O que aconteceu no segundo semestre de 2008 foi mais do que isso. A crise que se instaurou foi de grandes proporções e trouxe de alguma maneira consequências a praticamente todo o globo. A alta do dólar americano afetou as importações e exportações de inúmeras empresas.

Porém, se já não bastasse os efeitos normais que a alta do dólar traria para as importações e exportações, algumas empresas tiveram prejuízos muito maiores. Ao apostar na manutenção ou valorização do real frente ao dólar, diversas empresas brasileiras tiveram prejuízos, alguns deles até bilionários, como Aracruz, Sadia, Braskem, Votorantim e outras tantas empresas com perdas menores.

Derivativos cambiais que deveriam ser usados para proteger os negócios das empresas frente a problemas economicos, vinham sendo utilizados para gerar lucros e incrementar as finanças de algumas empresas.

Ao que o estudo indica, através da hipótese levantada, que a empresa Sadia era uma destas. Segundo Malvessi (2009 p.30), no período de 1996 a 2007, o lucro operacional - aquele que vem da venda dos produtos fabricados - representou apenas 57% do lucro total da Sadia. Os outros 43% foram resultado de transações financeiras. Geralmente o lucro obtido através de receitas financeiras não passa de 18% do lucro total em outras companhias, na Sadia era o triplo disso.

O próprio ex-diretor financeiro da empresa Adriano Ferreira, após o anúncio de que seria processado, declarou em entrevista ao jornal O Estado de São Paulo que operações de derivativos cambiais sempre fizeram parte das práticas comerciais e financeiras da Sadia e que, nos últimos seis anos, foram responsáveis por 60% do lucro da companhia. Os mesmos derivativos que provocaram um prejuízo de R\$ 2,5 bilhões à Sadia no ano passado, renderam, no primeiro semestre de 2008, segundo Ferreira, o correspondente a 80% do lucro apurado pela companhia. Ele diz ainda que as mesmas operações de derivativos foram realizadas em 2007, ano em que a Sadia apurou um resultado excepcional e que todas essas operações constavam do seus demonstrativos financeiros.

Isso mostra que a administração da empresa compactuava com as decisões quanto ao uso dos derivativos e que a empresa obteve grande lucro com isso. Ao invés de buscar um crescimento sólido através do aumento das vendas e exportações, a empresa optou por lucros ilusórios que os derivativos trouxeram.

Em consequência do uso desmedido dos derivativos, a empresa que sempre obteve lucros expressivos e que por quatro anos consecutivos foi eleita a marca mais valiosa, além de ser uma das maiores exportadoras brasileiras, teve sua história manchada. E se isso não fosse o bastante, também foi fator decisivo na fusão com sua maior concorrente, a Perdigão, e praticamente pondo um fim em mais de 60 anos de sucesso como empresa autônoma e familiar.

Agora resta a Sadia, tentar tirar o maior proveito, com a parte que lhe coube, da fusão que cria uma das maiores empresas do setor de alimentos do mundo: a BR *Foods*; e como disse o próprio Furlan: “tentar fazer do limão, uma limonada”.

Certamente os diretores financeiros e também os conselheiros de administração das empresas espalhadas pelo Brasil e pelo mundo deverão refletir e absorver os ensinamentos deste e de tantos outros episódios que insistem em se repetir, amplificando seus esforços na adoção de métodos de gestão capazes de estabelecer verdadeiros ambientes inovativos nas empresas para elevar de forma permanente a produtividade. Fica evidente que os instrumentos financeiros evoluíram de maneira mais rápida que a capacidade que seus executivos tinham

para administrá-los, mas também não se pode esquecer o excesso de ganância por parte das grandes corporações.

Se o comportamento de priorizar os lucros financeiros a qualquer custo destrói as empresas individualmente, é ainda mais prejudicial se difundido pela economia como um todo. Uma das funções principais da moeda é prestar-se como meio de troca entre o que alguns produzem e outros desejam consumir. Por essa razão, à medida que os lucros passam a ser gerados apenas pela valorização de ativos financeiros, há um deslocamento entre o que está disponível para ser consumido e o poder de compra de determinados grupos sociais. Isso significa que o montante de lucros obtidos pela especulação financeira nos anos recentes gera poder de compra potencial que, ao ser utilizado tende a gerar imediatamente um descontrole nos preços.

Fica claro que ao adotar uma estratégia focando o lucro financeiro, em vez de focar uma estratégia inovadora para suas atividades operacionais as empresas criam uma armadilha para si mesmas, destroem valor e põem em risco a própria sobrevivência.

## REFERÊNCIAS

BM&F, **Mercado Derivativos** – 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional>>. Acesso em: 22 dez. 2009.

CAMARGO, D. A Sadia Virou Geni. **Revista Exame**. São Paulo. Fev. 2009. P. 46.

CARVALHO, F.C.; PAULA, F. F.; OREIRO, J. L. C. **Dossiê da Crise**. Associação Keynesiana Brasileira. 2008. 74 p.

CASTELLANO, M. **Gestão de Riscos Por Meio de Derivativos**. São Paulo: Atlas, 2008. 126 p.

CHEW, L. **Gerenciando os Riscos de Derivativos – O Uso e o Abuso da Alavancagem**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. 338 p.

COSTA, M. Felizes para Sempre? **Revista Exame**. São Paulo. Jun. 2009. p. 27.

EXAME, **Guia Melhores e Maiores**. **Revista Exame**. São Paulo. Jul. 2009. Pgs. 146 e 174.

GIL, A. C. **Técnicas de pesquisa em Economia e elaboração de monografias**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 221 p.

LOPES, A. B.; LIMA, I. S. **Contabilidade e controle de Operações com Derivativos**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003. 189 p.

MAGALHÃES, L. E. R. **O Trabalho Científico: da pesquisa à monografia**. Curitiba. FESP, 2007. 170 p.

MALVESSI, O. Onde a Sadia Prdeu o Jogo. **Revista Exame**. São Paulo. Jun. 2009. p. 30.

MANO, C. O Discurso Ficou para Trás. **Revista Exame**. São Paulo. Set. 2009. p. 52.

MEYER, C.; Felizes para Sempre? **Revista Exame**. São Paulo. Jun. 2009. p. 19.

SADIA, **História da Empresa** - 2009. Disponível em: <<http://www.sadia.com.br>>. Acesso em: 29 dez. 2009.

SILVA NETO, L. A. **Derivativos: Definições, Emprego e Risco**. São Paulo: Atlas. 2002. 298 p.

UNIBB, **Curso Certificação em Investimentos**. Universidade Corporativa Banco do Brasil. 2009. Disponível em: < <https://www13.bb.com.br/appbb/portal/bb/unv/func>>. Acesso em: 05 dez. 2009.

**ANEXOS****ANEXO I****SADIA S.A.**

CNPJ/MF Nº 20.730.099/0001-94

Companhia Aberta

**FATO RELEVANTE**

SADIA S.A. (“Companhia”), em atendimento ao disposto no Parágrafo 4º do Art. 157 da Lei nº 6.404/76, na Instrução CVM nº 358/02 e ao OFICIO/CVM/SEP/GEA-2/N. 234/08 desta data, vem informar aos seus acionistas e ao mercado o seguinte.

1. A Diretoria Financeira realizou operações no mercado financeiro relacionadas à variação do dólar dos Estados Unidos em relação ao Real em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da Companhia expostas à variação cambial.
2. Diante da severidade da crise internacional agravada na última semana e da alta volatilidade da cotação da moeda norte-americana, que ocorreu muito rapidamente, o Conselho de Administração, tomando conhecimento da realização de referidas operações, determinou o reenquadramento da exposição aos padrões de riscos e limites estabelecidos no âmbito das políticas financeira e de câmbio da Companhia.
3. Neste sentido, a Companhia decidiu liquidar antecipadamente determinadas operações financeiras, o que ocasionou perdas de cerca de R\$ 760.000.000,00.
4. O fato ocorrido limitou-se à operação financeira da Companhia, em nada afetando suas atividades industriais e comerciais, as quais continuam em expansão.
5. A Companhia manterá os seus acionistas e o mercado informados acerca da evolução dos fatos ora comunicados.

São Paulo, 25 de setembro de 2008.

Welson Teixeira Junior

Diretor de Controladoria e de Relações com Investidores

**FONTE:** [sadia.com.br](http://sadia.com.br)

**ANEXO II****SADIA S.A.**

CNPJ/MF Nº 20.730.099/0001-94

Companhia Aberta

**FATO RELEVANTE**

SADIA S.A. ("Companhia"), em atendimento ao disposto no Parágrafo 4º do Art. 157 da Lei nº 6.404/76, na Instrução CVM nº 358/02 e ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/N. 235/08, e em complementação ao Fato Relevante divulgado em 25.09.2008, vem informar aos seus acionistas e ao mercado o seguinte:

1. A fim de apurar detalhadamente as operações realizadas, a Companhia, em atuação conjunta do seu Comitê de Auditoria e seu Comitê de Finanças, está conduzindo auditoria interna e externa com a assessoria de profissionais especializados, contratados para essa finalidade, inclusive para avaliar a adequação de referidas operações às políticas da Companhia.
2. As liquidações de mencionadas operações financeiras ocorreram com caixa próprio da Companhia, sendo que já foram obtidas linhas de crédito que garantem a normalidade de suas operações. Nesta data, o caixa da Companhia é de R\$ 1,6 Bilhão.
3. A Companhia prevê que obterá um crescimento de dois dígitos em 2009, em virtude dos investimentos que entrarão em operação em breve, quais sejam, unidades de Lucas do Rio Verde, Vitória de Santo Antão, além de ampliações já concluídas em unidades existentes, quais sejam, em Várzea Grande, Uberlândia, Brasília e Toledo. Tão logo a Companhia conclua seu Plano Operacional para 2009, divulgará suas projeções aos acionistas e ao mercado.
4. A expectativa de EBITDA em 2008, conforme já divulgada ao mercado, deverá ficar em aproximadamente 11% a 12% das receitas líquidas. Para 2009, o valor de EBITDA será confirmado após a conclusão do Plano Operacional da Companhia.
5. Adicionalmente, a expectativa da Companhia é de que seu faturamento bruto em 2008 será de aproximadamente R\$ 12 bilhões.
6. Conforme constante de comunicado ao mercado divulgado 25.09.2008, o Conselho de Administração deliberou destituir o Diretor Financeiro da Companhia, passando o Sr. Welson Teixeira Junior, atual Diretor de Controladoria e Relações com Investidores, a acumular interinamente a função de Diretor Financeiro.
7. A Companhia manterá os seus acionistas e o mercado informados acerca da evolução dos fatos ora comunicados.

São Paulo, 26 de setembro de 2008

Welson Teixeira Junior

Diretor de Controladoria e de Relações com Investidores

**ANEXO III****FATO RELEVANTE**

As administrações da PERDIGÃO S.A. (“PERDIGÃO” – Bovespa: PRGA3; NYSE: PDA) e da SADIA S.A. (“SADIA” – Bovespa: SDIA3 e SDIA4; NYSE: SDA; LATIBEX: XSDI; SADIA e PERDIGÃO, em conjunto, denominadas as “Companhias”) vêm a público informar que foi firmado nesta data acordo de associação (“Acordo de Associação”) com a participação inicial das duas companhias abertas e da sociedade de participações HFF Participações S.A. (“HFF”), a qual deterá a maioria das ações ordinárias de emissão de SADIA, de forma a viabilizar, mediante operações sucessivas adiante descritas, uma futura unificação das operações das companhias SADIA e PERDIGÃO (“Associação”).

Da Associação resultará a BRF – Brasil Foods S.A. (“BRF”) com sede social na cidade de Itajaí, Santa Catarina. Abaixo se encontram os passos para a criação e implementação da Associação.

A celebração do Acordo de Associação foi autorizada pelos Conselhos de Administração da PERDIGÃO e da SADIA e os seus termos serão submetidos à adesão dos acionistas de SADIA que virão a ser acionistas de HFF (“Acionistas Aderentes HFF”) e dos acionistas signatários do acordo de voto de PERDIGÃO (“Acionistas Aderentes PERDIGÃO”).

A eficácia de certos compromissos estabelecidos no Acordo de Associação está condicionada à: (i) adesão dos Acionistas Aderentes PERDIGÃO; (ii) adesão dos acionistas da SADIA detentores de mais de 51% (cinquenta e um por cento) de ações ordinárias de emissão da SADIA, os quais conferirão tais ações ao capital social da HFF e (iii) indicação à PERDIGÃO, até a Incorporação de Ações de HFF, do conjunto de acionistas da SADIA que se obrigará a adquirir, direta ou indiretamente, as ações de emissão da Concórdia Financeira.

O Acordo de Associação ficará automaticamente rescindido caso as condições referidas no parágrafo anterior não sejam verificadas no prazo de 15 (quinze) dias da data de sua assinatura.

A Associação compreenderá:

- i) Alteração da denominação de PERDIGÃO para BRF, e a Incorporação de Ações de HFF pela BRF, que poderá seguir-se da Incorporação da própria HFF pela BRF;
- ii) Reorganização Societária de SADIA, HFF e PERDIGÃO/BRF;
- iii) Incorporação de Ações de SADIA pela BRF.

A Incorporação de Ações da HFF pela BRF está condicionada à: (i) alienação, pela SADIA, para outra sociedade de participações sujeita ao mesmo controle atual da SADIA, mediante aprovação dos órgãos societários competentes da SADIA, da totalidade das ações da Concórdia Holding Financeira S.A., sociedade controlada pela SADIA, a qual controla o Banco Concórdia S.A. e a Concórdia S.A. – Corretora de Valores Mobiliários, Câmbio e Commodities;

(ii) comprovação, pela HFF, de que é detentora de mais de 51% (cinquenta e um por cento) das ações ordinárias de emissão da SADIA.

A relação de substituição aplicável aos acionistas da HFF na Incorporação de suas Ações pela BRF será de 0,166247 ação ordinária de emissão da BRF para cada ação ordinária de emissão da HFF. Por ocasião da incorporação, o capital social de HFF será

dividido em um número de ações igual ao número de ações ordinárias da SADIA de propriedade da HFF.

No âmbito da Associação, a PERDIGÃO terá sua denominação social alterada para BRF- Brasil Foods S.A. ("BRF") e sua sede social será transferida para Itajaí (Santa Catarina). Será deliberada, ainda, a alteração de seu estatuto social para: (i) estabelecer que o número máximo dos membros que compõem o Conselho de Administração será de 11 (onze) membros e (ii) implementar estrutura de Co-Presidência no âmbito do Conselho de Administração. Serão eleitos, ainda, nesse mesmo ato, três novos conselheiros, indicados pelos acionistas da HFF, sendo um deles para ocupar o cargo de Co-Presidente, com mandato até a Assembleia Geral Ordinária da BRF a realizar-se em 2011.

Concomitantemente às alterações do estatuto social da PERDIGÃO, o estatuto social da SADIA será objeto de reforma, com vistas a aumentar o número máximo de membros de seu Conselho de Administração para 12 (doze). Nesse mesmo ato, será criada a estrutura de Co-Presidência no âmbito do Conselho de Administração e será deliberada a substituição de alguns dos atuais membros que compõem o referido Conselho, de forma a assegurar que esse órgão passe a ser composto pelas mesmas pessoas que integrarão o Conselho de Administração da BRF, sendo um deles o Co-Presidente do Conselho de Administração. O representante eleito em votação em separado pelos detentores de ações preferenciais na Assembleia Geral Ordinária de 27 de abril de 2009 será mantido no cargo.

Subsequentemente, realizar-se-á a Incorporação das Ações da SADIA pela BRF, adotando-se uma relação de substituição correspondente a 0,132998 ação ordinária de emissão da BRF para cada ação ordinária ou preferencial de emissão da SADIA. Essa relação de substituição deverá ser confirmada pelos Comitês Especiais de cada uma das companhias, instalados na forma do Parecer de Orientação CVM nº 35/08. Os acionistas dissidentes titulares de ações ordinárias de emissão da SADIA, por ocasião da realização da Incorporação de Ações, terão direito de retirada, nos termos da lei.

As ações da BRF continuarão a ser negociadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, bem como os seus *American Depositary Receipts* ("ADRs") continuarão negociados na *New York Stock Exchange* ("NYSE").

Os *American Depositary Receipts* da SADIA serão convertidos em ADRs da BRF quando da Incorporação das Ações de SADIA por BRF, na proporção equivalente à incorporação de ações preferenciais.

Paralelamente aos eventos acima referidos, a BRF realizará oferta pública de ações para captação de recursos no valor estimado de R\$ 4 bilhões. A BRF envidará seus melhores esforços para contemplar prioridade na alocação de ações para todos os acionistas da PERDIGÃO/BRF e, caso a Incorporação de Ações de SADIA por BRF ainda não tenha sido concluída, também para todos os acionistas da SADIA (nesta última hipótese, até o limite da participação que teriam em BRF, se a Incorporação de Ações da SADIA pela BRF já tivesse ocorrido).

O Acordo de Associação será submetido à apreciação das autoridades brasileiras de defesa da concorrência (Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, Secretaria de Direito Econômico – SDE e Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE).

A concretização da Associação também depende da apresentação da operação aos órgãos antitruste de outras jurisdições nas quais essa exigência legal seja necessária, em virtude de a PERDIGÃO e a SADIA possuírem operações.

As demais informações sobre a Associação requeridas nos termos da Instrução CVM n.º 319/99 serão objeto de novo fato relevante a ser oportunamente publicado.

Os documentos relativos à Associação estarão à disposição dos acionistas das Companhias envolvidas a partir da data de publicação dos editais de convocação das assembleias gerais extraordinárias referidas neste Fato Relevante, nos endereços abaixo mencionados, no horário de 09h00min às 17h00min, mediante apresentação do extrato contendo a posição acionária respectiva, emitida com até 2 (dois) dias de antecedência. Maiores informações poderão ser obtidas pelos telefones (55-11) 3718-5465/5301/5306, com Edina Biava, ou pelo telefone (55-11) 2113-3552, com Christiane Assis.

Endereços:

(i) Acionistas da PERDIGÃO

Av. Escola Politécnica, 760

São Paulo – SP

(ii) Acionistas da SADIA

Rua Fortunato Ferraz, 659- 2º andar

São Paulo - SP

São Paulo, 19 de maio de 2009.

**Leopoldo Viriato Saboya**

Diretor Financeiro

Relações com Investidores

**José Luís Magalhães Salazar**

Diretor Financeiro e de

Relações com Investidores

**PERDIGÃO S.A SADIA S.A**

**Jose Antonio do Prado**

Diretor Presidente

**Fay Gilberto Tomazoni**

Diretor Presidente

**PERDIGÃO S.A SADIA S.A**

**Nildemar Secches**

Presidente do C.A

**Luiz Fernando Furlan**

Presidente do C.A

**FONTE:** [sadia.com.br](http://sadia.com.br)