

## Sustentabilidade corporativa: estudo de caso da Sadia S.A. e Perdigão S.A. frente aos derivativos<sup>1</sup>

---

*Joziel Ribeiro do Amaral*

Bacharel em Administração pelo UNIPAM, graduado em 2010.

e-mail: joziel.ribeiro@cemil.com.br

*Valério Nepomuceno*

Professor orientador. e-mail: valerionepomuceno@terra.com.br

**Resumo:** O crescimento do uso dos derivativos pelas organizações e a utilização de medidas de controle dos riscos, desenvolvidas pela sustentabilidade corporativa, tornam-se cada vez mais importantes dentro das organizações. Nesse sentido, este trabalho tem como objetivo comparar a sustentabilidade corporativa das empresas Sadia e Perdigão em face da crise financeira dos derivativos, tendo como pano de fundo a sustentabilidade corporativa. O enfoque metodológico foi a pesquisa descritiva com abordagem qualitativa, por meio da análise dos Demonstrativos Financeiros, Relatórios Anuais e Notas Explicativas, de ambas as empresas, no período de 2005 à 2009. Dessa forma, foi possível comparar os conceitos teóricos de sustentabilidade corporativa com as ações empregadas pelas empresas, focando a dimensão financeira, pois nela estão inseridas as medidas de controle de risco e operações com derivativos. O conteúdo e os resultados obtidos permitiram apresentar conhecimentos teóricos sobre sustentabilidade corporativa, como esse conceito é empregado e como os derivativos foram utilizados pelas empresas Sadia e Perdigão. Dessa maneira, há de se destacar a ousadia da Sadia no uso exagerado dos instrumentos financeiros, e de forma especulativa, que culminou em profundas perdas financeiras, e propiciou a sua incorporação pela principal concorrente Perdigão.

**Palavras-chave:** Sustentabilidade Corporativa; crise dos derivativos; fusão Sadia e Perdigão

**Abstract:** The increase of the use of derivatives by the organizations and the use of measures of risk controls, developed by the corporate sustainability, become more and more important in the organizations. This way, the present work aims at comparing the corporate sustainability of the enterprises Sadia and Perdigão, considering the financial crises of derivatives, having as background the corporate sustainability. The methodological focus was the descriptive research with qualitative approach, through the analysis of Financial Demonstratives, Annual Reports and Explicative Notes, of both enterprises, between 2005 and 2009. In this manner, it was possible to compare the theoretical concepts of corporate sustainability with the actions undertaken by the enterprises, focusing the financial dimension, because in it are inserted the measures of risk control and operations with derivatives. The contents and

---

<sup>1</sup> Trabalho apresentado no VIII Congresso Mineiro de Empreendedorismo, maio/2011.

results obtained permitted to present theoretical knowledge about corporative sustainability, how this concept is applied and how the derivatives were used by Sadia and Perdigão. This way, we should detach the boldness of Sadia in the exaggerated use of the financial instruments, in a speculative manner, which culminated in deep financial losses, and led to the incorporation by its main competitor, Perdigão.

**Keywords:** Corporative sustainability; crisis of the derivatives; Fusion of Sadia and Perdigão.

## *1. Introdução*

O crescimento econômico-financeiro e a competição por parcelas significativas do mercado em busca da liderança são metas de todas as empresas, independentemente dos setores de sua atuação. No Brasil, as empresas Sadia e Perdigão sempre buscaram a consecução destes objetivos, a partir de várias estratégias traçadas e implantadas, como investimentos na ampliação ou construção de novos parques fabris, aquisição de empresas, redução de custos, investimentos em exportação, etc. Estas estratégias, embora proporcionassem expectativas de crescimento, aumentavam a exposição aos riscos, sendo necessárias medidas de proteção, como por exemplo, a utilização de instrumentos financeiros (derivativos).

Neste contexto, surge a sustentabilidade corporativa, que proporciona às empresas conceitos e critérios de investimentos, com presumível diminuição dos riscos e continuidade da empresa. Com a aplicação de várias estratégias, a Sadia conquistou e manteve a liderança de mercado por vários anos, sempre tendo como principal concorrente a Perdigão. Contudo, por que uma empresa sustentável, com destaque internacional e anos de lucratividade como a Sadia foi obrigada a fundir-se com a principal concorrente, uma vez que ela era a líder de mercado?

O presente estudo se dá com a comparação da sustentabilidade financeira das empresas Sadia e Perdigão, no período de cinco anos (2005-2009), com o objetivo de estudar as razões da crise financeira (derivativos) que se abateu sobre a Sadia, levando-a à embaraçosa e inevitável incorporação pela concorrente Perdigão.

Nesta perspectiva, o estudo em pauta se reveste de importância, em primeiro lugar, devido ao crescimento do uso dos derivativos como instrumento, presumivelmente, de proteção contra riscos financeiros e uma alternativa para melhorar a rentabilidade; em segundo lugar, por causa dos recentes problemas financeiros ocorridos em instituições que manipulavam os derivativos – que deveriam ser instrumentos de proteção – levando à crise, e provocando prejuízos significativos, além de falências de bancos e empresas, que refletiram em todo o mercado mundial; e, por último, o crescimento do conceito de sustentabilidade corporativa junto aos princípios da governança corporativa, visando aperfeiçoar as medidas na administração dos riscos.

Desse modo, a partir do aprofundamento teórico decorrente dos estudos realizados na consecução desta proposta, foi demonstrado que a utilização de instrumentos financeiros deve obedecer a critérios que mantenham a empresa em níveis aceitáveis de risco e rentabilidade, alcançando-se assim a sustentabilidade corporativa.

## 2. Metodologia

Para a realização deste trabalho, foi empregada uma metodologia de pesquisa bibliográfica/ webliográfica, sendo a mesma de fonte secundária. Também foi utilizada a pesquisa documental, a partir de relatórios das empresas estudadas, pois são fontes ricas e estáveis de dados subsistindo ao tempo. Por último, utilizou-se da pesquisa de campo, com o objetivo de conseguir informações profundas e detalhas. O tratamento dos dados deu-se pela pesquisa descritiva, com o objetivo de compreender as relações entre os conceitos envolvidos no fenômeno em questão.

No tocante à questão da abordagem metodológica, essa teve natureza quantitativa, em que se coletam e se quantificam dados e opiniões mediante o emprego de recursos e técnicas estatísticas, e natureza qualitativa, que busca entender o ambiente como um todo.

## 3. Sustentabilidade

O conceito de sustentabilidade possui sua origem histórica em 1713, com o silvicultor e cientista alemão Hans Carl von Carlowitz. Segundo Mendes (2008), von Carlowitz cunhou a expressão *nachhaltendes wirtschaften*, que significa “administração sustentável”, em seu tratado *Sylvicultura Oeconomica (Silvicultura Econômica)*, no qual procurou ensinar aos madeireiros os princípios de utilização racional dos recursos naturais aliado ao desenvolvimento econômico.

### 3.1. Sustentabilidade corporativa

Do termo sustentabilidade surgiu a Sustentabilidade Corporativa, como uma mudança de paradigma que prioriza a perenidade e a perpetuidade da organização. Segundo Lins e Wajnberg (2007), a Sustentabilidade Corporativa ancora-se no chamado *triple bottom line* – ou geração de valor, levando em conta as dimensões econômico-financeiras, ambientais e sociais.

Ouchi (2006) compartilha e reforça essa ideia, enfatizando que os pilares do *triple bottom line* são uma referência em gestão de negócios, pois pressupõe mapeamento adequado de riscos e oportunidades nas diversas áreas de interferência da corporação sobre a sociedade e seus agentes. Dessa forma, cada ação da empresa remete a uma reação dos agentes por ela exposta, sendo necessária avaliação de riscos antes da tomada de decisão.

Segundo Dias, a dimensão econômica “prevê que as empresas têm que ser economicamente viáveis. Seu papel na sociedade deve ser cumprido levando em consideração esse aspecto da rentabilidade, ou seja, dar retorno ao investimento realizado pelo capital privado” (2006, p. 39).

Quanto à dimensão social, Dias (2006) enfatiza que a empresa deve proporcionar melhores condições de trabalho aos seus empregados, além de criar e participar

ativamente na comunidade com atividades socioculturais. Quando a empresa realiza essas ações além de “fidelizar” clientes, ela conquista respeito e confiança junto a toda a sociedade.

Dias (2006) também aborda a dimensão ambiental como a organização pautada pela ecoeficiência dos seus processos produtivos, adotando a produção mais limpa, oferecendo condições para o desenvolvimento de uma cultura com postura de responsabilidade ambiental, buscando assim a não-contaminação de qualquer tipo de ambiente natural.

As três dimensões devem ser usadas em conjunto de forma dinâmica e permanente, sendo sua adoção não mais uma questão de bom senso, mas sim, uma estratégia útil ao crescimento da empresa.

#### 4. Instrumentos financeiros

O desenvolvimento da economia obrigou o mercado, este associado aos setores financeiros e contábeis, à criação de instrumentos financeiros que proporcionassem facilidades nas transações comerciais e proteção aos riscos. Dentre os vários instrumentos financeiros, se destaca o derivativo, que é postulado por Cavalcante Filho (2002, p. 2) como “[...] aquele cujo preço depende do preço de outro ativo”. Lima e Lopes complementam afirmando que

pode-se considerar como derivativos aqueles instrumentos financeiros que derivam ou dependem do valor de outro ativo e que se caracterizam, normalmente, como contratos padronizados, negociados entre as partes em mercados secundários organizados ou contratos *ad hoc* entre os agentes (1999, p. 13).

Desse modo, o derivativo é uma derivação do ativo, e para a melhor compreensão do termo, é importante enfatizar que Leite (1986 p. 17) descreve que o “termo ativo está associado a uma listagem dos bens e direitos possuídos por uma empresa ou por indivíduo, valorizado pelo custo dos mesmos”.

Segundo Pinto (2007, p. 14) “equivale a ter uma posição em mercado de derivativos oposta à posição assumida no mercado a vista, para minimizar o risco de perda financeira decorrente de alteração adversa de preços”. Contudo, Cavalcante Filho (2002) alerta que apesar de os derivativos serem usados principalmente para se defender de oscilações de preços futuros de um ativo financeiro, as empresas também o usam para alavancar suas aplicações. Assim, ao adicionar posições de derivativos a seus investimentos, a empresa pode aumentar a rentabilidade total destes a um custo mais barato.

Outra finalidade dos derivativos é a especulação. Nesse viés, Pinto (2007) explica que isso se dá quando o investidor toma uma posição no mercado futuro ou de opções sem uma posição correspondente no mercado à vista, com o objetivo de operar a

tendência de preços do mercado. Também existe a arbitragem, que segundo Pinto (2007, p. 14), é “tirar proveito da diferença de preços de um mesmo produto/ativo negociado em mercados diferentes”. Dessa forma, é possível aproveitar as diferenças no processo de formação de preço dos diversos ativos e mercadorias e entre os vencimentos. Os derivativos quando usados de forma correta, possuem grande influência para os agentes econômicos, pois são importantes mecanismos de proteção contra os riscos.

## 5. Risco

No mercado financeiro, nada está livre de risco, pois este está inserido em todos os setores da economia por diferentes variáveis, as quais estão sujeitas ao mercado. Desde o século XVI existe uma premissa básica, que é a relação de quanto maior o risco assumido maior o retorno esperado, e vice-versa.

Dessa forma, pode-se conceituar risco como as incertezas que cercam determinados investimentos, impossibilitando a garantia de uma taxa de retorno específica, e retorno, como o resultado do capital investido ao final de um determinado período de tempo. O retorno ser positivo, quando este capital vier acrescido de ganho acima da inflação, ou negativo, que ocorre a partir de um ganho sobre o capital investido inferior à inflação do período.

## 6. Resultados e discussões<sup>2</sup>

### 6.1. Sustentabilidade corporativa nas empresas Sadia e Perdigão

As empresas Sadia e Perdigão afirmam, por meio de seus relatórios de Administração, seguir os conceitos do *Triple Bottom Line*, buscando contribuir para o desenvolvimento sustentável, equilibrando questões econômicas, sociais e ambientais. Para elas, isso significa aprimorar o trabalho, com a criação de rotinas cada vez mais alinhadas aos princípios da sustentabilidade. Os próximos tópicos apresentam as principais ações dessas duas empresas em busca da Sustentabilidade Corporativa.

#### 6.1.1. Progresso Social ou RSE

Um dos pilares da Sustentabilidade Corporativa, o progresso social ou Responsabilidade Social Empresarial (RSE), atende, segundo Sachs (*apud* STROBEL, 1997), a um processo de desenvolvimento que leve a um crescimento estável com distribuição igualitária da renda.

---

<sup>2</sup> Todos os dados e comentários foram baseados ou extraídos nas Demonstrações Financeiras (Balanços e Notas Explicativas) das empresas Sadia, Perdigão e BR Foods compreendendo o período de 2005 e 2009.

Na Sadia, o modelo de gestão de Recursos Humanos buscou promover a atração e o desenvolvimento de talentos, pois acredita que trazendo bem-estar aos funcionários haverá crescimento sustentável dos negócios. Com esse fim criou:

➤ Programa de Meritocracia, o Prêmio de Excelência, 2 planos distintos de previdência complementar, assistência odontológica, assistência funeral, auxílio-creche, auxílio-farmácia, empréstimo emergencial, empréstimo FAF, seguro de vida em grupo e complementar e plano de assistência médica. Promove a segurança por meio das Comissões Internas de Prevenção de Acidentes (CIPAS), Grupo de Prevenção de Acidente (GPA) e do Serviço Especializado em Segurança e Medicina do Trabalho (SESMT). Também criou cursos e treinamentos conduzidos pela Universidade Sadia (Unis), um Programa de MBA e o Programa de *Trainne*.

A Perdigão por sua vez, busca o desenvolvimento e melhoria na qualidade de vida de seus colaboradores com os seguintes programas:

➤ Programa Habitacional – PROHAB, Academia Perdigão, Programa Novo Ser, Programa *Trainne* (“Você no futuro da Perdigão”), Política de SSMA (Segurança, Saúde e Meio Ambiente).

A Perdigão busca também contribuir com o desenvolvimento do país e para a melhoria da qualidade de vida dos cidadãos brasileiros atuando nas regiões onde mantém suas unidades industriais. Dentre os vários projetos de âmbito social se destacam:

➤ Jogos da Integração, Ação Perdigão Social 2008; Programa de Promoção de Saúde – Corrida e Caminhada 5km; Projeto Semear – Escola de Agronegócios Eggon João da Silva; Ação de Cidadania; Programa de Interiorização da Cultura; Programa Atende; Programa de Inclusão Digital; Programa de Inclusão da Pessoa com Deficiência; Programa de Formação de Jovens e Adultos (EJA); além de diversas doações para projetos e ações sociais incluindo o Fundo da Infância e Adolescência (FIA).

Levando em consideração o crescimento das duas empresas nessa última década é possível afirmar que suas estratégias tem sido eficientes.

### **6.1.2. Responsabilidade Ambiental**

A Responsabilidade Ambiental é outro pilar da Sustentabilidade Corporativa, sendo que a própria sustentabilidade se originou voltada para o meio ambiente mediante convenções e conferências em torno do tema. Contudo, somente tornou-se mais difundido por organizações, sejam elas governamentais ou não, com a evolução dos processos produtivos, acelerados com a Revolução Industrial, que trouxeram ao mundo grandes desastres ecológicos, por meio da poluição das águas, desmatamento e queimadas de florestas, aumento e acúmulo do lixo, etc., ou seja, a degradação do meio ambiente.

Em consonância com o exposto, a Sadia busca conduzir seus negócios sob um modelo de gestão ambiental que harmoniza a produção industrial à preservação dos recursos naturais. Por se tratar de uma empresa de alimentos, os riscos ambientais e sanitários estão completamente ligados ao negócio. Com isso a Sadia instituiu a Gestão de Riscos que dita uma política ambiental coerente com a legislação. Essa política de atuação está documentada e inclui normas e procedimentos que detalham as diretrizes de todos os compromissos assumidos, entre eles, a diminuição de resíduos, a reutilização de matérias-primas e dejetos e a preservação da biodiversidade. As principais medidas e programas utilizados pela empresa para a conservação do meio-ambiente são:

- Programa Suinocultura Sustentável Sadia;
- Projeto Manufatura: prevê ações com foco na eficiência e na sustentabilidade;
- Projeto Lucas do Rio Verde Legal: um projeto com parcerias da Prefeitura de Rio Verde (MT), Secretaria Estadual do Meio Ambiente, Procuradoria Geral, *The Nature Conservancy* (TNC) entre outras organizações;
- Embalagens com certificação FSC (*Forest Stewardship Council*);
- Programa 3Rs (Reduzir, Reutilizar e Reciclar).

A Perdigão desenvolve diversas ações com vista à sustentabilidade, tendo preocupações essenciais com a água, por ser fonte não renovável, e com a energia buscando assim soluções inovadoras. Diversas ações são desenvolvidas pela empresa para a proteção do meio ambiente se destacando:

- Programa de Suinocultura Sustentável;
- Programa de Florestas Renováveis;
- O Programa de Reuso de Água;
- Programa de Racionalização e Conservação de Energia – Procep;
- Além das ações focadas e implementadas pelo público interno, a Perdigão investe na conscientização das comunidades vizinhas às suas fábricas para adoção de medidas de proteção ao meio ambiente, por meio de palestras, oficinas de reciclagem e programas de instrução organizados por governos ou ONGs.

### **6.1.3. Prosperidade Econômica**

A Prosperidade Econômica ou sustentabilidade econômica é mais um pilar do *Triple Bottom Line* para a Sustentabilidade Corporativa. Para Sachs (*apud* STROBEL, 2005) ela é possibilitada por uma alocação e gestão mais eficiente dos recursos e por um fluxo regular do investimento público e privado. Segundo o autor, a eficiência econômica deve ser avaliada, mais em termos macrossociais do que apenas por critérios de lucratividade microempresariais.

Na Sadia, os riscos são controlados pela área de Gestão de Riscos, por meio da identificação das exposições e correlações entre os diferentes fatores de risco, princi-

palmente com relação às variações de taxas de câmbio e juros, preço de commodities e riscos de crédito, usando a metodologia de cálculo de VAR (*Value at Risk*) e simulações de cenários (*stress test*). O Comitê Financeiro e Investimentos é quem define a estratégia da administração na gestão dos riscos, dentro de parâmetros de limites de exposição. A responsabilidade pelo cumprimento da política está a cargo da Diretoria de Finanças, Administração e Tecnologia da Informação.

Na Perdigão, ao adotar a prática da Sustentabilidade Corporativa, instituindo o Comitê de Governança, Sustentabilidade e Estratégia e o Comitê de Finanças e Política e Riscos, buscou minimizar sua exposição a riscos com base em uma Política de Risco sob gestão do Comitê de Gestão de Risco Financeiro, Diretoria Executiva e Conselho de Administração. O Comitê de Gestão de Risco Financeiro é o responsável pela elaboração e execução da política de risco supervisionando os processos, avaliando e aprovando alternativas de *hedge*.

Dentre os riscos assumidos pelas empresas Sadia e Perdigão destacam-se os riscos cambiais, os riscos de commodities e a flutuação da taxa de juros. No que tange à contenção dos riscos, tanto a Sadia quanto a Perdigão lançam mão de instrumentos de proteção, os chamados *derivativos*.

Quanto à demonstração de Relatórios de Administração, Relatórios de Resultados e Balanços, as empresas de sociedade por ações têm normas regidas pela CVM que padronizam a divulgação dessas informações.

## **6.2. Cenário financeiro das empresas Sadia e Perdigão no período de 2005-2008**

Para a realização deste trabalho, foram comparados os Balanços e DREs, constantes dos Relatórios de Administração e dos Relatórios Financeiros das empresas Sadia e Perdigão, compreendendo os anos de 2005 até 2008, assim como as Notas Explicativas.

É de suma importância ressaltar que as duas empresas usam o conceito de *fair value* (valor justo), considerando condições e premissas de mercado, na data-base dessas demonstrações e não representam necessariamente desembolso ou recebimento de caixa, caso as transações fossem liquidadas na data das demonstrações contábeis.

De posse dos principais dados das empresas entre 2005 e 2008, foi possível constatar que, em busca de crescimento, os investimentos se tornaram maiores ano após ano. A Sadia passou de R\$686 milhões, em 2005, para R\$ 1,85 bilhões em 2008, enquanto que a Perdigão saltou de R\$ 280 milhões, em 2005 para R\$ 2,4 bilhões, em 2008.

Em consequência desses investimentos e ganhos de produtividade, os resultados operacionais também cresceram, chegando a valores recordes em 2008 para as duas Companhias onde a Sadia, mesmo em ano de crise, obteve mais de R\$ 12 milhões e a Perdigão, R\$ 13 milhões.

Contudo, apesar da receita operacional da Perdigão ser crescente e superar o da Sadia em 2008, ao se comparar o LAJIDA (EBITDA), nota-se um paralelismo semelhante dessas, mesmo no ano da crise financeira (2008), na casa de 1,16 milhões. Isso pode ser explicado pelo fato de as empresas atuarem nos mesmos setores, não possibilitando



assim grandes diferenças, até mesmo porque, no Brasil, elas estavam na liderança (1º lugar, Sadia, e 2º Perdigão) de vários produtos, nesse período.

### **6.3. A crise financeira e os derivativos**

A crise dos Derivativos que se abateu sobre as empresas brasileiras, inclusive a Sadia, foi também chamada de crise econômico-financeira, tendo seu início na Crise do *Subprime*, a qual estourou em meados de 2007. Segundo Torres Filho e Borca Junior (2008), o mercado imobiliário norte-americano estava a pleno vapor até que vários compradores desistiram de continuar pagando seus imóveis, pois com o aumento dos juros e, conseqüentemente, com o aumento do valor das prestações, já não havia razão para pagar, uma vez que os imóveis não mais valiam o valor financiado. O problema se agravou na medida em que esses imóveis estavam ligados a várias instituições financeiras mediante operações de derivativos, repassados ao mercado de capitais e a vários investidores no mundo todo. Como não contavam com garantias, os títulos perderam seu valor ao mesmo passo da desvalorização dos imóveis, fazendo os investidores resgatarem suas aplicações. A consequência foi a elevação de suas taxas de captação em relação à taxa básica de juros da economia, indicando problemas de liquidez em curto prazo no sistema financeiro.

Com o estouro da crise surgem dois fatores para o mercado mundial: a inflação e a valorização da moeda americana (dólar), e o que era uma crise imobiliária tornou-se uma crise financeira com proporções mundiais. Isso se deu porque o mercado financeiro é baseado na moeda americana, e empresas de todo o mundo viram seus lucros de exportação diminuir junto com o aumento dos custos de produção. Contudo, o pior veio graças à absorção do uso dos derivativos no mercado financeiro. Uma vez que o clima de insegurança se espalhou pelo mercado, empresas de todo o mundo, que utilizavam os derivativos como forma de especulação, sofreram grandes perdas. No Brasil, não foi diferente, pois, segundo Garcia e Vervloet (2009), a estabilidade econômica, o crescimento da economia mundial com juros baixos e o controle da inflação geraram clima de otimismo, sendo cada vez mais negociados contratos de derivativos. Para Cintra e Borghi (2009), as empresas passaram a utilizar os derivativos para especular em vez da proteção de mercado. O resultado final foi grandes perdas no mercado financeiro e dificuldades de manutenção do negócio.

Assim, como tantas outras empresas brasileiras, a Sadia e a Perdigão são empresas com negócios em vários países e para isso também utilizavam esse instrumento financeiro (derivativo). Segundo as mesmas, a utilização se dava como medida de proteção aos riscos aos quais estavam expostas como risco cambial, de juros e commodities.

#### **6.3.1. Riscos assumidos pelos Comitês de Gestão de Riscos da Sadia e da Perdigão**

Na Sadia, a Política Financeira prevê que esses riscos sejam controlados pela Gestão de Riscos, visando proteger ativos e passivos operacionais e financeiros. Nos Demonstrativos Financeiros da Sadia, de 2005 a 2009, asseveram que a política finan-

ceira para o câmbio determina que o limite da exposição cambial deve respeitar o menor valor entre: (I) 20% do patrimônio líquido da Companhia; ou (II) para os três meses seguintes à data base, o limite de até 10 dias de exportação e/ou os 12 meses seguintes à data base, 50% da geração líquida de caixa (Nota Explicativa, item 23).

Na Perdigão, a utilização de instrumentos de proteção para minimizar sua exposição a riscos é baseada numa Política de Gestão de Risco Financeiro, junto a procedimentos aprovados pelo Conselho de Administração. Tais políticas e procedimentos incluem o monitoramento dos níveis de exposição a cada risco do mercado, mensuração de cada risco, inclusive com análise contábil e previsão de fluxo de caixa futuros, além de estabelecer limites para tomada de decisão e utilização. Todas as operações de instrumentos de proteção efetuadas pela Companhia têm propósito de proteção sobre a exposição cambial de sua dívida e fluxo de caixa e a exposição a taxa de juros. A política não autoriza que a Companhia contrate operações alavancadas em mercados derivativos, bem como determina que operações individuais de *hedge* estejam limitadas a 2,5% do patrimônio líquido da Companhia (Nota Explicativa, item 17).

Os passivos financeiros derivativos, mensurados a valor justo, são instrumentos derivativos financeiros ativamente negociados em mercado organizados, e seu valor justo é determinado com base nos valores cotados no mercado na data de fechamento de balanço. Esses instrumentos financeiros são designados no reconhecimento inicial ao valor justo, classificados como empréstimos com contrapartida no resultado das rubricas de receitas ou despesas financeiras, de *hedge* de fluxo de caixa, que são registrados no patrimônio líquido pelo montante líquido dos efeitos tributários.

Sua contabilização segue o Pronunciamento Técnico nº 14, do CPC, que possibilita a aplicação da metodologia de contabilidade de proteção (*hedge accounting*) com efeito de mensuração do valor justo no Patrimônio Líquido.

Dessa forma, tanto a Sadia quanto a Perdigão mensuraram os derivativos pelo seu valor justo, demonstrando os ganhos e as perdas no resultado do exercício.

#### **6.4. Os derivativos nas Demonstrações Financeiras da Sadia e Perdigão**

##### **6.4.1. Derivativos nos Relatórios Financeiros da Sadia**

No ano de 2008, a Sadia classificou os instrumentos financeiros em títulos para negociação, títulos disponíveis para venda, valores a pagar ou a receber de contratos futuros e empréstimos e recebíveis. Os passivos financeiros são reconhecidos inicialmente ao valor justo agregado aos eventuais custos de transição e sua mensuração subsequente é feita pelo custo amortizado. Antes de 2008, as operações com instrumentos derivativos eram contabilizadas quando realizadas, e seus valores justos divulgados nas demonstrações contábeis.

De acordo com as Notas Explicativas da Sadia (2008), a Companhia utilizou como estratégia de *hedge* cambial, contratos futuros de câmbio (*Non Deliverable Forward*, *Target Forward* e opções), como forma de mitigar os impactos das variações das taxas de câmbio sobre ativos e passivos reconhecidos e transações esperadas.

Quanto aos contratos de *Non Deliverable Forward* são operações de balcão de

venda e/ou compra de dólar com vencimento futuro, sem desembolso de caixa inicial, tendo como base o valor em dólar (*notional*) e uma taxa futura comprada ou vendida (*strike*). No vencimento da operação o resultado será a diferença entre a taxa contratada e Ptax no vencimento, multiplicado pelo valor base.

Quanto aos contratos de *Target Forward* – venda, são operações de balcão de venda de dólar com vencimentos futuros, sem desembolso de caixa inicial, com as seguintes condições: caso a taxa Ptax<sup>3</sup>, na data do vencimento estiver abaixo do dólar contratado, a Companhia receberá a diferença entre o dólar contratado e a Ptax, multiplicado pelo valor base original. Pode haver um limitador de ganho para a Companhia quando a diferença entre a Ptax e o *strike*, ao longo dos vencimentos, atingir na média R\$ 0,50, cancelando os vencimentos subsequentes. Se o dólar estiver acima do *strike*, a Companhia pagará a diferença entre o dólar contratado e a Ptax, multiplicada pelo dobro do valor base.

Os contratos de *Target forward* – compra, também são operações de balcão de compra de dólar com vencimentos futuros, sem desembolso de caixa inicial com as seguintes condições: caso a Ptax, na data do vencimento, estiver acima do dólar contratado, a Companhia receberá a diferença entre a taxa contratada e a Ptax, multiplicada pelo valor base original. Pode haver um limitador de ganho para a Companhia quando a diferença entre a Ptax e o *strike*, ao longo dos vencimentos, atingir, na média, R\$ 0,50, cancelando os vencimentos subsequentes. Se o dólar estiver abaixo do *strike*, a Companhia pagará a diferença entre o dólar contratado e a Ptax, multiplicada pelo dobro do valor base.

É importante salientar que os dados descritos acima são informados nas Notas Explicativas dos Relatórios Financeiros de 2007 e 2008. Porém, não são informados nas Notas Explicativas dos anos anteriores (2005 e 2006), porque ainda não existia a Lei 11.638/07, bem como os Pronunciamentos Técnicos do CPC, que obrigam as organizações a detalhar suas operações de risco nos Relatórios.

#### 6.4.1.2. Prejuízos registrados pela Sadia

A Sadia, em suas Notas Explicativas (2008), no tópico “Riscos de Taxas de Câmbios e de Juros”, apresentou um prejuízo registrado, a valor justo (“marcação a mercado”), entre posições compradas e vendidas, no valor de R\$ 1.999.158. Portanto, quase 2 bilhões de prejuízos em posições assumidas com os contratos de derivativos. Essa posição, em valores a receber e a pagar (entre realizados e a realizar) soma algo em torno de R\$ 2,2 bilhões.

No entanto, as posições de 2007 são muito mais favoráveis, gerando lucros, a valor justo, entre posições compradas e vendidas, no total de R\$ 99.812, sendo que as

---

<sup>3</sup> Ptax é uma taxa de câmbio calculada ao final de cada dia pelo Banco Central do Brasil. Consiste na taxa média de todos os negócios com dólares realizados naquela data no mercado interbancário de câmbio com liquidação em D+2 (dia útil mais dois dias úteis). Normalmente, os contratos de derivativos de câmbio são liquidados com base na PTAX divulgada para o dia útil anterior.

estimativas projetadas nas Notas Explicativas (2008), para o exercício de 2009, tiveram um efeito líquido da ordem de R\$ 330 milhões.

#### 6.4.1.3. Síntese dos fatos ocorridos em 2007-2008 com a Sadia

A partir de setembro, a moeda brasileira sofreu forte desvalorização em meio aos efeitos da crise sistêmica internacional. No dia 25 de setembro de 2008 foi divulgado o fato relevante pela Sadia relatando que a diretoria financeira excedeu os limites da política financeira. Tão logo tomou conhecimento do fato, o Conselho de Administração determinou que fossem tomadas as providências necessárias para a redução da exposição. Com a finalidade de reduzir a exposição relativa a tais operações, a Administração da Companhia decidiu liquidar antecipadamente parte destas operações, realizando uma perda no valor de R\$ 544,5 milhões, registrada na rubrica de variação cambial sobre derivativos.

Em setembro de 2008, com o agravamento da crise financeira internacional, uma determinada instituição financeira americana, cujo risco fazia parte de uma das modalidades de notas estruturadas da carteira de aplicação da Companhia, entrou em *default*. Como consequência, a Companhia recebeu títulos dessa instituição em troca do principal aplicado. Com o aumento da volatilidade dos ativos financeiros no mercado internacional, a marcação a valor de mercado desses títulos, bem como de outros ativos do fundo, totalizaram uma perda de R\$ 239,5 milhões. A Companhia também alienou algumas de suas notas estruturadas, em um momento de *stress* do mercado financeiro, realizando uma perda no valor de R\$ 108,7 milhões. Em 30 de setembro de 2008, o valor de R\$ 348,2 milhões, decorrente da marcação a mercado e da perda realizada na alienação de ativos, foi registrado nas despesas financeiras. Os resultados, a realizarem, das operações de balcão, no mercado futuro de câmbio, não são reconhecidos contabilmente. Esses contratos estão segregados e definidos como operacionais ou financeiros, de acordo com o objetivo específico.

O prejuízo com derivativos obtido pela Sadia se deve principalmente às condições de contrato dos mesmos, pois, como relatado no Relatório Financeiro de 2008 e sintetizado por Garcia e Vervloet (2009), a taxa de câmbio combinada era mais favorável às instituições financeiras, uma vez que para essas havia limite de perda, enquanto que para a Companhia, no caso de ser desfavorável, sua perda seria de duas vezes o valor pactuado.

A companhia acreditava que o valor em risco dos ativos e passivos operacionais e financeiros expostos às variações de taxa de câmbio e juros, para um ano, com 95% de confiança, era de R\$ 974.094. Contudo, os resultados com instrumentos derivativos de câmbio e swap, para o exercício findo em 31 de dezembro de 2008, geraram uma perda de R\$ 2.365.815 (ganho de R\$ 191.622 no exercício de 2007), sendo uma perda líquida no montante de R\$ 2.551.255, contabilizada como resultado financeiro nas rubricas de resultado com instrumentos derivativos (perda de R\$ 14.977 no exercício de 2007) e um ganho no montante de R\$ 185.442, como resultado operacional na rubrica de receita operacional bruta (ganho de R\$ 206.599 no mesmo exercício de 2007). As

perdas com derivativos foram realizadas em parte com “efeito caixa” de (R\$ 705,9 milhões), sendo o restante (R\$ 1,8 bilhão) reconhecido nas demonstrações financeiras.

Apesar do desempenho operacional da Companhia ser de R\$ 12,2 bilhões devido à estratégia de crescimento em segmentos e produtos de maior valor agregado, a empresa sofreu perdas no resultado líquido de R\$ 2,48 bilhões. Esse foi o primeiro prejuízo anual da Companhia em seus 64 anos de história. Na verdade, foi o primeiro e único.

Após as grandes perdas no mercado financeiro, por uso dos derivativos, a Sadia prestou a seguinte nota no Relatório de Administração de 2008: “com a desvalorização do real e as consequentes perdas financeiras, aperfeiçoamos nossa política de gestão de riscos e de governança corporativa e promovemos uma revisão de processos e estrutura na área financeira”.

#### ***6.4.2. Derivativos nos Relatórios Financeiros da Perdigão***

A Perdigão mensurou suas operações de derivativos realizadas por meio de instrumentos de NDF, swap de moeda e de taxas de juros a valores de mercado, conforme as diretrizes do CPC14. Ela também analisou as variações em moeda estrangeira como fator principal de risco, visto que é a variável que sofre impacto das demais variáveis, tais como juros, commodities e bolsas.

Os comprometimentos com instrumentos derivativos da Perdigão sempre foram dentro de margens aceitáveis para a gestão de riscos, com valores de R\$ 154.264, em 2005 e R\$ 318.886, em 2006, obtendo pequenas perdas de R\$ 8.858, em 2005 e R\$ 10.238, em 2006. Em 2007, ela manteve a postura de pequenos investimentos em derivativos com R\$ 334.234, obtendo perda de R\$ 7.097.

Dessa forma, observa-se que a Perdigão, diferentemente da Sadia, não possuía grandes aplicações em instrumentos de derivativos. No entanto, os empréstimos em moeda estrangeira sofreram os impactos da variação cambial, e projeções foram feitas para suportar o impacto dessa variação.

#### ***6.5. Fusão da Sadia e Perdigão***

A Sadia sempre esteve focada no segmento alimentício, mais especificamente no setor de carnes e derivados, enquanto que a Perdigão não buscou esta centralização no início de suas atividades, investindo em vários segmentos simultaneamente, demonstrando assim, estratégias diferentes de crescimento.

As modificações das duas empresas foram bastante significativas durante os anos de existência das mesmas, seja em suas estruturas, seja nos produtos ou até mesmo composição de capital e controle. Sendo empresas de capital aberto, possuem ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), contudo até o processo de fusão, a Sadia ainda estava sob o comando da família fundadora de Attilio Fontana, enquanto que a Perdigão já era administrada por um consórcio de Fundo de Pensão desde a década de 90.

Como mais um passo em busca de crescimento a Sadia tentou a aquisição da concorrente, em 2006, liderada por Walter Fontana, contudo, essa não foi aceita pelos acionistas da Perdigão. Já em 2009, após a crise financeira, surge uma oportunidade de fusão, e a Sadia, que sempre fora considerada mais eficiente e rentável até então, é incorporada pela Perdigão, formando a BR Foods.

## 7. Considerações finais

A história das duas empresas apresenta características semelhantes com o estado de origem (Santa Catarina); contudo, elas apresentam divergências quanto à forma de expansão, tendo a Sadia um foco num segmento mais específico (carnes e derivados) enquanto a Perdigão direcionou seus investimentos para um portfólio mais amplo.

De acordo com as pesquisas feitas, as duas empresas cumpriram plenamente o que foi preceituado na definição de *dimensão social*, desenvolvendo vários programas voltados para os funcionários, além de outros programas destinados às comunidades onde elas estão presentes.

As pesquisas também evidenciaram que a dimensão ambiental também foi preocupação das empresas durante o período pesquisado, pois foram criadas políticas ambientais e estratégias de manutenção do meio ambiente, sendo desenvolvidos projetos que vão além da preservação, pois trazem ganhos financeiros com diminuição de custos, como nos Programas de redução de energia e água, introduzidos pelas duas empresas.

No que se refere à dimensão econômico-financeira, as duas empresas apresentaram comportamentos semelhantes, com a introdução da Governança Corporativa, Código de Ética e demonstração de relatórios financeiros, adotando a alteração da Lei da Sociedade por Ações, nº 11.638/07 e Medida Provisória nº 449/08.

Contudo, quanto à Gestão de Riscos, apesar de criarem comitês voltados à identificação e criação de estratégias contra os riscos, as empresas têm posições divergentes, tendo a Perdigão uma postura conservadora e a Sadia uma postura mais propensa ao risco. Isso se refletiu na forma como os instrumentos financeiros (derivativos) foram usados pelas duas empresas: na Perdigão, como instrumento de proteção; e na Sadia, como instrumento de especulação.

Dessa forma, pode-se perceber que a sustentabilidade corporativa, pregada pela Sadia, na verdade, não correspondia aos fatos, sendo os acionistas e investidores iludidos quanto às práticas da mesma. O fato de se expor demasiadamente aos riscos, em busca de ganhos maiores, lhe custou um prejuízo de R\$ 2,6 bilhões, no ano de 2008, e dificuldade de levantar fundos para quitar seu passivo financeiro. Isso gerou a embaraçosa situação de incorporação pela sua principal concorrente. O termo “embaraçosa” se deve ao fato de que, em 2006, a Sadia havia feito uma proposta de aquisição da Perdigão, e agora passa a ser sua subsidiária.

A BR Foods, *holding* criada da fusão entre Sadia e Perdigão, assumiu parte dos prejuízos com derivativos da Sadia, sendo que no mesmo ano da fusão (2009) apresentou lucro líquido de R\$ 360 milhões.

Com o estudo realizado entende-se que a sustentabilidade corporativa plena só pode ser alcançada quando as três dimensões (ambiental, social e econômico-financeira) são conciliadas de forma dinâmica, sem que uma se sobressaia à outra, tornando a empresa um ser sustentável que satisfaz suas necessidades presentes sem comprometer as necessidades futuras. A Perdigão, embora taxada de conservadora em suas ações gerenciais, é o exemplo de condução no sentido da sustentabilidade corporativa.

Quanto aos derivativos, sua utilização se faz de suma importância para empresas que negociam câmbio, *commodities* e financiamentos com mercados internacionais; entretanto, o uso dos mesmos deve ser de forma racional, não submetendo a companhia a altos riscos, como fez a Sadia, o que lhe custou a perda do controle acionário após sessenta anos de grandes negócios.

## **Referências**

BR FOODS. *Demonstrativo Financeiro 2009*. Disponível em: <http://www.brfoods.com.br>. Acesso em: setembro de 2010.

\_\_\_\_\_. *Notas Explicativas 2009*. Disponível em: <http://www.brfoods.com.br>. Acesso em: setembro de 2010.

\_\_\_\_\_. *Relatório Anual 2009*. Disponível em: <http://www.brfoods.com.br>. Acesso em: setembro de 2010.

CAVALCANTE FILHO, Francisco da S. *Mercado de Opções – o que é e como funciona*. Rio de Janeiro: Campus, 2002, caps. 4 e 5.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FARHI, Maryse. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. *Revista de Economia Política*, vol. 29, n. 3. São Paulo, jul./set. 2009. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rep/v29n3/a17v29n3.pdf>. Acesso em 16/03/2010.

COSTA, Cláudia Soares; VISCONTI, Gabriel Soares Costa. *Empresas, responsabilidade corporativa e investimento social: uma abordagem introdutória*. Relato Setorial, n. 2. 2000. Disponível em <http://www.bndespar.gov.br/pdf>. Acesso em 25/08/2010.

DIAS, Reinaldo. *Gestão Ambiental: responsabilidade social e sustentabilidade*. São Paulo: Atlas, 2006. 196p.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. *Princípios de Administração Financeira*. Tradução Antonio Zonatta Sanvicente. 10.ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004. 745p.

GARCIA, Márcio; VERVLOET, Werther. *Incentivo perverso das reservas internacionais: o caso das empresas exportadoras brasileiras*. Rio de Janeiro, 2009. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br>. Acesso em 14/04/2010.

LEI Nº 6.404/76. Disponível em: [http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404\\_1976.htm](http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404_1976.htm). Lei nº 6.404/76 código civil. Acesso em 15 de ago. 2010.

LEI Nº 11.638/07. Disponível em: [http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404\\_1976.htm](http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404_1976.htm). Lei nº 6.404/76 código civil. Acesso em 15 de ago. 2010.

LEITE, Hélio de Paula. *Introdução à administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1986. 470p.

LIMA, Iran Siqueira; LOPES, Alessandro Broedel. *Contabilidade e Controle de Operações com Derivativos*. São Paulo: Pioneira, 1999. 141p.

LINS, Clarissa; WAJNBERG, Daniel. *Sustentabilidade Corporativa no setor financeiro brasileiro*. Fundação Brasileira para o Desenvolvimento Sustentável. Rio de Janeiro, ago. 2007. 63p.

MEDIDA PROVISÓRIA Nº 449/08. Disponível em: [http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404\\_1976.htm](http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404_1976.htm). Lei nº 6.404/76 código civil. Acesso em 15 de ago. 2010.

MENDES, Tânia. A única saída para o progresso, in: *Revista Brasileira de Administração*. Brasília, ano XVII, n. 67, 24-30 nov./dez. 2008.

MERICO, Luiz Fernando Krieger. *Introdução à economia ecológica*. 2 ed. Blumenau: Edifurb, 2002. 129p.

OUCHI, Carlos Hiroshi Cortês. *Práticas de Sustentabilidade Corporativa no Brasil: uma análise do setor de papel e celulose*. 2006. 87 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

PERDIGÃO. *Demonstrativo Financeiro 2005-2008*. Disponível em: <http://www.perdigão.com.br>. Acesso em: setembro de 2010.

\_\_\_\_\_. *Notas Explicativas 2005-2008*. Disponível em: <http://www.perdigão.com.br>. Acesso em: setembro de 2010.

\_\_\_\_\_. *Relatório Anual 2005-2008*. Disponível em: <http://www.perdigão.com.br>. Acesso em: setembro de 2010.

PINTO, Edemir. *Mercados Derivativos*. São Paulo, 2007. Disponível em [http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/serie-introdutoria\\_mercados-](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/serie-introdutoria_mercados-)



derivativos.pdf>. Acesso em 05/05/2010.

SADIA. *Demonstrativo Financeiro 2005-2008*. Disponível em: <<http://www.sadia.com.br>>. Acesso em: setembro de 2010

\_\_\_\_\_. *Notas Explicativas 2005-2008*. Disponível em: <<http://www.sadia.com.br>>. Acesso em: setembro de 2010.

\_\_\_\_\_. *Relatório Anual 2005-2008*. Disponível em: <<http://www.sadia.com.br>>. Acesso em: setembro de 2010.

STROBEL, Juliana Scapulatempo. *Modelo para mensuração da sustentabilidade corporativa através de indicadores*. Florianópolis 2005. Universidade federal de santa Catarina. Disponível em <http://www.tede.ufsc.br/teses/PEPS4500.PDF>. Acesso em 30/08/2010.

STEINBERG, Herbert. et al. *A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e as piores práticas*. São Paulo: Gente, 2003. 225p.

TORRES FILHO; Ernani Teixeira; BORCA JUNIOR; Gilberto Rodrigues. Analisando a crise do *subprime*, in: *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, vol. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008. Disponível em <http://www.bndes.gov.br>. Acesso em 16/03/2010.