PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO

Departamento de Economia

Monografia

"Derivativos na Gestão Corporativa"

Marcelo Araujo de Vasconcellos

Matrícula nº 0612112

Orientadora: Maria de Nazareth

Tutor: Juliano Junqueira

Dezembro 2010

Sumário

1. Introdução 3

2. Risco 4

2.1. Conceito.....4

2.2. Tipo de Risco.....4

2.2.1. Risco de Mercado.....4

2.2.3. Risco de Crédito.....5

2.2.4. Risco Operacional.....6

2.2.5. Risco Legal.....8

3. Derivativos.....9

3.1. Conceitos.....9

3.2. Principais Mercados de Derivativos.....10

3.2.1. Mercado a Termo.....10

3.2.2. Mercado Futuro.....11

3.2.3. Mercado de Opções.....12

3.2.4. Swap.....13

3.3. Finalidade dos Derivativos.....13

3.3.1. Hedge.....13

3.3.2. Alavancagem.....13

3.3.3. Especulação.....13

3.3.4. Arbitragem.....14

3.4. Participantes do Mercado de Derivativos.....14

3.4.1. Hedger.....14

3.4.2. Arbitrador.....14

3.4.3. Especulador.....14

4. Gestão Corporativa.....16

4.1. Objetivos do Hedge.....16

4.1.1. Redução da Volatilidade.....16

4.1.2. Aumento da Alavancagem Financeira.....17

4.1.3. Melhoria da Imagem da Gestão.....17

4.1.4. Aumento da eficiência fiscal.....17

4.1.5. Criação de Valor ao acionista.....18

4.2. Responsabilidades na Gestão Financeira e sua Modernização.....18

5. Estudo de Caso.....22

5.1. A Sadia.....22

5.2. Análise dos Resultados do Exercício de 2008.....24

5.2.1. Posições em Derivativos.....25

5.2.2. Condições dos Contratos.....27

5.2.3. Reflexões nos Resultados Financeiros.....29

5.3. A Sadia e o Mercado 35

5.4. Brasil Foods, a Fusão da Sadia e Perdigão.....38

6. Regulação 45

6.1. Basiléia.....45

6.2. Crise e Regulação.....46

6.3. Brasil, Crise e Regulação.....48

7. Conclusão.....56

8. Bibliografia.....58

1. Introdução

O intenso movimento de globalização das últimas décadas fez as economias do mundo inteiro alcançar um nível de interdependência muito grande. As trocas comerciais são muito mais intensas hoje do que em qualquer outra época. Paralelamente com essa trajetória do comércio internacional, os mercados financeiros do mundo todo evoluíram da mesma forma e, hoje há uma conexão do setor financeiro mundial muito grande e com a ajuda das novas tecnologias as transações efetuadas e troca de informações são muito rápidas o que aumenta a dinâmica das atividades como um todo.

Esta evolução dos mercados financeiros globais levou a criação de produtos financeiros cada vez mais complexos e cada vez mais presentes na gestão corporativa, não se restringindo apenas dentro do setor financeiro. Desta forma, a governança corporativa deve se adequar a esta modernização dos mercados e produtos financeiros de forma a mitigar os riscos presentes nas operações realizadas, caso contrário os danos sofridos pelas empresas podem ser muito grandes.

Esta monografia irá estudar o caso da empresa Sadia que no ano de 2008 quebrou após se envolver com operações de derivativos sem controlar os riscos inerentes adequadamente, que culminou na fusão com a sua maior concorrente. Inicialmente será feita uma abordagem teórica sobre risco e sobre derivativos nos capítulos 2 e 3, respectivamente. No capítulo 4, será introduzido aspectos relevantes a gestão corporativa e sua importância. Em seguida, no capítulo 5, será feito o estudo de caso da Sadia detalhadamente, explicando as operações feitas pela empresa e seus impactos sobre os resultados da empresa, bem como o processo de fusão com a Perdigão. Por fim, no capítulo 6, será feita uma análise sobre as questões de incentivos gerados pela regulação do sistema e posteriormente no capítulo 7 será feita a conclusão do trabalho.

2. Risco

2.1 Conceito

Na ciência atuarial o conceito de Risco está associado à probabilidade de um determinado evento acontecer, independentemente da ação humana, que gere prejuízos econômicos. O cálculo de risco pode ser definido como a tentativa de se medir o grau de incerteza na obtenção do retorno esperado em uma determinada aplicação financeira ou investimento realizado.

2.2. Tipo de Risco

Sob uma análise das origens dos riscos, podemos separar em dois fatores geradores de riscos em relação à firma: externos e internos. No primeiro grupo, são considerados eventos econômicos, políticos, sociais e até climáticos, ou seja, são eventos que a empresa não consegue modificar. Os riscos internos decorrem de práticas que ocorrem dentro da empresa com a intenção de criar vantagem competitiva e valor de mercado.

Genericamente, os riscos enfrentados pelas empresas podem ser divididos em quatro grandes grupos: Risco de Mercado, Risco de Crédito, Risco Operacional e Risco Legal. Segue abaixo uma breve descrição destes, baseada no artigo "Gerenciamento de Riscos Corporativos: Classificação, Definições e Exemplos" de Duarte, Pinheiro e Jordão.

2.2.1 Risco de Mercado

O risco de mercado é proveniente das modificações de nível do preço e da volatilidade do ativo negociado, isto é, uma medida numérica da incerteza relacionada aos retornos esperados de um investimento em decorrência de variações de fatores como taxas de juros, taxas de câmbio, preços de ações e commodities. As principais subáreas do risco de mercado são: Taxam de Juros, Taxa de Câmbio, Commodities, Ações, Liquidez, Derivativos, Hedge e Concentração de mercado.

Os riscos de juros, câmbio, commodities, ações e derivativos se referem a mudanças adversas no preço de mercado dos ativos em questão. Os juros podem deteriorar o valor dos títulos públicos ou privados, podem encarecer o custo de funding e reduzir a taxa de investimento. O câmbio varia o valor de ativos negociados em moeda estrangeira e pode gerar descasamento de carteiras indexadas a moedas estrangeiras.

Commodities, ações e derivativos geram perdas devido à mudança no valor de mercado das respectivas carteiras (ou contratos).

Já a liquidez pode atingir a firma em duas formas: a liquidez de ativos e a liquidez de financiamento. O risco de liquidez de ativos ocorre quando não há compradores para uma determinada posição a preço de mercado, devido ao tamanho da posição. Já o risco de liquidez de financiamento, também conhecido como risco de fluxo de caixa, ocorre quando existe incapacidade de honrar pagamentos.

O risco de *hedge* ocorre quando instrumentos de *hedge* são usados inapropriadamente. Há perdas quando não se ajusta o hedge aos movimentos bruscos do mercado e/ou não se faz hedge ótimo.

O risco de concentração ocorre quando não há diversificação dos investimentos, o que leva a empresa a ficar vulnerável à volatilidade de poucos indexadores.

2.2.2. Risco de Crédito

O risco de crédito ocorre quando as contrapartes não cumprem suas obrigações contratuais. As subáreas do risco de crédito são: Inadimplência, Degradação de Crédito, Degradação de Garantias, Soberano, Financiador e Concentração de crédito.

O risco de inadimplência pode ser definido como risco de perda devido à incapacidade de pagamento da contraparte, tal como o não pagamento de juros e/ou principal por parte do tomador para com o credor.

Já a degradação de crédito refere-se à degradação da qualidade creditícia do tomador de um empréstimo, contraparte de uma transação ou emissor de um título, levando a uma diminuição no valor de suas obrigações. O risco de degradação de garantias é bastante semelhante, se referindo à queda de preços do ativo depositado como garantia.

O risco soberano esta relacionado à incapacidade de honrar compromissos devido a restrições impostas pelo país sede.

O risco de financiador ocorre quando o financiador de uma transação fica inadimplente, potencializado quando o contrato não contempla acordo de liquidação por compensação de direitos e obrigações.

O risco de concentração é definido como o risco em decorrência da não diversificação da carteira de crédito. Por exemplo, concentração de empréstimos em poucos setores da economia.

2.2.3. Risco Operacional

O risco operacional ocorre quando os sistemas e medidas de controle das instituições não são capazes de resistir às falhas humanas, tecnológicas e acidentais. Suas subáreas são: Risco de *Overload*, Obsolescência, Confiabilidade, Equipamento, Erro Não Intencional, Fraude, Qualificação, Produtos e Serviços, Regulamentação, Modelagem, Liquidação Financeira, Sistêmico, Concentração, Imagem e Catástrofe.

O risco de *overload* pode ser definido como risco de perdas por sobrecargas nos sistemas elétricos, telefônicos, processamento de dados, etc.

Obsolescência se trata da não substituição da tecnologia antiga tanto de maquinas quanto de softwares. Por exemplo, versões atualizadas de softwares podem ser incompatíveis com os hardwares obsoletos.

Confiabilidade se refere ao tratamento de informações. O recebimento, processamento, armazenamento e transmissão devem ser feitos em tempo hábil e da maneira correta.

O risco de equipamento trata de falhas em ferramentas de trabalho, bem como computadores infectados com vírus, telefonia fora de funcionamento, etc.

Erro não intencional é aquele decorrente de equívoco, omissão, distração ou negligencia de funcionários.

Já o risco de fraude é originado por descumprimento intencional das regras da empresa, adulteração de controles, divulgação de informações equivocadas, desvio de dinheiro, etc.

O risco de qualificação está relacionado ao fato de funcionários realizarem tarefas sem conhecimento profissional adequado. Por exemplo, o uso de estratégia de hedge com derivativos sem conhecimento pleno do operador pode levar a grandes perdas financeiras, por exemplo.

O risco de Produtos e Serviços pode gerar perdas devido à venda de produtos ou prestação de serviços ocorrerem de forma indevida ou sem atender às necessidades e demandas de clientes, como por exemplo, enviar cartão de crédito sem consultar o cliente ou aconselhar um fundo de investimento agressivo para um cliente conservador.

O risco de regulamentação pode ser definido como o risco de perdas em decorrência de alterações, impropriedades ou inexistência de normas para controles internos ou externos. Se, por exemplo, houver alteração de margens de garantia ou de limites de oscilação em bolsas de derivativos sem aviso antecipado ao mercado.

O risco de modelagem envolve o risco de perdas pelo desenvolvimento, utilização ou interpretação incorreta dos resultados fornecidos por modelos, incluindo a utilização de dados incorretos. Se uma empresa utiliza um software comprado de terceiros sem o conhecimento profundo de suas limitações, há risco de perdas financeiras.

Os riscos de liquidação financeira tratam de perdas por falhas nos procedimentos e controles de finalização das transações. Quando se faz transações internacionais deve-se estar atento para os diferentes fusos horários, feriados e regras operacionais.

Quando há risco de perdas devido alterações no ambiente operacional como um todo, denominamos de Risco Sistêmico. Se, por exemplo, a base de cálculo de tributos corporativos é alterada repentinamente, as empresas se deparam com um cenário modificado que afeta o sistema operacional todo e não há o que se fazer para contornar a situação no curto prazo.

O risco de concentração é definido como risco em decorrência da não diversificação da base de produtos, clientes, mercados e/ou fornecedores, deixando a atividade da empresa muito dependente de poucos participantes. Por exemplo, um banco especializado em crédito imobiliário irá ter grandes perdas durante uma crise no setor imobiliário devido ao enfraquecimento deste único mercado em que atua.

A alteração da reputação junto a clientes, concorrentes e órgãos governamentais é conhecida como risco de imagem. Boatos sobre a saúde financeira de um banco pode levar a uma corrida bancária.

E o último risco operacional é o risco de catástrofes, que coloca a atividade e/ou o patrimônio das empresas em risco. Estes eventos podem ser naturais ou não.

2.2.4. Risco Legal

O risco Legal gera perdas de dinheiro às instituições quando seus contratos não podem ser legalmente amparados por falta de representatividade por parte de um negociador, por documentação insuficiente, insolvência ou ilegalidade. Suas subáreas são: risco de legislação, tributário e contrato.

O risco de legislação é decorrente de sanções por reguladores e indenizações por danos a terceiros por violação da legislação vigente.

Já o tributário é oriundo da criação ou nova interpretação da incidência de tributos.

Por último, o risco de contrato se refere a perdas por contratos omissos, mal redigidos ou sem o devido amparo legal.

3. Derivativos

3.1. Conceitos

Segundo Assaf[1] derivativos são "instrumentos financeiros que se originam (dependem) do valor de um outro ativo, tido como ativo referência".

As transações envolvendo derivativos objetivam a especulação, a arbitragem e, principalmente, o *hedge* – conceito de extrema importância no mundo corporativo, indispensável para o planejamento de longo prazo de empresas financeiras e não-financeiras. Estudos recentes mostram que a utilização de instrumentos derivativos aumenta o valor da firma, visto que reduz a volatilidade do seu fluxo de caixa. Por exemplo, uma empresa cujo ativo está atrelado a taxas de juros pós-fixadas e passivo a taxas pré pode vender contratos futuros de juros para se protegerem de uma queda na taxa.

O uso de derivativos surgiu devido à necessidade de reduzir a incerteza, isto é, os derivativos foram criados para proteger os agentes contra flutuações dos preços de tal ativo ou mercadoria. Hoje é muito difícil de mensurar o tamanho deste mercado, primeiro porque grande parte dos derivativos é negociada em mercado de balcão. O mercado de balcão é aquele onde são fechado operações de compra e venda de títulos, valores mobiliários, commodities e contratos futuros diretamente entre as partes ou através de um intermediário financeiro, mas tudo fora da bolsa. Tais contratos possuem particularidades conhecidas somente entre as partes, dificultado sua negociação posterior, o que gera problema de liquidez do ativo. Toda padronização presente nas Bolsas de Valores não se faz presente no Mercado de Balcão. E segundo, porque diversas operações financeiras só existem devido a uma operação com derivativo, anteriormente estabelecida. Esses instrumentos fazem parte de uma cadeia de operações que podem estar amparando contratos comerciais em diferentes partes do mundo. Se esses mercados de derivativos parassem de ser negociados, a economia mundial sofreria bastante, pois todo processo de negociação mundial está ancorado em coberturas (hedge) contra riscos de preços e taxas por meio de derivativos.

Em suma, o uso de derivativos no mercado financeiro oferece algumas vantagens:

[1] ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro,* 9.ed., Atlas

- maior atração ao capital de risco, permitindo uma garantia de preços futuros para os ativos;

- criar defesas contra variações adversas nos preços;

- estimular liquidez no mercado físico;

- melhor gerenciamento do risco e, por conseguinte, redução dos preços dos bens;

- realizar negócios de maior porte com um volume relativamente pequeno de capital e nível de risco.

Os derivativos são utilizados tanto por pessoas quanto por empresas com objetivo de se proteger do risco de oscilações de preço. Os derivativos podem ser financeiros ou agropecuários. Os derivativos agropecuários atendem às necessidades de comercialização de determinadas mercadorias, sendo possível fixar preços que estão sujeitos a impactos diretos de fatores externos como clima, condições do solo, pragas, etc. Já os derivativos financeiros são utilizados em negócios que estão expostos a variações de taxa de juros, inflação, câmbio, etc.

No mercado de derivativos são negociados diversos produtos que podem ser classificados em quatro tipos de mercados: mercado a termo, mercado futuro, mercado de opções e swaps.

3.2. Principais Mercados de Derivativos

3.2.1. Mercado a Termo

Uma operação a termo é a compra e venda de uma determinada quantidade de ativo, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado, a contar da data de sua realização em pregão, resultando em um contrato entre as partes. O prazo do contrato é preestabelecido. O termo pode ser feito tanto no mercado de balcão quanto em bolsa.

O preço a termo de um ativo resulta da adição, ao valor cotado no mercado a vista, de uma parcela correspondente aos juros, que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato.

Na data de vencimento do contrato cada parte tem a obrigação de honrar seu compromisso, isto é, o comprador a termo deve comprar o ativo-objeto pelo preço fixado assim como o vendedor a termo deve vender o ativo-base pelo preço acordado e entregá-lo fisicamente ao comprador.

É possível realizar contrato a termo de qualquer tipo de ativo, não precisando estar listado em bolsa e, em grande parte as garantias são negociadas entre as partes.

A BOVESPA permite operações a termo, e por ser uma bolsa há algumas exigências para tal negociação. A negociação a termo na BOVESPA é semelhante à de um negócio a vista, necessitando da intermediação de uma Sociedade Corretora, que executará a operação, em pregão, por um de seus representantes. Todas as ações negociáveis na BOVESPA podem ser objeto de um contrato a termo. Os prazos permitidos para negociação a termo são de no mínimo 16 dias e no máximo 999 dias corridos. Toda transação a termo requer um depósito de garantia na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLC, que é a empresa responsável pela liquidação e controle de risco de todas as operações realizadas na BOVESPA. Sempre que ocorrer redução no valor de garantia do contrato, decorrente de oscilação na cotação dos títulos depositados como margem e/ou dos títulos-objeto da negociação, será necessário o reforço da garantia inicial, que poderá ser efetuado mediante o depósito de dinheiro ou demais ativos autorizados pela CBLC.

3.2.2 Mercado Futuro

A operação no mercado futuro envolve basicamente um compromisso de compra ou venda de determinado ativo em certa data futura, sendo este preço previamente negociado, se assemelhando ao mercado a termo. No entanto, as operações no mercado futuro só são negociadas em bolsas, diferentemente dos contratos a termo. Assim, os contratos futuros são padronizados quanto ao tipo de liquidação, prazos, lote-padrão, garantias, dentre outras características.

Para abrir uma posição no mercado futuro, o investidor deve depositar uma margem de garantia visando cobrir eventuais perdas em sua posição. Além dessa garantia inicial, no mercado futuro, o valor dos contratos sofre ajustes diários, o que permite a liquidação financeira diária, com lucros ou prejuízos, e a mudança diária de posições. Oscilações nos preços que geram perdas para os investidores (de acordo com suas posições vendidas ou compradas), devem ser cobradas em dinheiro em D +1. Em caso de ganhos nos contratos haverá respectivo crédito na conta do investidor cujo valor

é determinado pela variação do preço futuro. Esse ajuste diário tem como por objetivo principal diminuir o risco da operação, e assim do mercado como um todo. Conforme as perdas são quitadas, reduz-se o risco do investidor não honrar com o compromisso assumido no contrato futuro. Este ajuste diário constitui a principal diferença entre o contrato a termo e o futuro.

3.2.3. Mercado de Opções

O mercado de opções é uma importante alternativa para os mercados a termo e futuro. Neste mercado, não se negocia contratos que remetem obrigações as partes a comprar e vender determinado ativo em uma data futura. São negociados direitos de compra e venda de determinado ativo em uma data futura. Esses direito são adquiridos pagando-se um prêmio.

Se a opção dá o direito ao comprador (titular) de comprar o ativo-objeto pelo preço estabelecido (strike), denomina-se opção de compra (call). Se a opção dá o direito ao titular de vender o ativo-objeto por um determinado strike, denomina-se opção de venda (put).

Todo titular de uma opção detém o direito de exercer ou não a opção que possui. Já quem vende a opção, denominado de lançador, tem a obrigação de honrar com a decisão do titular. Ou seja, se o titular de uma call deseja exercer seu direito de comprar o ativo-objeto pelo strike definido, o lançador tem a obrigação de vender o ativo-objeto pelo valor do strike.

Existem dois tipos de opções quanto ao seu tipo de exercício:

- A opção tipo européia, é aquela opção que só pode ser exercida pelo seu titular na data do vencimento.
- O tipo americana, é a opção que pode ser exercida pelo titular a qualquer momento até o vencimento.

É importante notar que no Brasil, só são negociadas opções tipo européias.

A decisão do titular de exercer ou não sua opção está intimamente relacionada com o preço à vista do ativo-base. No caso de uma call, se no vencimento o preço à vista for maior que o preço do strike, então é vantajoso exercer o direito, pois estará pagando um valor menor pelo ativo do que seu preço de mercado, caso contrário não vale exercer.

3.2.4. Swap

De acordo com o Banco Central do Brasil, Swap é "um derivativo financeiro que tem por finalidade promover a troca (simultaneamente) de ativos financeiros entre os agentes econômicos envolvidos". Ou seja, entende-se como swap um contrato de troca de indexadores, que funciona como hedge, permitindo aos participantes do mercado se proteger dos riscos inerentes aos ativos que operam.

Os contratos de swap são bastante flexíveis. As partes envolvidas no processo poderão acertar entre si quais os indicadores, o prazo e as características acordadas. Desta forma, os swaps são muito utilizados para hedge, pois é possível fazer um ajuste fino para se proteger. O mercado financeiro, na prática, acabou por eleger algumas combinações mais utilizadas, como por exemplo, troca de taxas de juros pré-fixadas por taxas pós-fixadas (e vice-versa) e troca de variações cambiais por taxas pós-fixadas (e vice-versa).

O uso de swaps se dá no mercado de balcão, e entre instituições financeiras com seus clientes ou entre si. Os contratos de swap se assemelham muito aos contratos à Termo, sendo que no swap não existe a negociação de um ativo, e sim de indexadores.

3.3. Finalidade dos Derivativos

3.3.1. Hedge

Proteger o participante do mercado físico de um bem ou ativo contra variações adversas de taxas, moedas ou preços. Equivale a ter uma posição em mercado de derivativos oposta à posição assumida no mercado a vista, minimizando o risco de perda financeira decorrente de alteração adversa de preços.

3.3.2. Alavancagem

Diz-se que os derivativos têm grande poder de alavancagem, já que a negociação com esses instrumentos exige menos capital do que a compra do ativo a vista. Assim, ao adicionar posições de derivativos a seus investimentos, você pode aumentar a rentabilidade total destes a um custo mais barato.

3.3.3. Especulação

Tomar uma posição no mercado futuro ou de opções sem uma posição correspondente no mercado a vista. Nesse caso, o objetivo é operar a tendência de preços do mercado.

3.3.4. Arbitragem

Tirar proveito da diferença de preços de um mesmo produto/ativo negociado em mercados diferentes. O objetivo é aproveitar as discrepâncias no processo de formação de preços dos diversos ativos e mercadorias e entre vencimentos.

3.4. Participantes do Mercado de Derivativos

É importante entender que a existência e a atuação dos três participantes são imprescindíveis para o sucesso do mercado de derivativos. As funções de uns complementam as de outros em uma relação ativa e permanente. Somente isso garante um mercado de derivativos forte e líquido.

3.4.1. Hedger

O objetivo do hedger é proteger-se contra a oscilação de preços. A principal preocupação não é obter lucro em derivativos, mas garantir o preço de compra ou de venda de determinada mercadoria em data futura e eliminar o risco de variações adversas de preço.

3.4.2. Arbitrador

O arbitrador é o participante que tem como meta o lucro, mas não assume nenhum risco. Sua atividade consiste em buscar distorções de preços entre mercados e tirar proveito dessa diferença ou da expectativa futura dessa diferença.

A estratégia do arbitrador é comprar no mercado em que o preço está mais barato e vender no mercado em que está mais caro, lucrando um diferencial de compra e venda completamente imune a riscos, porque sabe exatamente por quanto irá comprar e vender. Em determinado momento, os dois preços tendem a equilibrar-se no preço intermediário entre os dois preços iniciais. O arbitrador acaba agindo exatamente como um árbitro, por acabar com as distorções de preços entre mercados diferentes.

3.4.3. Especulador

O especulador é um participante cujo propósito básico é obter lucro. Diferentemente dos hedgers, os especuladores não têm nenhuma negociação no mercado físico que necessite de proteção. Sua atuação consiste na compra e na venda de contratos futuros apenas para ganhar o diferencial entre o preço de compra e o de venda,

não tendo nenhum interesse pelo ativo-objeto. O conceito de especulador tem recebido conotação muito depreciativa, talvez devido ao fato de o participante visar apenas o lucro. Todavia, a presença do especulador é fundamental no mercado futuro, pois é o único que toma riscos e assim viabiliza a outra ponta da operação do hedger, fornecendo liquidez ao mercado. Quando os hedgers entram no mercado futuro, não estão propriamente eliminando o risco de variações adversas de preços e, sim, transferindo esse risco a outro participante. Como já foi demonstrado, o arbitrador também não assume riscos. O único participante que assume risco é o especulador, que entra no mercado arriscando seu capital em busca de lucro. Dessa forma, o fato de os especuladores abrirem e encerrarem suas posições a todo o momento faz com que o volume negociado aumente, trazendo liquidez para o mercado. Como as posições assumidas pelos especuladores são muito arriscadas e eles não precisam do ativo-objeto, não costumam permanecer por muito tempo no mercado e dificilmente carregam suas posições até a data de liquidação do contrato. A operação de especulação mais conhecida é a Day trade, que consiste na abertura e no encerramento da posição no mesmo dia.

Segue um pequeno resumo (retirado do site da BMFBOVESPA) dos derivativos visto aqui:

Principais diferenças entre as modalidades de derivativos

	Mercado a termo	Mercado futuro	Mercado de opções	Mercado de swap
Onde se negocia	Balcão ou bolsa.	Somente bolsa.	Balcão ou bolsa.	Balcão ou bolsa.
O que se negocia	Compromisso de comprar ou vender um bem por preço fixado em data futura.	Compromisso de comprar ou vender um bem por preço fixado em data futura.	Os compradores adquirem o direito de comprar ou de vender por preço fixo em data futura.	Compromisso de troca de um bem por outro. Trocam-se fluxos financeiros.
Posições	Ausência de intercambialidade.	Intercambialidade.	Intercambialidade.	Ausência de intercambialidade.
Liquidação	A estrutura mais comum é a liquidação somente no vencimento. Há contratos em que o comprador pode antecipar a liquidação.	Presença de ajuste diário. Compradores e vendedores têm suas posições ajustadas financeiramente todos os dias, com base no preço de fechamento da bolsa.	Liquidam-se os prêmios na contratação da operação. No vencimento, apura-se o valor da liquidação a partir do exercício do direito dos compradores.	Somente no vencimento ou antecipadamente, com a concordância das partes.

4. Gestão Corporativa

Segundo Oscar Malvessi[2], Governança corporativa é a dura disciplina no bom gerenciamento das atividades operacionais, com pessoas treinadas e motivadas, com decisões focadas em geração de valor que deverá se traduzir na busca da excelência em produtividade dos ativos e dos capitais empregados. A partir do processo de globalização dos mercados, desintermediação e inovação financeira e avanço tecnológico, têm propiciado diversos instrumentos e estratégias de gestão do capital e do risco para as corporações não financeiras no sentido de incorporar valor.

Desta forma, é natural que uma empresa exposta a riscos, tente se proteger a fim de evitar perdas financeiras. Assim, o hedge ganha importância e entra como foco da nossa discussão. Vamos analisar aqui as diversas formas que o hedge pode agregar valor a uma empresa.

4.1. Objetivos do Hedge

4.1.1. Redução da Volatilidade

Investidores avessos ao risco tendem a investir em aplicações com baixa rentabilidade, porém com menos oscilações percentuais de preço, por acharem que um aumento na rentabilidade não compensa o aumento do risco de maior volatilidade. Supondo que os resultados de uma empresa sejam dependentes da cotação do Dolar e que existe grande incerteza quanto ao futuro desta moeda, uma boa maneira de atrair investidores conservadores seria reduzir a volatilidade dos resultados sem afetar o retorno da empresa significantemente.

Utilizando o Dolar Futuro como instrumento de hedge, neste caso, é possível travar uma margem de lucro mais interessante para os investidores. No entanto, o equilíbrio da relação de custo-benefício entre a diminuição da volatilidade e a taxa de atratividade da empresa e muito frágil. O custo do hedge pode fazer com que a empresa deixe de ser atrativa. Deve-se observar a relação risco-retorno do setor e o perfil de aversão ao risco dos investidores antes de optar por esse tipo de operação.

[2]http://v2finance.com.br/artigos3/Artigo_Como_estrategia_equivocada_destroi_a_riqueza_do_Acionista_SadiaxPerdigao_Revista_IBEF_ago_2010.pdf

4.1.2. Aumento da Alavancagem Financeira

Segundo Mendonça[3] (2006), "a alavancagem financeira representa a relação entre o capital de terceiros (empréstimos obtidos) e o capital próprio da empresa". Quando o custo do capital de terceiros e menor que o do capital próprio a empresa tentara aumentar a participação do capital de terceiros sobre o capital total. Conforme a participação de capital de terceiros cresce, seu custo tende a aumentar a medida que a empresa se aproxima de seu limite de endividamento.

Ainda segundo o mesmo autor, "a razão para esse salto nos custos não poderia ser atribuída apenas ao endividamento adicional, mas também a volatilidade dos resultados da empresa, a qual e proporcional a alavancagem e pode ser arriscada se estiver em patamar muito próximo ao endividamento."

Nesse caso, o hedge serviria para aumentar a capacidade de captação de empréstimos via diminuição da volatilidade dos resultados. Isso dá a impressão de menor risco, mesmo com a alavancagem num nível superior a esperada, o que leva a menor custo de capital adicional.

4.1.3. Melhoria na Imagem da Gestão

A volatilidade dos resultados financeiros de uma empresa costuma ser observada, não só por investidores, mas também por clientes, fornecedores e credores. Desta maneira, informações sobre como a empresa se porta frente as dificuldades apresentadas pelo mercado são importantes para a decisão de fazer o hedge.

A forma como clientes, investidores, credores e fornecedores enxergam o risco da empresa pode gerar custos. Por exemplo, o desconto no valor das ações, exigência de clausulas de proteção em contratos de fornecimento de longo prazo e o aumento no custo de captação de recursos. Esses custos são chamados de custos de imagem e representam a forma como a empresa e vista pelo mercado.

4.1.4. Aumento da eficiência fiscal

A eficiência fiscal é imprescindível para a sobrevivência da empresa. O hedge como instrumento de diminuição da volatilidade dos retornos influi diretamente na otimização do pagamento de impostos.

---

[3] MENDONÇA, Álvaro A. Planejamento de hedge: segurança para gestores de empresa. São Paulo: Resenha BM&F nº 168, mai/jun 2006

Este fato se deve a forma na qual a tributação é feita. A carga tributaria é diretamente relacionada ao aumento da renda, sendo que, ocasionais perdas não são compensadas nos resultados positivos.

Uma empresa com rentabilidade estável pagará menos impostos do que outra que apresente grande volatilidade em seus retornos, supondo que ambas no fim do período tenham o mesmo lucro. A demonstração dessa afirmação e bastante simples, considerando-se uma empresa que no período de dois anos teve resultado nulo, ou seja, não gerou lucro nem prejuízo.

Caso o resultado no primeiro ano fosse positivo, a empresa teria pagado o imposto referente ao período. Porem, como o resultado do biênio e nulo, o prejuízo do ano seguinte não geraria diminuição no imposto pago anteriormente.

O hedge funciona diminuindo a volatilidade dos retornos e impedindo que resultados positivos vultosos aumentem a carga tributaria.

4.1.5f1TETBT1 0 0.ACr.açã(2718(3(205(v(1(240(1920(4(o240a(1oa4(u1(on3st6(sBT1 0 0 1 22

No entanto, as decisões são tomadas em ambiente de incerteza onde a racionalidade é limitada, devido à disponibilidade de informações. Ao tomar a decisão, o gestor por mais racional que seja nunca consegue considerar todas as variáveis e possibilidades de escolha. A estratégia empresarial visa criar um espaço sob relativo controle dos dirigentes, buscando atenuar as condições de incerteza defrontadas pela firma no processo de tomada de decisões. A vantagem competitiva sustentável surge da capacidade de encontrar uma posição única, valorizada pelos clientes e que, ao mesmo tempo, possibilite captar o valor gerado. A organização deve ser capaz de adaptar as estratégias adotadas, a fim de possibilitar que as condições de estabilidade sejam mantidas conforme as condições do mercado mudem.

Entretanto, mesmo estando em uma situação de competitividade e tendo todos os cuidados de estratégia e de gestão para obter relativa estabilidade, a variabilidade pode aparecer pelo lado financeiro quando a empresa passa a adotar um perfil mais especulativo que de busca de proteção. Pressão por mais lucros e a prazos mais curtos pode conduzir à busca de retorno também pelo lado financeiro pela busca de maiores ganhos. Às transações motivadas pelo desejo de proteção podem somar-se operações especulativas. A ênfase no lado financeiro é, parecntemente, j8(a)4(s)9( )p5.850 0 1 84.984 45( )-29(l)18(

Sobre a diversificação na esfera da gestão financeira, Bernstein[4] explica a sua atratividade ao notar que, apesar de uma carteira diversificada equivaler ao retorno médio de seus componentes individuais, sua volatilidade é inferior à volatilidade média desses componentes, dado o efeito da estrutura de correlações dos retornos dos ativos. A busca de proteção com estes papéis tornou-se prática relativamente generalizada. O que funciona para uma empresa tende a ser adotado por várias outras, como forma de manter condições iguais de competitividade. Entretanto, pelo caráter de "aposta", pelo fato de não serem um ativo no sentido estrito da palavra e por serem mais procurados em situações de instabilidade, podem, principalmente na presença de comportamento especulativo, levar a situações desastrosas para empresas que, na administração do risco, utilizem esses instrumentos acima do que seria recomendado, ficando demasiadamente expostas ao risco, ao invés de protegidas.

[4] BERNSTEIN, P, L. Desafio aos Deuses – a fascinante história dos risco. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus, 1997.

5. Estudo de Caso

Neste capítulo, primeiramente, iremos apresentar a empresa a ser estudada, a Sadia, descrevendo suas principais características bem como sua posição no setor em que atua, no ano de 2008. Em seguida, iremos realizar um estudo detalhado sobre as mudanças feitas pela área financeira da empresa quanto à composição e quantidade dos contratos de derivativos que resultaram na mudança do balanço de pagamentos, bem como na saúde financeira da companhia no segundo semestre de 2008. Serão utilizados no estudo Relatórios Anuais e Demonstrações Contábeis emitidos pela própria empresa nos últimos anos.

Posteriormente, iremos analisar a fusão da Sadia e da Perdigão que resultou na criação da empresa Brasil Foods. Em seguida, veremos se essa união melhorou ou piorou o desempenho econômico-financeiro das duas empresas.

5.1. A Sadia

Em 2008 a Sadia era uma das maiores empresas do setor alimentício da América Latina, líder brasileira em produtos industrializados, e a sexta maior exportadora do país. A Sadia produz e distribui alimentos derivados de carne bovina, suína, de peru e de frango, além de massas, margarinas e sobremesas. Possui dezessete fabricas próprias no Brasil e uma na Rússia além de escritórios comerciais em quatorze países.

Podemos ver na Figura 1, que o mercado interno corresponde por aproximadamente 54,2% do resultado operacional da empresa enquanto o mercado externo representa 45,8%, em 2008. Essa relação não variou muito ao longo dos últimos cinco anos, o que mostra a real importância das exportações para a empresa. Ao mesmo tempo, porém, essa participação do mercado externo aumenta os riscos os quais a empresa está exposta.

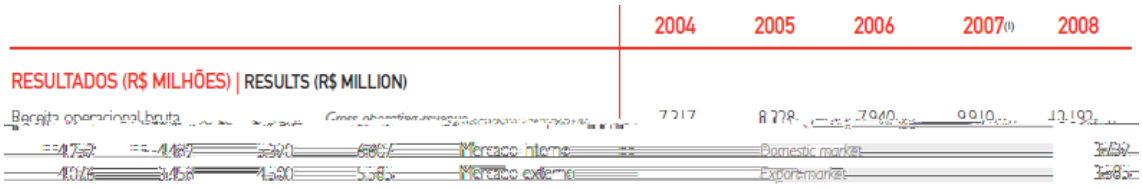

Figura 1 – Receita operacional – Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

O mercado interno, no ano de 2008, cresceu cerca de 12% em volume de produtos comercializados, obtendo um crescimento de mais de 24% em receita financeira, devido ao repasse da alta dos preços dos grãos. Já o mercado externo cresceu

5% em vendas físicas com 21% de aumento da receita bruta. Os preços médios tiveram um aumento de 18% em reais e quase 24% em dólar, tendo o Oriente Médio e Europa como principais importadores. Desta forma, a receita líquida cresceu 23,2% em relação a 2007 devido ao cenário favorável tanto interna quanto externamente. O lucro bruto cresceu 9,3% comprado a 2007 totalizando R$2,6 bilhões. Como o custo dos grãos cresceu 28,5% a margem bruta teve uma queda de 3p.p. em relação a 2007. No lado operacional, a relação despesas operacionais e receita líquida mostrou uma melhoria na eficiência em 2008 comparado ao ano anterior, porém a elevação das despesas levou a uma queda de 4,5% do LAIR que ficou em R$697 milhões.

O resultado financeiro, em 2008, foi sujeito às alterações na Lei das Sociedades por Ações introduzidas pela Lei número 11.638/07, que modificaram aspectos relativos à elaboração e a divulgação dos demonstrativos financeiros. As principais alterações dizem respeito aos instrumentos financeiros, sendo os derivativos mensurados pelo seu valor justo e as perdas e os ganhos são reconhecidos no resultado. O resultado financeiro líquido totalizou um prejuízo de quase R$3,9 bilhões em 2008, ante um lucro de R$132,00 milhões em 2007. Como veremos adiante, esse resultado levou a um volume de financiamento muito grande, terminando o exercício de 2008 com um endividamento financeiro líquido de curto prazo de R$2,6 bilhões.

21. Resultado Financeiro

	Consolidado	
	2008	2007
Despesas financeiras:		
Juros de financiamentos	(324.436)	(240.039)
Resultado negativo de fundos de investimentos	(512.721)	-
Resultado negativo na alienação de ações	-	-
Variações monetárias passivas	(19.500)	(11.240)
Variações cambiais sobre passivos financeiros	(1.243.970)	413.206
Variação cambial sobre investimentos no exterior	-	(99.655)
Resultado com instrumentos derivativos	(2.551.255)	(14.977)
Outros	(69.279)	(81.099)
	(4.721.161)	**(33.804)**
Receitas financeiras:		
Juros de aplicações financeiras	64.453	69.092
Resultado positivo de fundos de investimentos	32.712	113.076
Resultado positivo na alienação de ações	7.614	162.983
Variações monetárias ativas	12.850	7.246
Variações cambiais sobre ativos financeiros	111.114	(238.872)
Variação cambial sobre investimentos no exterior	537.120	-
Outros	62.962	52.321
	828.825	**165.846**
	(3.892.336)	**132.042**

Figura 2 – Resultados Financeiros - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

Nesse contexto, a Sadia encerrou 2008 com o primeiro prejuízo líquido anual de toda sua história (64 anos) no montante de R$2,5 bilhões. Sendo que em 2007 obteve um lucro líquido de R$768,3 milhões.

5.2. Análise dos Resultados do Exercício de 2008

Mesmo a Sadia estando exposta a diversos tipos de riscos, tais como: riscos de commodities, riscos sanitários, riscos de tecnologia da informação, riscos financeiros, riscos de créditos e riscos ambientais; vamos nos ater, principalmente, nossa análise aos riscos financeiros.

Visto que grande parte da receita da Sadia é em moeda estrangeira, é de se esperar algum mecanismo de proteção contra as flutuações adversas do câmbio. De fato, a Sadia tentou adotar uma estratégia de hedge cambial utilizando contratos futuros de câmbio (Non Deliverable Forward, Target Forward e opções, principalmente de dólar) a fim de mitigar o impacto das oscilações da taxa de câmbio sobre os resultados esperados, ativos e passivos. Como já dito, o hedge deve ser feito adotando uma posição em derivativos que gere lucro em um cenário que gerasse perda na atividade operacional devido ao movimento do mercado. No caso de uma exportadora que realiza a venda de seus produtos em dólar, tem-se que sua receita, em moeda nacional, ficará comprometida caso o Real se valorize frente ao Dólar, ou seja, haja uma queda da taxa de câmbio. Para diminuir o risco de taxa de câmbio, a exportadora deve então realizar vendas de dólares futuro. Como podemos notar na Figura 3, desde 2003 houve uma forte tendência de desvalorização da moeda americana frente ao Real, o que reforça a importância de tal estratégia adotada pela companhia.

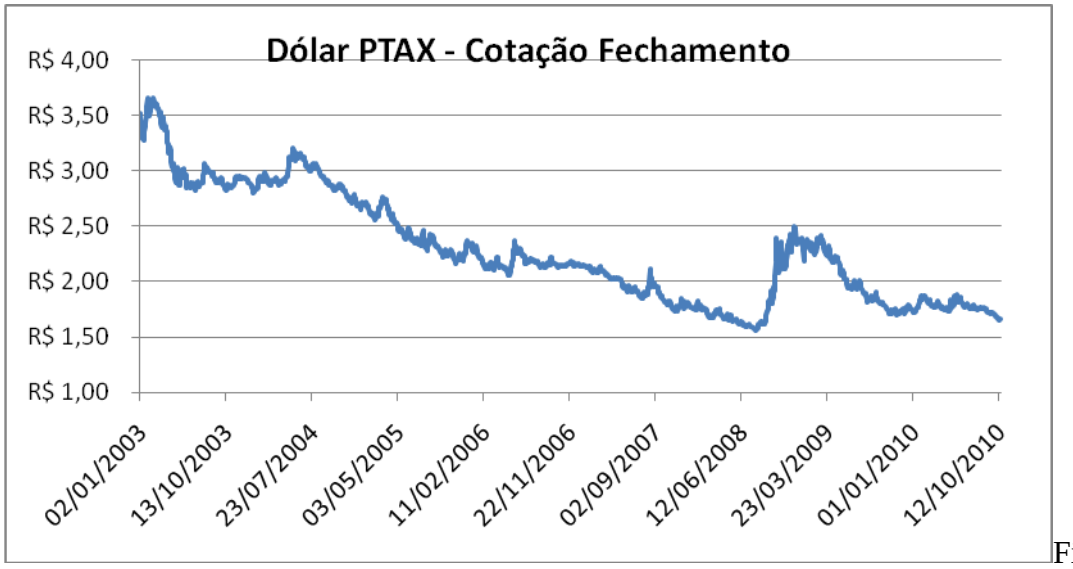

Figura 3 – Dólar Ptax – Fonte: site BCB

5.2.1. Posições em Derivativos

Dado que os contratos Non-Deliverable Forward são contratos de Termo normais apresentam exposição simétrica para perda e para ganho, já os contratos Target Forward, incluem venda de call o que causa a não assimetria dos riscos para o caso de ganho e perda, assim os contratos Target forward são menos aconselháveis para efeitos de hedge do que contratos Non Deliverable Forward. No entanto, a Sadia entre o ano de 2007 e 2008 realizou uma troca de posições em derivativos que indicam que a empresa passou a apostar na queda do Dólar com Target Forward ao invés de se preocupar apenas na proteção de sua atividade operacional realizando hedge com NDF de forma mais moderada. Comparando as figuras 4 e 5 abaixo, que representam o gerenciamento dos instrumentos financeiros nos anos de 2007 e 2008 respectivamente, notamos que a empresa tornou-se muito mais exposta ao Target Forward.

Não é difícil notar que os montantes contratados de derivativos em 2008 ultrapassaram, e muito, os de 2007. Sua exposição na venda aumentou cinco vezes e meia enquanto na compra aumentou pouco mais de quatro vezes, indicando o alto nível de alavancagem que a empresa adquiriu em 2008 e a aposta na continuidade da queda do dólar. Além disso, é interessante notar que a taxa média dos contratos de venda Target Forward em 2008 era menor que a taxa média dos contratos de compra do exercício anterior, ou seja, o risco das vendas feitas em 2008 estava expresso não só pelo maior grau de alavancagem, mas também pelo preço pior da venda. Somando-se a isso, a empresa ainda realizou consideráveis vendas de opções de compra de dólar em 2008, sendo que em 2007 não havia nenhuma operação do tipo.

Em 2008, a empresa estava vendida em contratos Target Forward que somavam uma posição original de US$1.490.00 mil a uma taxa média R$\US$ de 1,78, enquanto em 2007 sua posição era de US$345.700 mil a taxa de 1,95. Essa posição, em 2007, era inclusive menor do que a vendida em Non Deliverable Forward, ao contrário de 2008, onde a posição vendida em Target Forward foi cinco vezes maior, com uma exposição dez vezes maior que os contratos NDF's.

A respeito dos contratos de compra, temos um movimento oposto do que foi feito na venda, isto é, a posição em NDF's superou em quase dez vezes a posição comprada em Target Forward. Se os contratos Target Forward e NDF tivessem as mesmas características, aparentemente não haveria problema, pois a venda em Target Forward neutralizaria a compra em NDF's, no entanto, os contratos Target Forward possuem ganho limitado e piores condições em caso de perda, assim como as vendas de

call. Com isso, um movimento mais acentuado de alta do dólar pressionaria elevadas perdas tanto pelo Target Forward quanto pelas opções frente ao ganho com NDF.

	Consolidado 31/12/07 (1)			
	Notional		Taxa	Valor
	Original (2)	Exposto (3)	Média	Justo
	US$ mil	US$ mil	R$ /US$	R$ mil
Contratos futuros de dólar				
Non Deliverable Forward	380.000	380.000	2,00	57.355
Target Forward	347.500	347.500	1,95	30.505
Posição vendida de US$	**727.500**	**727.500**	**1,97**	**87.860**
Target Forward	390.000	572.500	1,81	11.952
Compra de opções de compra US$	250.000	250.000	1,95	-
Posição comprada de US$	**640.000**	**822.500**	**1,87**	**11.952**
Posição líquida de US$	**87.500**	**95.000**		**99.812**
Contratos futuros de Euro	**Euro mil**		**Euro/US$**	
Posição vendida em Euro	131.500	131.500	1,48	(15.756)
Posição comprada em Euro	105.000	105.000	1,41	20.546
Contratos futuros de Libra	**Libra mil**		**Libra/US$**	
Posição vendida de Libra	67.500	67.500	2,06	(5.223)
Posição comprada de Libra	20.000	20.000	1,99	2.211
Total a valor justo				**101.590**

Valores a receber/pagar de contratos futuros	Valores em R$ mil		
	Realizado	A realizar	Total
Valores a receber	46.684	139.162	185.846
Valores a pagar	22.406	37.572	59.978

(1) Nota apresentada de acordo com a Deliberação CVM nº. 550/08.
(2) Quantidades originais contratadas.
(3) Considera a probabilidade de exercício do notional contratado, com base na curva futura do dólar.

Figura 4 – Instrumentos Financeiros 2007 - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

	Consolidado 31/12/08			
	Notional		Taxa	Valor
	Original (1)	Exposto (2)	Média	Justo
	US$ mil	US$ mil	R$ /US$	R$ mil
Contratos futuros de dólar				
Non Deliverable Forward	295.000	295.000	2,33	(11.726)
Target Forward	1.490.000	2.980.000	1,78	(1.774.298)
Venda de opções de compra US$	751.667	751.667	1,91	(331.546)
Posição vendida de US$	**2.536.667**	**4.026.667**	**1,85**	**(2.117.570)**
Non Deliverable Forward	2.967.667	2.967.667	2,36	(1.366)
Target Forward	320.000	80.000	1,79	45.666
Compra de opções de compra US$	491.667	491.667	1,80	97.073
Posição comprada de US$	**3.779.334**	**3.539.334**	**2,27**	**141.373**
Posição líquida de US$	**1.242.667**	**487.333**		**(1.976.197)**
Contrato de opções – dólar futuro				
Compra de opções de venda US$	700.000	-	1,75	(14.350)
Contratos futuros de Euro	**Euro mil**		**Euro/US$**	
Posição comprada em Euro	(50.000)	(50.000)	1,47	(8.611)
Total a valor justo				**(1.999.158)**

Valores a receber/pagar de contratos futuros	Valores em R$ mil		
	Realizado	A realizar	Total
Valores a receber	189.319	280.837	470.156
Valores a pagar	342.680	2.362.719	2.705.399

(1) Quantidades originais contratadas.
(2) Considera a probabilidade de exercício do notional contratado, com base na curva futura do dólar.

Figura 5 – Instrumentos Financeiros 2008 - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

5.2.2. Condições dos Contratos

Para entender mais a fundo como essas operações com derivativos geraram enormes prejuízos à Sadia, vamos analisar as principais características dos contratos negociados. Essas condições estão expostas nas Demonstrações Contábeis da empresa do exercício de 2008.

Pelo Target Forward ser uma operação de balcão, cada contrato pode possuir suas peculiaridades. No caso da Sadia, o contrato feito não tinha desembolso inicial e para a venda, dizia que se na data do vencimento o dólar Ptax estivesse abaixo do valor contratado (strike), a companhia receberia a diferença entre o valor contratado e o Ptax multiplicado pelo valor base original. Podendo, ainda, haver um limitador de ganho caso a diferença do strike e Ptax ao longo dos vencimentos atingisse a média de R$0,50, cancelando os vencimentos subseqüentes (knock out). Caso o dólar estiver acima do strike, a companhia pagaria a diferença entre o dólar contratado e o Ptax, multiplicada pelo dobro do valor base. Nos contratos Target Forward de compra as condições são as mesmas, mas de modo invertido, as condições de ganho são com o dólar superior ao strike e de perda inferior ao strike.

Já os contratos NDF's também são operações de balcão de compra e/ou venda de dólar com vencimento futuro, sem desembolso de caixa inicial, tendo como base um 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 a Ptax no vencimento, multiplicada pelo valor base (notional).

Nas operações com opções de compra de dólar, caso o dólar Ptax estiver acima do strike no vencimento o comprador, no caso a contraparte da Sadia, exercerá seu direito de comprar dólar pelo valor do strike, obrigando o lançador (a Sadia) a vender a dólar pelo preço do strike. A perda, no entanto, é limitada, pois o dólar pode subir para o preço que for que ela terá que honrar com sua obrigação. Por outro lado, se no vencimento o Ptax estiver abaixo do strike, a Sadia não será exercida e ficará com o prêmio ganho na venda. É fácil notar que este lucro é limitado ao valor do prêmio recebido na venda, isto é, o dólar pode desabar que isso não irá aumentar o seu lucro na operação.

Concluímos assim que os contratos NDF's são mais equilibrados quanto às perdas e ganhos, enquanto o Target Forward e a venda de calls têm um potencial de perda muito maior que o de ganho. No target Forward, em caso de perda a companhia pagaria o dobro do valor contratado em dólares sem uma trava de perdas, mas em caso de ganho tinha o limitador que poderia cancelar os contratos subseqüentes. Isso ressalva

o caráter especulativo do Target Forward e também indica que as contrapartes desses contratos não estavam tão expostas a perdas, pois para eles existia um limitador de perda e um potencial de ganho grande. O mesmo vale para as vendas de opções de dólar.

Vimos que as operações de venda de opções de compra de dólar foram novidades comparadas ao ano anterior. Assim como o Target Forward, a Sadia realizou uma venda de call num montante bem superior ao volume de compra, isto é, não estava neutralizada em posição com opção, no geral estava vendida.

Por essas condições dos contratos notamos que em 2008 na coluna "Exposto" do Target Forward na figura 5 é o dobro do valor "Original", enquanto em 2007 os valores das mesmas colunas são iguais na figura 4. Isso é explicado pela considerável alta do preço do dólar a partir do final de agosto de 2008, decorrente do agravamento da crise financeira mundial, como podemos ver na figura 2. Ao final de 2008, a Ptax estava em torno de R$2,40, enquanto a empresa estava vendida em Target Forward a R$1,78.

Ainda na figura 5, podemos ver que a posição comprada em Target Forward tinha um valor exposto apenas de US$80.000 mil enquanto o original era de US$320.000 mil, o que reflete a trava de perdas das contrapartes e conseqüentemente limite do ganho para a Sadia. Como a taxa média desses contratos era de R$1,79, enquanto a Ptax no final de 2008 estava a R$2,35, todos os contratos com vencimentos futuros com taxa contratada abaixo de R$0,50 da Ptax foram cancelados contabilmente.

Segundo a figura 6, a Sadia não teria um efeito tão devastador em seus resultados no exercício de 2008 a não ser que realizasse os prejuízos financeiros antes dos vencimentos dos contratos. Porém, a Lei 11.638\07 obriga a empresa a trazer os compromissos futuros a valor presente. Como podemos ver na figura 5, na coluna "Valor Justo", o valor Exposto de US$2.980.00 mil foi trazido a valor presente, representando um impacto contábil de R$1.774.298 mil para a Sadia. É bom notar a diferença entre perdas contábeis e perdas financeiras realizadas. De acordo com as demonstrações financeiras da empresa, a Sadia realizou apenas R$705,9 milhões em perdas financeiras com venda de Target forward em 2008. No entanto, ao longo do exercício, as perdas geradas dessas operações chegaram a R$2,5 bilhões. Subtraindo, então, o que foi realizado e o que estava esperando realizar, chegamos à quantia mencionada acima de R$1.774.298 mil. Isso quer dizer que essa quantia ainda não teve efeito caixa para a empresa, apenas serve de base para controle contábil e previsões futuras quanto ao caixa, necessidade de financiamento, dentre outros.

Todas essas características demonstram que a Sadia estava, de fato, apostando na queda do dólar, já que a situação a qual se expôs era extremamente arriscada num cenário de alta do dólar. Qualquer mudança econômica mais brusca levaria grandes perdas para a empresa, enquanto as posições dos bancos estavam razoavelmente mais seguras. No segundo semestre de 2008 aconteceu, de fato, uma reversão do quadro econômico gerando as perdas financeiras já mencionadas.

	Posição vendida – Notional Original				Posição comprada – Notional Original			
Vencimentos	Non Deliverable Forward	Target Forward	Venda de opções de compra	Total Vendida	Non Deliverable Forward	Target Forward	Compra de opções de compra	Total Comprada
Janeiro/09	245.000	220.834	378.333	844.167	2.594.333	40.000	441.667	3.076.000
Fevereiro/09	10.000	220.834	53.333	284.167	53.333	40.000	50.000	143.333
Março/09	10.000	220.834	53.333	284.167	53.333	40.000	-	93.333
Abril/09	5.000	220.833	53.333	279.166	53.333	40.000	-	93.333
Maio/09	5.000	220.833	53.333	279.166	53.333	40.000	-	93.333
Junho/09	5.000	215.833	53.334	274.167	53.333	40.000	-	93.333
Julho/09	5.000	115.833	53.334	174.167	53.333	40.000	-	93.333
Agosto/09	5.000	54.166	53.334	112.500	53.333	40.000	-	93.333
Setembro/09	5.000	-	-	5.000	-	-	-	-
	295.000	**1.490.000**	**751.667**	**2.536.667**	**2.967.664**	**320.000**	**491.667**	**3.779.331**

Figura 6 – Vencimentos - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

A figura 6 comprova o que já dito anteriormente, os valores contratados na venda de Target Forward superam em larga escala a posição comprada deste contrato para cada vencimento mensal. Os valores da figura acima estão expressos nos valores originalmente contratados, ou seja, a exposição real da empresa era muito maior, como explicado anteriormente. Não obstante, observamos que sua posição comprada em opções de compra de dólar só ia até o vencimento de fevereiro de 2009, sendo que detinha posição vendida em call de dólar até o vencimento de agosto de 2009, o que reforça a real expectativa quanto a continuidade da queda do dólar e sua aposta na tendência.

5.2.3. Reflexões nos Resultados Financeiros

Vamos agora relacionar os resultados vistos das operações financeiras com os resultados da empresa como um todo a fim de atribuir as devidas importâncias. Baseado nas informações expressas nas demonstrações de resultados dos exercícios de 2002 até 2008 vamos analisar as relações da receita operacional líquida, lucro bruto, lucro das operações financeiras e lucro líquido. As devidas informações encontram-se no quadro 1 e graficamente na Figura 7.

Notamos que o resultado financeiro nunca exerceu muita influencia em relação ao lucro líquido até 2007. Mesmo nos anos de 2002 e 2004, quando a empresa

apresentou prejuízos financeiros, o resultado líquido foi positivo. Se comparado a receita operacional bruta, dificilmente a resultado financeiro representou mais que 2,9% desta, exceto em 2002 onde teve uma perda equivalente a 3,9%. No entanto, no exercício de 2008, o prejuízo financeiro alcançou uma marca de 32% da receita bruta.

Em relação ao lucro bruto a proporção do resultado financeiro se manteve na média de 8% entre 2002 e 2007. Em 2008, as perdas financeiras corresponderam a 148% do lucro bruto, justificando o enorme prejuízo líquido do exercício, mesmo a Sadia tendo uma receita operacional bruta e lucro bruto recorde do período em análise.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Receita Bruta	R$ 4.689	R$ 5.855	R$ 7.317	R$ 8.328	R$ 7.940	R$ 9.910	R$ 12.192
Lucro Bruto	R$ 1.252	R$ 1.495	R$ 1.845	R$ 2.007	R$ 1.691	R$ 2.396	R$ 2.619
Lucro Financeiro	-R$ 183	R$ 149	-R$ 33	R$ 236	R$ 77	R$ 132	-R$ 3.892
Lucro Líquido	R$ 234	R$ 447	R$ 439	R$ 656	R$ 377	R$ 768	-R$ 2.485

Quadro 1 – Informações Financeiras (valores em milhões) - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

Apesar de todo o esforço operacional e ao cenário favorável tanto às exportações quanto às vendas no mercado interno, a empresa desperdiçou um possível resultado líquido recorde por não controlar adequadamente a exposição ao risco financeiro. A receita bruta cresceu 23% e o lucro bruto 9% em relação a 2007, período o qual obteve os melhores resultados comparados aos cinco anos anteriores, ou seja, em 2008, a Sadia tinha tudo para bater novo recorde no lucro líquido, o que não foi possível devido às perdas financeiras provocadas pelos derivativos. È de grande importância ressaltar que do prejuízo financeiro de R$3.892 milhões, 64% deste era representado por perdas com contratos Target Forward.

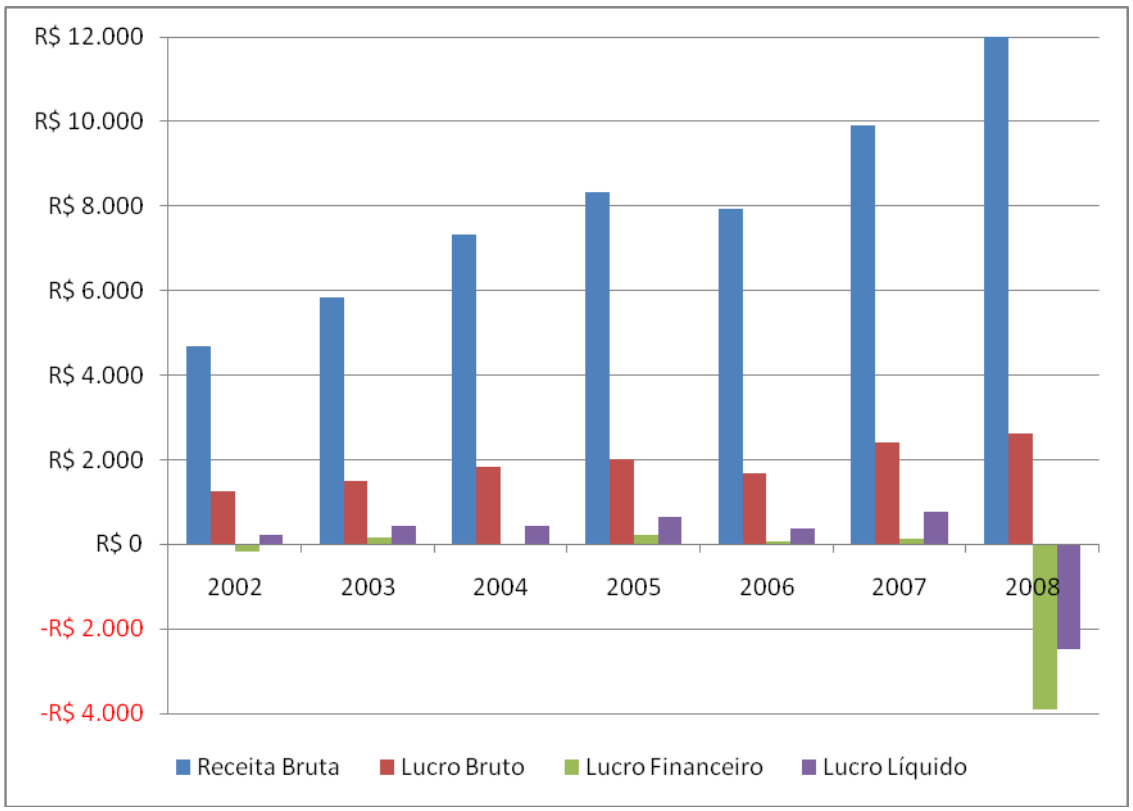

Figura 7 – Informações Financeiras (valores em milhões) - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

Não foi somente o resultado líquido da empresa que ficou comprometido com as enormes perdas financeiras, diversas contas do Balanço Patrimonial também foram impactadas. Os números que refletem endividamentos, financiamentos ou empréstimos nos dizem a real necessidade da empresa em obter liquidez para honrar os compromissos com derivativos. O endividamento financeiro líquido de curto prazo da Sadia ao final de 2008 foi da ordem de R$2,6 bilhões. Na figura 8 dá para ver claramente o tamanho da necessidade financeira da empresa comparada aos exercícios anteriores, e conseqüentemente a dimensão das perdas financeiras. A razão da dívida líquida - LAJIDA teve um mínimo de 0,4 em 2005, e em novembro de 2008 a mesma razão era de 5,8. Considerando um LAJIDA estável nesse intervalo de tempo, a dívida líquida teve um crescimento absurdo de 1.350%.

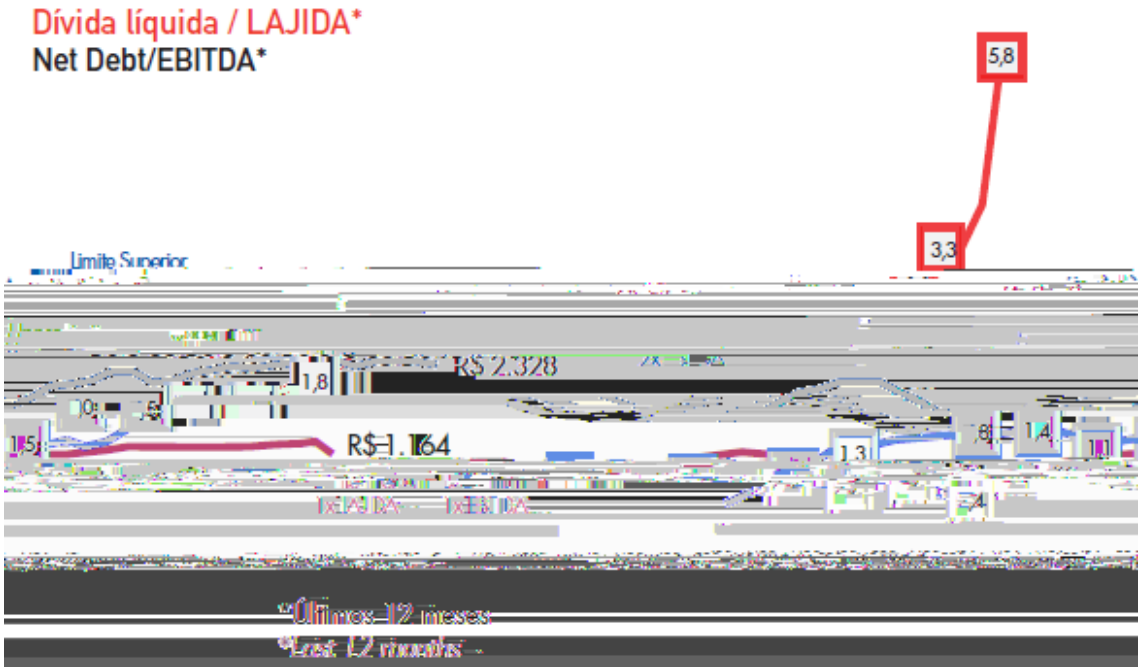

Figura 8 – Dívida Líquida / LAJIDA - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

O Balanço Patrimonial da Sadia teve um aumento de 58% em 2008 comparado ao ano anterior. Veremos nas figuras 9 e 10 que esse aumento se deu nas contas "ruins" do balanço, ou seja, contas que indicam piores condições da saúde financeira da empresa tanto do lado do Ativo quanto do Passivo. Analisaremos primeiro o lado do passivo e patrimônio liquido para entender melhor as mudanças do lado dos ativos.

As duas primeiras contas do passivo já provam em grande parte o que foi estudado até aqui. Os empréstimos e financiamentos do passivo circulante em 2008 foram mais de quatro vezes maior que os de 2007 e no passivo não circulante quase duas vezes maior. Já o aumento dos valores a pagar de contratos futuros em 2008 representou um montante quarenta vezes maior que o pago em 2007, fazendo parece até que os empréstimos não aumentaram tanto.

Houve financiamentos tanto de curto quanto de longo prazo, e segundo nota, no passivo circulante a Sadia se financiou em moeda nacional com Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACC) no valor de R$1.798.411 mil, conta que estava zerada no ano anterior. Além disso, utilizou Notas de Crédito a Exportação (NCE), no valor de R$1.065.477 mil, que também estava nula anteriormente. No passivo não circulante a Sadia se financiou em moeda nacional com as mesmas NCE, mas pagáveis em 2010 no valor de R$1.386.207 mil, conta zerada em 2007. Já em moeda estrangeira, a companhia aumentou sua parcela financiada em Pré-Pagamentos, já existentes em 2007, para o valor de R$2.076.654 mil, sendo R$329.496 mil, a ser pago em parcelas até 2013, e

linhas voltadas ao incentivo de atividades de comércio exterior, no valor de R$1.747.158 mil. Ressaltando que esta conta foi influenciada também pela variação cambial do período.

Passivo	Nota	Consolidado 2008	Consolidado 2007
Circulante			
Empréstimos e financiamentos	15	4.164.391	980.327
Valores a pagar de contratos futuros	23	2.777.054	69.274
Fornecedores		918.687	593.951
Adiantamentos de controladas	10	-	-
Salários, férias e encargos a pagar		154.587	132.500
Impostos e contribuições a recolher		57.661	65.859
Dividendos a distribuir	18	3.901	135.666
Participação de empregados nos resultados	20	9.866	82.346
Impostos diferidos	22	12.907	10.969
Outras obrigações		318.963	195.055
Total do passivo circulante		**8.418.017**	**2.265.947**
Não circulante			
Empréstimos e financiamentos	16	4.384.745	2.688.115
Adiantamentos de controladas	10	-	-
Plano de benefícios a empregados	25	118.295	107.418
Contingências	17	55.517	66.794
Impostos diferidos	22	120.931	216.607
Plano de opções de compra de ações	19	8.067	14.763
Outras obrigações		88.580	46.840
Total do passivo não circulante		**4.776.135**	**3.140.537**
Participação de acionistas não controladores		**53.955**	**34.599**
Patrimônio líquido	18		
Capital social		2.000.000	2.000.000
Reservas de capital		-	1.650
Reservas de lucros		-	980.828
Ações em tesouraria		(97.064)	(84.118)
Ajustes de avaliação patrimonial		44.994	228.830
Ajustes acumulados de conversão		(11.718)	-
Resultados acumulados		(1.525.328)	56.646
		410.884	**3.183.836**
Total		**13.658.991**	**8.624.919**

Figura 9 – Passivo da Sadia 2008 - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

Em movimento oposto ao Passivo, o Patrimônio Líquido da Sadia sofreu uma queda de 87% em relação a 2007. O maior baque foi na conta de reservas de lucro que de um montante de R$980.828 mil foi para zero, bem como as reservas de capital. O ajuste da avaliação patrimonial da empresa também teve uma redução forte de 80% em 2008. Além disso, os resultados acumulados, ante um lucro de R$56.646 mil se converteu em um prejuízo de R$1.525.328 mil.

Ativo	Nota	Consolidado 2008	2007
Circulante			
Caixa e equivalentes de caixa	5	2.163.998	680.655
Aplicações financeiras	6		
- Títulos para negociação		495.654	376.170
- Títulos disponíveis para venda		849.676	1.626.725
Valores a receber de contratos futuros	23	813.319	149.675
Contas a receber de clientes	7	790.467	486.586
Estoques	8	1.851.020	1.168.936
Impostos a compensar	9	441.818	325.868
Impostos diferidos	22	132.969	35.992
Outros créditos		98.255	130.641
Total do ativo circulante		**7.637.176**	**4.981.248**
Não circulante			
Aplicações financeiras	6		
- Títulos disponíveis para venda		270.332	180.111
Impostos a compensar	9	352.168	165.225
Impostos diferidos	22	728.597	95.375
Depósitos judiciais	17	41.609	42.004
Partes relacionadas	10	-	-
Adiantamentos a fornecedores		61.693	61.753
Outros créditos		85.383	30.392
Investimentos	11	15.304	2.123
Imobilizado	12	4.199.901	2.881.748
Diferido	13	128.715	82.572
Ativos intangíveis	14	138.113	102.368
Total do ativo não circulante		**6.021.815**	**3.643.671**
Total		**13.658.991**	**8.624.919**

Figura 10 – Ativo da Sadia 2008 - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

Da mesma forma que o lado do Passivo e Patrimônio Líquido teve um crescimento forte, o lado do Ativo deve se igualar. No ativo circulante a conta que teve a mudança mais relevante foi a do Caixa e Equivalentes de Caixa, com um aumento de três vezes. Isso reflete bem a necessidade que a empresa estava tendo para conter suas perdas nos contratos futuros. Nos detalhes expostos na figura 11, vemos que a sub-conta Contas Remuneradas em Garantia da conta Caixa e Equivalentes de Caixa, foi praticamente a única sub-conta responsável por todo o aumento do Caixa e Equivalentes de Caixa. Isso comprova o que já foi dito, de que as perdas com derivativos obrigavam a empresa a depositar cada vez mais margens de garantia com o objetivo de honrar suas obrigações nos vencimentos futuros. Os depósitos de margens aumentaram vinte vezes de 2007 para 2008. Vale notar que o valor a receber dos contratos futuros foi de R$813.319 mil contra um valor a pagar de R$2.777.054 mil como visto no Passivo no ano de 2008. Essa diferença é resultado direto dos que já analisado sobre o limite de ganho e perdas ilimitadas dos contratos Target Forwards frente a posição muito mais vendida do que comprada neste tipo de contrato por parte da empresa.

5. Caixa e Equivalentes de Caixa

	Juros a.a. média %	Controladora 2008	Controladora 2007	Consolidado 2008	Consolidado 2007
Moeda nacional					
Caixa e bancos	-	33.831	194.093	56.074	196.745
Fundos de investimento	13,67	31.178	-	35.790	2.514
Outras aplicações	11,18	-	-	-	537
		65.009	**194.093**	**91.864**	**199.796**
Moeda estrangeira					
Caixa e bancos	-	78.687	57.474	115.394	123.283
Conta corrente remunerada	0,22	319	20	190.254	269.670
Contas remuneradas em garantia	0,22	-	-	1.766.486	87.906
		79.006	**57.494**	**2.072.134**	**480.859**
		144.015	**251.587**	**2.163.998**	**680.655**

As contas remuneradas em garantia referem-se a depósitos de margem de operações com contratos derivativos, não estando disponíveis para outros fins que não a liquidação destes contratos.

Figura 11 – Conta Caixa e Equivalência de Caixa da Sadia 2008 - Fonte: Demonstrativo Anual – site Sadia

5.3. A Sadia e o Mercado

Vamos agora comparar quanto a Sadia atribuía importância a área financeira e seus resultados frente a média das empresas do mercado em geral. Os valores a seguir foram retirados de um artigo de Oscas Malvessi.

Uma das características mais importantes que ditam o destino das empresas é se as estratégias e decisões tomadas criam ou não valor para a empresa e seus acionistas. Como vimos acima, a Sadia era uma empresa sólida com porte mundial, mas pela má gestão financeira quebrou e teve de ser vendida, acabando com uma história de 64 anos.

Lucros de curto prazo, mesmo excepcionais, não são sustentáveis, isto é, podem ser muito bons ou muito ruins com a mesma facilidade. Esse possível perde e ganha de curto prazo não trás valor algum de longo prazo para a empresa, é preciso tomar decisões focadas no longo prazo. Para isso é preciso que exista um comprometimento e foco na atividade operacional da empresa a fim de aumentar cada vez mais a produtividade gerando uma base sólida de longo prazo.

Soluções fáceis e resultados ilusórios são possíveis de obter, mas podem deixar a empresa vulnerável e ser engolida. A punição para quem não adota formalmente a geração de valor ao acionista pode demorar, mas aparece. A Sadia, por exemplo, em 1º de setembro de 2008, seu valor de mercado era de R$ 7,1 bilhões. Com a notícia dos derivativos divulgada pela empresa em 25 de setembro de 2008, seu valor despencou, chegando, em 30 de dezembro de 2008 (ou seja, em apenas três meses), a R$ 2,7 bilhões, equivalentes a 38% do valor original.

Segundo o artigo, no período entre 1996 e 2007, a Sadia possuiu uma média de participação de receitas financeiras de 43% em relação aos resultados totais enquanto a

atividade operacional correspondeu por apenas 57%, sendo que esse viés foi muito mais intenso entre 1996 e 2000. Como podemos notar no quadro 1, de fato, entre 2002 e 2007, a média da participação do resultado financeiro em relação ao lucro líquido, em módulos, foi de 32% e se incluirmos o ano de 2008, essa média pula para 50%. Nas tabelas 3 e 4, notamos que a média do mercado quanto à participação dos resultados financeiros no resultado total é de fato muito inferior a da Sadia, quase sempre bem menos que a metade da participação.

Tabela 1 Empresas: comportamento dos capitais operacionais e dos ativos financeiros

Médias das empresas	1996/2000	1996/2007	2000/2003	2000/2007
Capitais operacionais	86%	88%	88%	89%
Ativos financeiros	14%	12%	12%	11%
Capital total	100%	100%	100%	100%

Tabela 2 Sadia: comportamento dos capitais operacionais e dos ativos financeiros

Sadia	1996-2000	1996-2007	2000-2003	2000-2007
Capitais operacionais	68%	64%	62%	63%
Ativos financeiros	32%	36%	38%	37%
Capital total	100%	100%	100%	100%

Fonte: IBEF News, Agosto 2010

Com isso temos que a Sadia, adotou uma estratégia de direcionamento de ativos financeiros muito acima da média do mercado comparado aos ativos operacionais, como pode ser visto nas tabelas 1 e 2.

Não obstante, a Sadia também sempre possuiu uma característica mais agressiva quanto o nível de alavancagem comparado ao mercado, como pode ser visto nas tabelas 5 e 6. A média das empresas apresentam um comportamento apropriado e constante nos períodos analisados, indicando a importância e a coerência da política de alavancagem financeira para o equilíbrio da estrutura de capital, dadas as relações de risco-retorno assumidas. Se compararmos que no período a Sadia tinha 64% do capital empregado investido nas atividades operacionais (tabela 2) em contraste com a estrutura de capital de 72% (PL + FLP) é possível concluir que a Sadia dispunha de recursos mais que suficientes para bancar os investimentos necessários do capital operacional.

Tabela 3 Sadia: comportamento do lucro operacional e das receitas financeiras

Sadia	1996-2000	1996-2007	2000-2003	2000-2007
Lucro operacional	44%	57%	52%	60%
Receitas financeiras	56%	43%	48%	40%
Resultado total	100%	100%	100%	100%

Tabela 4 Empresas: comportamento do lucro operacional e das receitas financeiras

Médias das empresas	1996-2000	1996-2007	2000-2003	2000-2007
Lucro operacional	66%	82%	81%	86%
Receitas financeiras	34%	18%	19%	14%
Resultado total	100%	100%	100%	100%

Fonte: IBEF News, Agosto 2010

Será que havia real necessidade de manter e adquirir novos empréstimos de curto prazo no nível de 28% das obrigações totais e ao mesmo tempo (tabelas 6), aplicar no mercado financeiro, mantendo ativos financeiros no valor equivalente a 36% dos ativos totais? Será que a Sadia desviou por completo seu foco operacional apenas em buscas de ganhos financeiros ao invés de gerar de valor para a empresa baseado na sua atividade principal?

Tabela 5 Empresas: comportamento da estrutura de financiamento entre o capital próprio e o de terceiros

Médias das empresas	1996-2000	1996-2007	2000-2003	2000-2007
Patrimônio líquido	62%	62%	57%	61%
Endividamento LP	22%	24%	26%	26%
Endividamento CP	16%	14%	17%	13%
Obrigações totais	100%	100%	100%	100%

Tabela 6 Sadia: comportamento da estrutura de financiamento

Sadia	1996-2000	1996-2007	2000-2003	2000-2007
Patrimônio líquido	44%	46%	41%	46%
Endividamento LP	19%	26%	25%	28%
Endividamento CP	37%	28%	34%	26%
Obrigações totais	100%	100%	100%	100%

Fonte: IBEF News, Agosto 2010

Considerando, então, o ocorrido em 2008, podemos afirmar que houve uma excessiva confiança dos resultados históricos obtidos pelas operações financeiras. No entanto, essa confiança não deve ter sido captada pelos modelos de avaliação de riscos utilizados ou mesmo pelo nível de governança corporativa da empresa que no final se mostraram falhos e inseguros gerando as enormes perdas. Além do mais, as complexidades dos instrumentos financeiros se intensificaram mais do que a capacidade técnica e operacional dos gestores em administrá-los.

Portanto, o reflexo da estratégia adotada pela Sadia se traduziu rapidamente em uma alavancagem financeira de curto prazo sem precedentes e uma destruição de riqueza para o acionista enorme espelhada no valor de mercado da empresa ao final de 2008. O resultado dessa perda financeira foi a fusão da empresa com sua maior concorrente, a Perdigão.

5.4. Brasil Foods, a Fusão da Sadia e Perdigão

Farei um pequeno panorama sobre a Perdigão para, então, discursar sobre a fusão das duas empresas. Alguns aspectos básicos do Relatório Anual da Perdigão referente ao exercício de 2008 serão levantados para podermos fazer algumas comparações com a Sadia, além da parte legal sobre fusões no Brasil. Por fim, será feito uma análise da nova empresa.

A Perdigão foi funda poucos anos antes da Sadia, voltada também ao mercado alimentício. A trajetória deste mercado no Brasil levou a expansão da produção para a linha de alimentos industrializados e congelados, assim como a Sadia o fez. Desta forma, o mercado alimentício brasileiro ficou basicamente dividido entre estas duas empresas, que ao longo do tempo assumiram proporções a nível mundial como grandes exportadoras. Nada menos natural que a intensa concorrência entre as duas pelo market share, principalmente nacional, onde juntas detêm mais de 50% do mercado em diversos segmentos.

R$ milhões	2008	2007	2006	2005	2004
Receita Bruta	13.161	7.789	6.106	5.873	5.567
Mercado Interno	8.104	4.589	3.644	3.036	2.840
Mercado Externo	5.057	3.199	2.461	2.837	2.727

Figura 12 – Receita Bruta Perdigão – Relatório Anual 2008 – Fonte: site Perdigão

Podemos notar pela figura acima, que a Perdigão conseguiu nos últimos anos aumentar sistematicamente seu resultado bruto. Comparando as figuras 1 e 12, vemos que a Perdigão obteve um crescimento médio anual de 35% contra apenas 15% da

Sadia. Esse resultado está intimamente ligado à política de gestão de cada empresa. A Perdigão sempre foi uma empresa que investiu mais em capital humano, melhoria das operações e prática de gestão financeira, comparada a sua rival que adotou uma política de investimentos em produtos, comunicação e canais de distribuição. Essa diferença entre as empresas fez com que a marca "Sadia" ficasse mais valorizada que a "Perdigão", mas por outro lado a Perdigão se tornou mais sólida em termos econômico-financeiros.

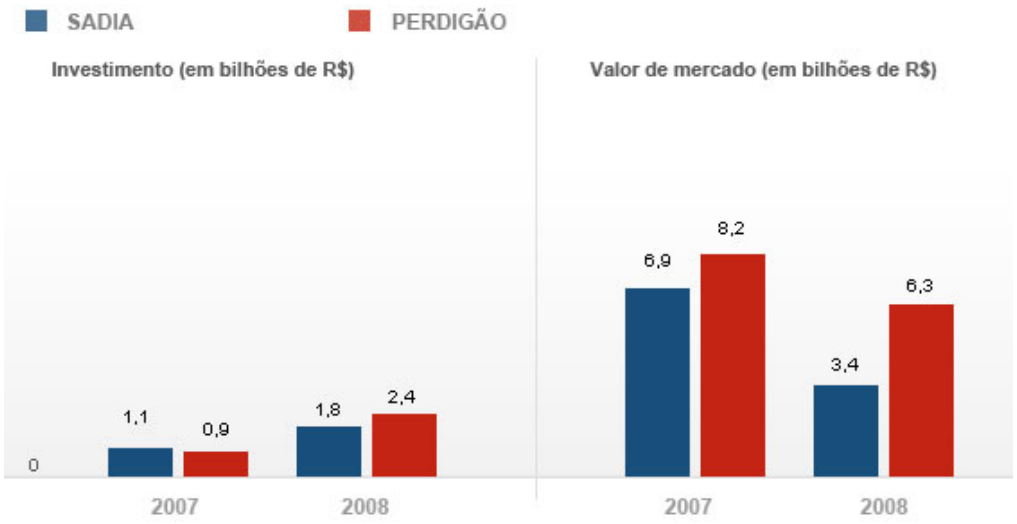

Figura 13 – Investimento e Valor de mercado – Sadia e Perdigão – Fonte: Globo.com

Apesar dessa diferença importante para o valor de mercado (e valuation) de cada empresa, a Sadia sempre foi considerada melhor que a Perdigão, isto é, seu valor de mercado era maior. Não só isso, mas em julho de 2006, a Sadia fez uma oferta para comprar a Perdigão a qual foi recusada. Tal proposta mostrava alguma superioridade da Sadia em relação a Perdigão (que na década de 90 passou por dificuldades financeiras). Parecia haver, também, um consenso no mercado de que, mais cedo ou mais tarde, a Sadia iria comprar a Perdigão. Mas como veremos adiante, as perdas que a Sadia teve com derivativos em 2008 inverteram estas expectativas. Pelo ranking das empresas mais valiosas do Brasil feito pela BrandAnalytics, a Sadia em 2009 estava na décima sétima posição contra a décima posição da Perdigão, resultado do prejuízo com derivativos da Sadia. Pela figura 13, podemos também notar o impacto das perdas financeiras no ano de 2008 sobre o valor de mercado da Sadia comparado ao ano anterior (queda de 50%), contra uma perda de apenas 23% de sua rival. É interessante notar a diferença no valor de investimento entre as duas empresas que no ano de 2008 a Perdigão apresentou um aumento em 165% contra apenas 63% da Sadia, mostrando a diferença entre a gestão das duas empresas. Tudo bem que a Sadia pode ter sido obrigada a reduzir seus

investimentos em 2008 devido às perdas financeiras, mas a gestão não diz respeito apenas ao nível de investimento, diz também sobre a gestão de risco e alavancagem.

Na sessão anterior vimos que a Sadia sempre teve uma política de investimento e alavancagem financeira mais agressiva que a média do mercado, o que em 2008 se mostrou um problema na gestão da empresa pelo aumento extraordinário da dívida de curto prazo, facilitando o processo de fusão com a Perdigão. A estratégia da fusão é ganhar sinergias e escala com as duas empresas, mas ao mesmo tempo manter as atividades independentes, isto é, as marcas de cada empresa serão mantidas, pois constituem um forte ativo de cada companhia. No entanto, há uma série de questões a ser discutido em torno dessa união que depende da aprovação de alguns órgãos como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae).

Para ambas as empresas a fusão era positiva, pois seria possível ganhar sinergias desde o operacional até a logística e distribuição o que reduziria os custos devido o ganho de eficiência. O ganho de escala com o mix de produtos levaria a um aumento no poder de barganha com os fornecedores. Segundo Clevland Prates, ex-conselheiro do Cade, "os ganhos em eficiência podem ser tão grandes na qualidade dos equipamentos e dos funcionários, por exemplo, que os preços possam até diminuir ou não variar" o que seria um ganho para a sociedade. Mas em uma análise mais técnica do mercado, a questão da concorrência e concentração de mercado é um fato negativo que pesa sobre esta fusão, se opondo a opinião otimista de Cleveland Prates. As demais empresas do setor ficariam fragilizadas para competir com a nova gigante do mercado e o consumidor ficará vulnerável a fixação de preço pela nova empresa. Em nível internacional a fusão dá um impulso para ambas as empresas, que juntas se tornariam a maior processadora de carne de frango do mundo em faturamento, segundo pesquisa da Economática, além de se tornar líder na exportação de aves in natura, com 25% da exportação mundial.

O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) entra em cena devido a Lei 8.884, na qual obriga que toda e qualquer operação de concentração de empresas com faturamento bruto maior que R$400 milhões no mercado nacional ou que envolva parcela maior que 20% do mercado deve passar pelo sistema. Como a soma das duas empresas é responsável por mais de 50% do mercado nacional em diversos segmentos e o faturamento bruto nacional deve passar dos R$14 bilhões, o caso deve ser levado ao SBDC.

Segundo o parecer da Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae), em junho de 2010, a fusão das duas empresas levaria a uma concentração significativa em diversos mercados na oferta de carne in natura (abate de frangos no Mato Grosso, abate de perus no Paraná e peru in natura) e produtos industrializados (pratos prontos, pizzas congeladas, hambúrgueres, empanados de frangos, presunto, salame, dentre outros), que poderiam implicar na criação de poder de mercado. Para o Seae, não foram demonstradas eficiências antitruste específicas na operação que mostrassem um efeito líquido positivo, assim a Secretaria recomenda a aprovação da fusão pelo Cade, mas sujeita a algumas restrições. Tais como licenciamento, por cinco anos, de algumas das principais marcas das duas companhias e a venda de ativos (maquinas e unidades) industriais voltadas a produção de alimentos das duas marcas a fim de reduzir o poder econômico da nova empresa e garantir a competição. Também foi recomendado que a nova empresa se desfizesse de cinco marcas secundarias de carnes e laticínios, e de três marcas de margarina. É importante notar que o Seae, tem função meramente técnica sobre a análise do caso, cabe ao Cade julgar o processo de fusão e suas peculiaridades.

A decisão do Cade, por sua vez, depende da complexa tramitação do processo no sistema de defesa da concorrência, que provavelmente deve ser finalizado somente em 2011. Dado que a Brasil Foods foi criada em 2009 e ainda está sujeita a aprovação do Cade, ela vem operando de forma limitada com algumas restrições. Esse atraso na decisão sobre a fusão está comprometendo o resultado potencial da empresa, pois não é possível usufruir das sinergias e a incerteza sobre a aprovação da operação reduz os investimentos da companhia. Essa incerteza é resultado de um artifício que o Cade vem utilizando em processos de fusão, o Acordo para a Preservação da Reversibilidade da Operação (Apro). Esse acordo tem o objetivo de que o Cade consiga impor restrições às empresas no futuro, serve como garantia de que o negócio possa ser desfeito parcialmente ou por completo no futuro. Assim, as estruturas das duas companhias devem ser mantidas independentes (não tendo trocas de informações comerciais como carteira de clientes, contratos com fornecedores, bem como não demitem funcionários, etc) até o final do julgamento da fusão, dificultando o ganho de sinergias, como já mencionado. De acordo com o fato relevante publicado no dia 7/7/2009, o Apro foi assinado entre as duas empresas e o Cade. Nas datas 19/09/2009 e 20/01/2010, o Cade autorizou a (1) coordenação de atividades das companhias voltadas ao mercado externo no segmento de carne in natura e autorizou (2) as duas empresas realizarem operações conjuntas referentes a aquisição de carne bovina in natura a comercialização da

produção de carne in natura em geral tanto no Brasil quanto no exterior e a negociação de insumos e serviços, respectivamente.

No primeiro momento, a Brasil Foods, será sucessora da Perdigão e a Sadia se tornará subsidiária da nova empresa. Esse desenho facilitará qualquer necessidade de reversão da operação no futuro. A participação da Brasil Foods ficou dividida em um percentual de 32% para acionistas da Sadia e 68% para os da Perdigão. Isso reflete o tamanho da perda que a Sadia teve com derivativos, pois em 2007 seu valor de mercado era o dobro ao da sua concorrente e na fusão, após as perdas financeiras, ficou com um terço da nova empresa. Isso mostra como uma má governança corporativa pode destruir valor ao acionista. A união das duas empresas contará com um faturamento anual superior a R$20 bilhões, sendo o mercado externo responsável por 42% deste. Brasil Foods tornou-se uma das maiores empresas do setor alimentício do mundo em valor de mercado, sendo a décima maior empresa de alimentos da América Latina.

Posto todas essas características da fusão, vamos agora analisar o balanço da Brasil Foods para vermos se já foi possível obter ganhos, mesmo com as restrições já mencionadas. Como o último balanço trimestral de 2010 ainda não foi divulgado, vamos fazer a análise baseado nos balanços do segundo trimestre dos exercícios de 2009 e 2010, já que os dados da Sadia só foram incorporados aos da Perdigão (ou BRF) no terceiro trimestre de 2009, e assim conseguimos fazer a comparação das empresas ainda como concorrentes e consolidadas.

Na tabela a seguir, os dados consolidados para 2T09, foram calculados a partir da soma dos resultados independentes da Sadia e da Perdigão no período a fim de termos uma parâmetro da performance das duas empresas juntas mas sem sinergias, e os dados do 2T10 já representam o resultado da fusão com aproveitamento de economias de escala e sinergias (mesmo que limitados pelo Cade).

Valores R$ milhões	Sadia 2T09	Perdigão 2T09	Consolidado 2T09	BRF 2T10	Variação
Receita Operacional Bruta	2.975	3.124	6.099	6.315	3,55%
Mercado Interno	1.740	1.917	3.657	3.883	6,18%
Mercado externo	1.235	1.207	2.442	2.432	-0,40%
Receita Operacional Líquida	2.573	2.703	5.276	5.532	4,86%
Lucro Bruto	571	593	1.164	1.514	30,08%
Margem Bruta	22,20%	21,90%	22,06%	27,40%	
EBIT	112	12	124	393	215,92%
Lucro Líquido	346	129	475	132	-72,23%
Margem Líquida	13,50%	4,80%	9,01%	2,40%	
EBITDA	248	133	381	587	54,06%
Margem EBITDA	9,60%	4,90%	7,22%	10,60%	

Tabela 7 – Resultados 2T09 / 2T10 – Sadia, Perdigão e BRF – Fontes: site Sadia e site BRF

Podemos notar que a Brasil Foods apresentou uma melhoria operacional bem razoável. Sua receita líquida aumentou 4,8% graças ao bom desempenho do mercado interno que se recuperou rapidamente da crise alcançando um lucro bruto de R$1,5 bilhões, 30% maior que no mesmo período anterior. O EBTIDA, que reflete a geração de caixa, teve um aumento de 54% como resultado da redução de custos e despesas sobre as operações assim como o EBIT com crescimento de mais de 200%, reforçam o bom desempenho operacional.

Por outro lado, o ponto que chama atenção negativamente para os dados é o lucro líquido, que apensar de ser positivo em R$132 milhões, este apresentou uma queda de 72% em relação ao mesmo período do exercício anterior. De acordo com as informações trimestrais (ITR) publicada no dia 13/08/2010 pela CVM, a BRF teve um prejuízo financeiro consolidado próximo a R$170 milhões somente no segundo trimestre de 2010, e no acumulado do ano esse valor chega a quase R$300 milhões negativos.

Podemos concluir que as empresas conseguem um bom desempenho operacional, e que a fusão está ajudando a melhorar ainda mais esta eficiência de ambas as empresas. Mas a parte não operacional ainda se mostra um problema a ser enfrentado em nossa análise por alguns motivos. No ITR não tem muitos detalhes quanto aos tipo de instrumentos financeiros utilizados, além do que os valores apresentados contêm valores ajustados ainda não realizados exigidos pelas mudanças na legislação após a crise de 2008.Mesmo a empresa reforçando o compromisso com a gestão de risco e políticas de governança no relatório, fica difícil identificar se de fato há um comprometimento firme ou não. Mas dado que a Brasil Foods no ano de 2010 recebeu alguns prêmios relativos à governança corporativa por diferentes instituições, não vamos questionar a qualidade dos gestores.

Vamos aproveitar que vimos a fundo o caso do uso indevido com derivativos pela Sadia que culminou na fusão desta com sua maior rival, para analisar o que está/estava por trás dos incentivos das empresas não financeiras, isto é, como era a regulação para esses tipos operações com derivativos, bem como exigências de transparência e quais foram as mudanças após a crise.

6. Regulação

Neste capítulo serão abordados aspectos relevantes quanto à regulação financeira, tanto no pré-crise, quanto na pós-crise de 2008. Veremos a regulação de forma geral no contexto internacional e posteriormente iremos focar o estudo no mercado brasileiro, mais especificamente na regulação das empresas não financeiras.

Historicamente, sabemos que as crises mais severas do mundo estavam ligadas a instabilidade do setor financeiro, uma característica intrínseca do mesmo. A fim de reduzir a dimensão dos impactos adversos de futuras crises financeiras nas economias, diversos países adotaram, ao longo dos anos, uma série de regulações e normas a serem seguidas pelo setor financeiro de modo a mitigar os riscos presentes nas operações. Mas como sabemos, há dois anos tivemos a segunda crise mais severa da historia econômica mundial. Vamos entender se a regulação não foi aplicada ou se esta foi mal desenhada ou se ambos.

Para analisarmos possíveis mudanças na regulação do setor financeiro é preciso entender o que houve de errado na regulação vigente que levou a falhas na estrutura financeira desencadeando a última crise. Meu objetivo não é aprofundar o tema da crise nem detalhes específicos sobre a regulação dos bancos, mas para chegar a conclusões sobre a regulação de firmas não financeiras que realizam operações com derivativos, é preciso passar pela regulação financeira como um todo, para pelo menos compreendermos o que tem acontecido nessa área financeira nos últimos anos. A regulação dos bancos está de certa forma relacionada às firmas não financeiras, pois dependendo da situação na qual eles se encontram seja de limites regulatórios quanto situação de liquidez própria, estes irão ou não aumentar sua linha de crédito e/ou produtos financeiros para estas empresas.

6.1. Basiléia

Em 1988, em um movimento inédito, cerca de 100 nações se reuniram e firmaram o Acordo de Capital de Basiléia. Este acordo teve o objetivo de criar exigências mínimas de capital (limitando o nível de alavancagem financeira), que deveriam ser respeitadas por bancos comerciais reduzindo o risco de crédito. No entanto, as definições da Basiléia não foram suficientes para evitar diversas falências de instituições financeiras na década de 90.

Em 2004, um novo acordo definido como Basiléia II, modernizou o acordo anterior adotando novas medidas. Esta se baseou em três pilares: cálculo do capital regulatório mínimo; critérios para a inspeção regulatória e para a requisição de capital

adicional por parte dos órgãos supervisores quando o capital calculado pelo Pilar I for insuficiente; e disciplina de mercado através de transparência das informações e padronização dos procedimentos contábeis.

O Pilar I adequava o requerimento mínimo de capital dos bancos de acordo com os riscos que cada instituição estava, de fato, exposta. Isto é, havia uma liberdade para que cada banco mensurasse o risco de suas operações (devido à particularidade dos produtos vendidos por cada instituição), seguindo apenas algumas exigências básicas de cálculo.

Vale notar que a Basiléia estabelece uma série de normas de melhores práticas e que os órgãos reguladores de cada país devem adotar e incorporar à sua legislação local aquelas que julgarem mais adequadas, bem como a ordem a serem adotadas ao longo do tempo. Assim, apesar da Basiléia ser um acordo entre vários países, pode ser que alguns destes não adotem práticas nela contidas.

6.2. Crise e Regulação

A estabilidade que a economia mundial conquistou a partir de 2003, fez com que o mercado, em geral, acreditasse que: a liquidez não diminuiria; as classificações das agências de risco fossem mais valiosas que a gestão de risco própria; e a diluição dos riscos individuais reduziria o risco sistêmico. Assim, achavam que o sistema estava mais protegido contra crises financeiras.

O que houve na regulação e no mercado para se ter essa visão tão otimista? Vale notar, que um dos pontos mais importantes foi à elaboração de produtos financeiros complexos que mascaravam o risco real neles contidos, além do modelo de negócio *originate-to-distribute*. Os produtos financeiros continham carteiras de créditos com diferentes graus de riscos e eram hierarquizados, isto é, só haveria perda de determinada carteira de crédito daquele produto se outra carteira de crédito pior dentro do mesmo produto fosse totalmente inadimplente, o que diminuía o risco de perder a carteira melhor, grosso modo. Com isso, diluíam-se créditos ruins no meio dos créditos bons, e num cenário positivo e estável, dificilmente haveria problemas e com isso vendiam-se os créditos ruins melhor do que se fossem vendê-lo sozinho. Do lado do modelo de negócios, os bancos concediam crédito já com o objetivo de pegar aquela carteira de crédito e somar a outras carteiras para vender o produto total para outra instituição. Isso significa que os bancos repassavam o risco para terceiros e com isso não se tinha incentivos a fazer uma analise cuidadosa do crédito, ou seja, o esquema montado pelo

mercado confrontava interesses do concedente de crédito para com o detentor de risco final.

O desenvolvimento dos instrumentos financeiros que transferiam o risco entre os participantes do mercado pareciam reduzir o risco sistêmico e aumentar a eficiência da alocação dos recursos da economia. As autoridades monetárias estavam, também, convictas de que a auto-regulação do mercado seria a melhor forma de se obter eficiência, aumentando a confiança na situação sobre qualquer instabilidade financeira. O resultado disso foi que se deixou de aplicar práticas de regulação financeira, como por exemplo, princípios básicos da Basiléia.

Se os riscos dos produtos financeiros tivessem sido calculados conforme o acordo previa, bem como as instituições financeiras adotassem margens de capital adequadas com os riscos destes produtos, certamente, a atratividade desses instrumentos seria muito menor, e conseqüentemente o volume desses instrumentos na economia também seriam menores. Assim, quando os preços dos imóveis norte-americanos começaram a cair, desencadeando o efeito cascata dos preços das hipotecas, a velocidade com que a incerteza e a aversão ao risco se instauraram, teria sido muito menor. O cerne da crise foi que as instituições não só não acreditavam nas condições de pagamento das demais, como também, não tinham pleno conhecimento da qualidade dos próprios ativos detidos em carteira.

A austeridade dos órgãos supervisores e o relaxamento sobre as boas práticas de gestão levaram a uma exposição enorme ao risco fazendo com que instituições até então sólidas, quebrassem. A grande discussão atual sobre regulação está em torno de maior presença das autoridades nacionais, além de um conjunto de normas reguladoras mais adequadas, isto é, que crie incentivos corretos para as instituições e ao mercado.

Para concluirmos este episódio da crise, destacarei alguns pontos, citado por Márcio Garcia em seu livro Risco e Regulação, sobre problemas que se originaram de falhas na regulação e supervisão: critérios frouxos na concessão de crédito (subprime); falhas no processo de gestão de risco das instituições financeiras; confiança demasiada nos ratings atribuídos pelas agencias de classificação de risco; classificação ruim do risco por parte das agências sobre os complexos produtos financeiros negociados; ausência de incentivos para a geração e disseminação de informações sobre a qualidade dos ativos de crédito; arcabouço regulatório deficiente, encorajando bancos a securitizar ativos, via instrumentos off-balance, com vistas de reduzir o capital exigido; estrutura inadequada de remuneração dos executivos estimulando a assunção de riscos; grau de

transparência reduzido; e pouca atenção para o risco sistêmico e muita para o risco individual.

Vale notar que para evitar crises semelhantes no futuro não necessariamente é preciso de mais regulação, mas sim fazer com que a regulação existente direcione incentivos corretos. É notório que uma regulação excessiva pode levar a um mercado ineficiente e por outro uma regulação fraca pode gerar especulação demasiada que também é ruim para a economia quando as bolhas chegarem ao estopim.

Visto os problemas, podemos enumerar algumas mudanças regulatórias para o sistema: eliminação das características pró-cíclicas no requerimento de capital mínimo, evitando alavancagem excessiva; reavaliação do capital exigido para os produtos estruturados de crédito; regular mais firmemente as instituições com maior grau sistêmico; melhor direcionamento sobre a gestão de risco e incentivos dentro da estrutura corporativa; melhor adequação em torno da liquidez das instituições financeiras devido aos prazos de seus passivos, levando em conta momentos de estresse do mercado; melhor estruturação no mercado de derivativos; aumento na exigência de melhorias na divulgação de informações; cooperação internacional na supervisão dos mercados dado a interconexão destes; e solução do conflito de interesse das agências de classificação de risco para melhorar a qualidade do rating dos produtos.

Até aqui vimos o panorama internacional, focado principalmente no mercado norte-americano onde foi o epicentro da crise financeira de 2008 que se disseminou para o resto do mundo. Todos esses fatos são muito importantes para se fazer uma análise de como o mercado reage a regras frouxas dos órgãos supervisores, bem como a importância deste último para o sistema.

6.3. Brasil, Crise e Regulação

Sabemos que a resposta e recuperação do Brasil à crise de 2008 foram uma das melhores e mais rápidas do mundo. Vamos, nesta sessão, entender o que está por trás do significado das palavras do atual presidente do Brasil Luiz Inácio da Silva sobre a crise: “Lá (nos EUA), ela é um tsunami; aqui se ela chegar vai chegar uma marolinha...”.

O curioso dessa situação é que o esperado era que as nações mais desenvolvidas sofressem menos que os emergentes. Além do mais, o Brasil adquiriu estabilidade econômica muito recentemente. Só temos apenas 16 anos de estabilidade de inflação; de maior abertura ao exterior; de renegociação da dívida externo de longo prazo, etc. No entanto, foi justamente a história brasileira de sucessivas turbulências que acabou por criar um sistema regulatório mais eficaz que o de demais países.

A crise no Brasil, diferentemente das demais nações, não abalou a estrutura do setor financeiro, mas teve um impacto maior sobre empresas não financeiras. A regulação já previa compulsórios altos, nível de capitalização acima da média internacional, sistema de pagamentos que minimizam riscos de contraparte, dentre outras exigências conservadoras que facilitaram o Banco Central agir no estímulo da economia (e do crédito) bem como as instituições estavam menos expostas (e alavancadas). Somado a isso, o Brasil soube aproveitar os intenso período de expansão mundial de 2003 a 2007. O país obteve superávits comerciais, superávits no balanço de pagamentos, as reservas internacionais bateram recorde, além do setor publico tornar-se credor externo líquido (ativos internacionais superavam as obrigações externas).

No entanto, a crise teve um efeito maior no país no que tange as empresas não financeiras. Os impactos tiveram diversas frentes, a oferta de crédito externo secou da mesma forma a demanda externa por produtos brasileiros diminuiu, e o principal impacto está ligado às perdas com instrumentos de derivativos (devido à má governança e gestão de riscos das empresas que as deixaram muito expostas a variação cambial).

A seguir, farei uma abordagem do arcabouço regulatório antes da crise e posteriormente discursarei sobre as alterações feitas decorrentes da crise objetivando alinhar melhor os incentivos assegurando ainda mais a economia brasileira contra futuras crises. Os alicerces da regulação financeira estão voltados ao sistema financeiro, assim serão expostos os principais pontos desta regulação, bem como os órgãos supervisores para então focar na regulação de empresas não financeiras, centrando nos incentivos direcionados para estas.

As principais entidades do Sistema Financeiro Nacional (SFN) são; Conselho Monetário Nacional (CMN) como órgão normativo; Banco Central do Brasil (BCB) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como órgãos supervisores. A Lei n° 4.595, de 31/12/1964, criou tanto o CMN, quanto o BCB. O primeiro ficou responsável por ditar as diretrizes gerais para o bom funcionamento do SFN. Já o segundo, é o principal executor das orientações do CMN, cabendo o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros de modo a dar mais eficiência ao sistema de pagamentos e à mobilização de recursos, zelando pela liquidez e solvência das instituições financeiras. Apenas em 1976 através da Lei n° 6.385 a CVM foi criada sendo responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários (bolsa e balcão) do país.

A reorganização do SFN só foi possível de forma consistente após a estabilização propiciada pelo Plano Real em 1994, sendo nosso ponto de partida. Essa

estabilidade revelou a dificuldade de instituições financeiras em se ajustarem ao novo ambiente econômico, bem como a fragilidade das instituições voltadas ao setor produtivo devido a ineficiência operacional. Nesse quadro, foram criados em 1995 o Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e o Programa de Incentivo à Redução da Presença do Setor Público Estadual na Atividade Financeira Bancária e a Privatização de Instituições Financeiras Estaduais (PROES). O objetivo desses programas era direcionar o país a um novo modelo de sistema financeiro a fim de garantir que somente as empresas com saúde, liquidez e solidez operassem no mercado. No mesmo ano a Resolução do CMN n° 2.211 criou e regulamentou o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), que iria cobrir até certo limite titulares de depósitos e alguns investimentos caso fosse decretado intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da instituição financeira. O FGC assumiu grande importância, pois promoveu maior estabilidade do SFN bem como reduziu a chance de crises bancárias sistêmicas.

Nesta mesma época estava em debate a primeira Basiléia, onde a intensa globalização e internacionalização das relações financeiras mudaram o enfoque econômico para regras de caráter prudenciais, voltadas a minimização dos riscos operacionais das instituições e do sistema. Vale notar que até então, o BCB não dispunha de meios legais para ações preventivas junto ao SFN. A Medida provisória n° 1.182/95 (transformada na Lei n° 9.447/97) dotou o BCB legalmente para uma atuação mais firme como agente regulador e saneador do SFN. A maior inovação do período foi a atribuição aos responsáveis pela falência/insolvência da instituição o dever de solucioná-lo em tempo, fazendo com que o próprio mercado atue como parceiro na solução da crise de liquidez da instituição. A responsabilidade dos controladores das instituições financeiras foi ampliada para os casos de intervenção e liquidação extrajudicial. Essa determinação foi estendida aos bens das pessoas, naturais ou jurídicas, controladores das instituições financeiras submetidas ao regime de intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária. Da mesma forma, os prestadores de serviços como auditores independentes também passaram a ser fiscalizados pelo BCB, com a possibilidade de colocação de seus bens em indisponibilidade.

Sobre o gerenciamento de risco, foi implementada a Central de Risco de Crédito, por meio da Resolução n° 2.390/97. Esse mecanismo funciona como importante cadastro de informações positivas, auxiliando a gestão da carteira de crédito das instituições.

Em 1998, a fim de reduzir o problema de conflito de interesse ou interesse concorrente entre o investidor e a instituição, através da Resolução n° 2.486, foi estabelecida a *Chinese Wall*. Assim, instituiu-se a obrigatoriedade das instituições financeiras segregar a administração de recursos de terceiros das demais atividades da empresa.

Também em 1998, o CMN elaborou um sistema de controles internos brasileiro com maior adequação aos padrões internacionais (Resolução CMN n° 2.554), reforçando a postura proativa e prudencial do BCB após o Plano Real. Os principais pontos estabelecidos são: obrigatoriedade de criar canais de comunicação interna; acompanhamento sistemático do cumprimento das normas legais e regulamentares; auditorias internas são parte integrante do controle interno; e imposição de limites operacionais mais restritos para as instituições financeiras que não implantarem sistemas de controle adequados. Havia um entendimento de que a transparência é um princípio fundamental para alcançar a credibilidade.

A Resolução CMN n° 2.891/01 fixou limites operacionais e exigências de capital para a exposição cambial, cobrindo o risco decorrente da exposição dessas operações.

Nas medidas prudenciais adotadas pelo CMN na última década, também reconheceu a importância do capital humano, então determinou através da Resolução CMN n° 3.158/03, que os funcionários que axercem atividades de distribuição e mediação de títulos, valores mobiliários e derivativos sejam certificados por avaliação de uma entidade com capacidade técnica reconhecida. No mesmo sentido, a Resolução n° 3.198/03, estabeleceu como condição prévia da contratação a aprovação do responsável técnico, diretor, gerente, supervisor ou outro integrante da gerência ou equipe de auditoria, em exame de certificação organizado pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), em conjunto com o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (Ibracon).

Como mencionado no primeiro subitem deste capítulo, o Novo Acordo de capital da Basiléia (Basiléia II) propõe a substituição do critério de padronização, por um enfoque flexibilizado, adequando o capital exigido aos principais riscos envolvidos na atividade. Assim, a Resolução CMN n° 3.490/07 revogou as Resoluções CMN n° 2.692/99 e 2.891/01.

No que tange aos derivativos, a Lei n° 10.303/01, transferiu para a CVM a competência para regulamentar os derivativos, independentemente do ativo objeto. No entanto, o BCB continuou com a competência de regular a atuação das instituições

financeiras neste mercado. As Circulares BCB 3.068/01 e 3.082/02 chamam atenção da importância da transparência e segurança das operações, estabelecendo e consolidando critérios para registro e avaliação contábil dos instrumentos financeiros de derivativos. Em 2007, a Resolução CMN n° 3.505 regulamentou a realização de operações de derivativos no mercado de balcão pelas instituições financeiras e outras autorizadas a funcionar pelo BCB.

Por todo este arcabouço, podemos notar que o sistema financeiro brasileiro estava bem amarrado quanto às exigências regulatórias, o que resultou de fato no não colapso do setor financeiro brasileiro. No entanto, a exposição de empresas a derivativos cambiais levaram a perdas enormes. Apesar da CVM e do BC estarem atentos a essas operações, a maior parte destas é negociada em mercado de balcão no qual não há muita transparência/informação, bem como as empresas de capital fechado estão fora do arcabouço regulatório prudencial destes órgãos, tornando o controle e mensuração do risco para a economia muito difícil. Vale notar que as operações no mercado futuro são realizadas preferencialmente no mercado de balcão, pois por não haver padronização, é mais fácil ajustar os termos dos contratos de acordo com as preferências das partes.

Qual é a relação que podemos traçar entre as empresas não financeiras e o setor financeiro? Empresas não financeira estão relacionadas aos bancos porque são estes que fornecem crédito para investimento destas, além de vender instrumentos financeiros tais como derivativos com finalidade da empresa proteger seu caixa operacional aos riscos que está exposta. Isso quer dizer que as empresas assumem obrigações com os bancos. Logo se essas empresas quebram, os bancos que venderam produtos a estas empresas não recuperarão seus fundos, o que pode levar a problemas de liquidez destes. Assim, é importante o sistema regulatório ter conhecimento dessa interconexão das instituições bem como direcionar incentivos corretos.

Uma empresa pode assumir uma posição alavancada em um banco, mas o outro banco não ter conhecimento de sua atual exposição e acabar por conceder mais produtos financeiros para esta instituição aumentando ainda mais o risco que está exposto. Desta forma, pode articular um aumento do risco sistêmico que mesmo com todo aparato regulatório do sistema financeiro brasileiro pode não ser suficiente para uma onda de falências bancárias. É neste sentido, que iremos ver as medidas que estão sendo adotada pós-crise a fim de direcionar incentivos aos executivos das empresas, bem como ao aumento na divulgação de informações.

Até aqui deixei de citar uma entidade de grande importância para a segurança e agilidade das operações no mercado financeiro brasileiro, a Câmara de Registro de Derivativos de Balcão (CETIP). Criada em 1986 pelo BCB, ela funciona como uma câmara de compensação e liquidação que efetua a custodia escritural de ativos e contratos, registra operações realizadas no mercado de balcão, processa a liquidação financeira e oferece uma plataforma eletrônica para negociação online. É uma sociedade administradora de mercados de balcão organizado, ou seja, de negociação e registro de valores mobiliários, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão. Na CETIP são registrados 90% dos derivativos de balcão do Brasil, sendo os 10% restantes registrados na BM&FBovespa.

Pode parecer que com a CETIP o problema de informação sobre operações de derivativos acabou, mas vale notar que apesar da CETIP registrar as operações, ela não registra os negócios de forma consolidada. Neste sentido, em 2009, começou um esforço conjunto de três entidades: CETIP; Federação Brasileira de Bancos (Febraban); e Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima); para criar a Central de Exposição de Derivativos. O objetivo desta central é consolidar os dados sobre operações com derivativos de uma instituição de forma a expor sua exposição total a risco. Desta forma, essas informações seriam compartilhadas (mediante aprovação da instituição em questão) e assim os bancos saberiam qual o risco de seu cliente antes de vender um produto financeiro. Esta central é uma resposta como medida prudencial a última crise, na qual empresas não financeiras se alavancaram e adotaram caráter especulativo com instrumentos de derivativos levando a enormes perdas já mencionadas.

De modo a assegurar os dados sigilosos das companhias, as instituições financeiras que desejarem consultar a Central de Exposição de Derivativos deverão informar ao BCB o nome do diretor responsável pela área, segundo a Resolução 3.098 do CMN, que autoriza o funcionamento da Central. Assim, se alguma empresa se sentir lesada, se voltará ao BCB, que por sua vez, punirá o diretor do banco infrator.

A instrução CVM 486/10 alterou no dia 17/11/2010 a instrução 467/08, com o objetivo de compartilhar informação sobre operações com contratos derivativos, negociados em bolsa ou balcão, com fins de administração de riscos pelas instituições financeiras.

Cabe notar, que o BCB não possui poderes legais para fiscalizar empresas não financeiras, por isso é importante que haja um estreitamento entre o BCB e a CVM para que esteja sempre a par da saúde financeira do sistema.

Esse esforço consiste em zelar pela saúde no lado das operações financeiras. Mas por que essas empresas estão dispostas a assumirem tamanho risco? Veremos agora a questão de incentivos dos executivos das instituições. O ponto de partida é saber que quando uma empresa está assumindo riscos fora do normal, é porque os diretores estão recebendo benefícios que não condizem com os desejos dos acionistas.

Geralmente, isso acontece quando os benefícios dos executivos são voltados para resultados de curto prazo da empresa. Nesse caso, para ele é vantajoso levar a empresa a um risco excessivo, pois é o único modo de obter lucro maior e mais rápido, o que pode resultar em grandes perdas e até comprometer a saúde financeira da companhia a médio e longo prazo. Em casos extremos, os bônus que os executivos recebem independem do resultado da firma, ou seja, mesmo que ocorra prejuízo eles receberam "uma gratificação" pelo trabalho (não/mal feito). Segundo a chefe-adjunto do Departamento de Normas do BCB, Silvia Marques, não foi constatada nenhum problema do tipo aqui no Brasil, assim como havia nos EUA, mas que esta preocupação faz parte de adotar medida prudencial para o futuro, assim como o Brasil já vem fazendo em diversos casos.

Foi aprovada pelo CMN no dia 25/11/2010 a Resolução n ° 3.921 que regulamenta a política de remuneração de administradores do sistema financeiro. A medida visa desestimular comportamentos que podem aumentar a exposição ao risco das instituições financeiras a níveis acima dos considerados prudentes. As medidas serão aplicadas às instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo BCB. A política de remuneração deve ser desenhada de forma compatível a política de risco. Assim, a remuneração de administradores das áreas de controle interno e gestão de risco não devem estar vinculadas com suas áreas de negócios a fim de evitar conflito de interesse. Estes devem ser remunerados de acordo com seus cargos e não pelo desempenho de suas áreas. A Resolução não obriga o pagamento de bônus variável, mas quando este existir deve-se seguir algumas restrições: no mínimo 50% da remuneração variável deve ser paga em ações ou instrumentos baseados em ações, compatíveis com a criação de valor a longo prazo e com o horizonte de tempo do risco; pelo menos 40% da remuneração variável deve ser diferida para pagamento futuro (mínimo 3 anos) de forma escalonada, aumentando com o nível de responsabilidade do administrador.

É neste aparato normativo que o Brasil vem assumindo importância no cenário mundial, de forma que a partir de 2008, sua influencia em reuniões como o G-20 aumentou significativamente. O caráter proativo dos órgãos supervisores de modo a

adotar medidas preventivas, evitando medidas corretivas ou emergenciais, se tornou exemplo para as demais nações.

7. Conclusão

O presente trabalho expôs e analisou os problemas relacionados à assunção excessiva de risco por parte das empresas bem como os problemas que podem surgir de um sistema mal regulado. Vimos que o episódio da Sadia foi resultado da má governança, no que diz respeito à gestão de risco, que levou na insolvência de uma empresa exportadora tradicional. Por outro lado, foi visto que a má regulação do sistema distorce incentivos dos agentes que no caso acabou levando a segunda pior crise financeira da história dos EUA e do mundo.

É importante notar que a governança corporativa deve atingir a empresa em todos seus níveis. Nada adianta a empresa zelar pela transparência e divulgação de informações se estas não possuem qualidade ou em casos mais extremos as informações são falaciosas ou omitem fatos relevantes (como a péssima divulgação das operações financeiras da Sadia até serem divulgadas tais perdas). Ou, pro exemplo, a empresa adotar medidas que dão direitos aos minoritários, mas por trás da gestão de risco não há um alinhamento de interesse dos gestores para com os demais sócios. Práticas boas de governança corporativa só agregam valor a empresa, e sua recíproca pode ser violentamente oposta.

Do lado da regulação brasileira, vimos que ao longo dos anos temos adotado uma postura preventiva contra o pior cenário, mas apesar desse nosso sucesso em evitar problemas financeiros e alinhamento de incentivos, não se pode achar que o nosso quadro regulatório é bom o suficiente e irá assegurar o crescimento consistente do país. É preciso estar sempre atualizando as diretrizes e alinhando os incentivos, ainda mais com a atual modernização dos mercados que faz os instrumentos financeiros mudarem significativamente tão depressa e conseqüentemente os riscos envolvidos. A luta por maior transparência nas operações e adequação de capital comparado ao risco deve estar sempre no foco dos reguladores, além de como os agentes respondem pelas normas vigentes.

Em relação a regulação internacional, mais especificamente dos EUA, vale notar que se medidas consistentes por parte dos órgãos supervisores não forem adotadas, novos problemas irão surgir decorrente do desalinhamento de incentivos. O quadro atual é de fraca atuação dos supervisores e de incentivos errados em relação aos administradores das instituições financeiras. Apesar do presidente mencionar algumas medidas a serem adotadas, na prática estas medidas não corrigem totalmente os problemas nem tem sido implementadas com vigor.

Para concluir o trabalho, gostaria de focar na situação das empresas não financeiras. Será que vale a pena se arriscar em operações financeiras visando lucro não operacional? A minha resposta seria definitivamente não. Se os sócios desejam operar no mercado financeiro, que então eles criem uma empresa com este fim, além do que a expertise dos funcionários de uma empresa não financeira é diferente dos conhecimentos de gestores financeiros. Empresas não financeira devem sim desfrutar de instrumentos para proteção dos riscos que estão expostas, mas deve haver uma política firme de controle de risco. Além do mais, para se fazer hedge, não é preciso utilizar instrumentos financeiros complexos, de difícil compreensão.

8. Bibliografia

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*, 9.ed., Atlas.

GARCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fábio; *Risco e Regulação: Porque o Brasil enfrentou a crise e como ela afetou a economia mundial*, Rio de Janeiro, Elsevier.

HULL, John; *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*, São Paulo: BM&F Bovespa, 2009.

MENDONÇA, Álvaro A. *Planejamento de hedge: segurança para gestores de empresa*. São Paulo: Resenha BM&F nº 168, mai/jun 2006.

HISSA, Maurício; *Investindo em opções: como aumentar seu capital operando com segurança*, Rio de Janeiro, Elsevier.

BACIC, M; SILVEIRA, R; FERREIRA, M; *Gestão Imprudente do Risco Financeiro como Elementos de Destruição de Valor: Uma Reflexão a Partir do Uso de Derivativos Por Empresas Líderes Brasileiras*; Revista do Instituto Internacional de Costos, Junho 2010.

MALVESSI, Oscar; *Como a Estratégia equivocada destrói a riqueza do acionista*; IBEF News.

DUARTE JR., Antonio M. *A Importância do Gerenciamento de Riscos Corporativos*. Disponível em: www.risktech.com.br

DUARTE JR., Antonio M. *Gerenciamento de riscos corporativos: classificação, definição e exemplos*. Disponível em: www.risktech.com.br

Sites consultados:

BM&F Bovespa: <www.bmfbovespa.com.br>.

CETIP: <www.cetip.com.br>.

Banco Central do Brasil: <www.bcb.gov.br>.

Risktech: <www.risktech.com.br>.

CVM: <www.cvm.gov.br>

Estadão – Economia e Negócios: <http://economia.estadao.com.br>

Sadia: < www.sadia.com.br>

Perdigão e Brasil Foods: < www.perdigao.com.br>