



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA**  
**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**  
**NPGA - NÚCLEO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**RAQUEL ANGELO ARAUJO**

**GESTÃO DE RISCOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: IMPACTO  
DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 EM DUAS COMPANHIAS DO SETOR  
ALIMENTÍCIO.**

**SALVADOR**

2010

**RAQUEL ANGELO ARAUJO**

**GESTÃO DE RISCOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: IMPACTO  
DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 EM DUAS COMPANHIAS DO SETOR  
ALIMENTÍCIO.**

Dissertação apresentada ao Núcleo de Pós Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade de Federal da Bahia, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre Profissional em Administração.

Orientador: Antônio Francisco de Almeida da Silva Junior

**Salvador**

2010

A meu marido Flávio que me apoiou incondicionalmente e a minha filha Flávia, pequena apenas em seu tamanho, principais responsáveis pela conclusão de mais este objetivo.

Ofereço esta dissertação

## **AGRADECIMENTOS**

Ao criador que disponibilizou os meios necessários para que este sonho pudesse se tornar realidade.

Ao meu orientador, professor doutor Antonio Francisco, pela confiança em mim depositada, pelo tempo dedicado e pelas sugestões sempre pertinentes e indispensáveis para a conclusão deste trabalho, sobretudo pelo ser humano maravilhoso que demonstrou ser durante todo o período em que convivemos.

Ao coordenador do NPGA/UFBA, professor doutor Sandro Cabral, por sempre dizer as palavras certas nos momentos de maior dificuldade, acreditando e apoiando constantemente.

A todos os professores e funcionários do NPGA/UFBA pelo aprendizado, pelos serviços prestados e pela forma como conduziram nosso relacionamento.

A minha família pelo carinho, amor e compreensão, apesar das minhas ausências, em especial meu pai Joel, minha mãe Guiomar, meu sogro Hélio, minhas sogras Sônia e Luzia (em memória), ao meu marido e filha por tudo que representam para mim.

A todos os colegas, pelo prazer do convívio e pelos ensinamentos adquiridos, tanto dentro como fora das salas de aulas, em especial Ana Ivo, Ana Tanajura, Alessandro, Chris, Danielle, Eurides, Luciana e Ruy os quais hoje chamo de amigos.

## RESUMO

A governança corporativa pode ser entendida como a capacidade das companhias alcançarem seus objetivos estratégicos envolvendo aspectos referentes à relação com investidores, à estrutura de gestão das companhias, aos mecanismos de gestão de riscos e transparência. Durante a crise de 2008, diversas empresas brasileiras acumularam perdas bilionárias, como resultado de uma exposição cambial elevada e de falhas na utilização dos instrumentos de gestão de riscos e governança corporativa. O objetivo deste trabalho é identificar os fatores que contribuíram para que as companhias Sadia e Perdigão seguissem trajetórias distintas na crise financeira de 2008. Para compreender melhor o assunto, fez-se uma breve análise dos fundamentos da governança corporativa, das exigências das listagens da BM&F BOVESPA, dos princípios de gestão de riscos, sobretudo os financeiros, e do segmento de negócios das companhias. Para a realização desse propósito, utilizou-se uma abordagem qualitativa, escolhendo-se o método do estudo de caso e recorrendo, sobretudo, à análise documental. A pesquisa identificou que a prática de gestão de riscos é fundamental na aplicação das boas práticas de governança corporativa e que, apesar das inúmeras iniciativas de diversas instituições reguladoras e auto-reguladoras em estabelecer mecanismos que garantam a boa utilização dessas práticas, o sistema ainda apresenta falhas estruturais capazes de permitir que empresas até então consideradas sólidas incorram em atividades especulativas capazes de comprometer a sua própria existência.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Gestão de Riscos.

## **ABSTRACT**

Corporate Governance can be understood as the ability of the companies to achieve the strategic goals involving the aspects related to the investors' relationship, to the company management structure, to the mechanisms for risk management, and to the transparency. During the crisis of 2008, several Brazilian companies have accumulated losses worth billions, as the results of a high foreign exchange rate exposure, and failures in the use of the instruments for risk management and Corporate Governance. The aim of this research is to identify the factors that contributed to the companies Sadia and Perdigão to follow different paths in the financial crisis of 2008. To better understanding the subject, there was made a brief analysis of the foundations of the Corporate Governance, from the requirements listed by BM&F BOVESTA, from the principles of the risk management. To accomplish this purpose, was chosen the method of the case study, using mainly documentary analyses. The research identified that the practice of risk management is crucial in implementing corporate governance best practices and that despite numerous initiatives of various institutions and regulators in establishing self-regulatory mechanisms to ensure the proper use of these practices, the system still has structural flaws able to allow companies previously considered solid incurring in speculative activities that may jeopardize its very existence.

Key Words: Corporate Finance, Risk Management.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 -	Critérios de Listagem das Companhias nos Níveis Diferenciados e Novo Mercado	30
Gráfico 1 -	Novas Adesões aos Níveis de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA	31
Gráfico 2 -	Evolução dos Índices – IGC/Ibovespa/IBRX50 2001-2009	32
Figura 1 -	Modelos de Gestão de Riscos AS/NZS 4360:2004 e da FERMA	39
Quadro 2 -	Estratégias de Negócio Sadia e Perdigão - 2007	47
Gráfico 3 -	Lucro Líquido Sadia e Perdigão 2004-2008	54
Gráfico 4 -	Valor de Mercado Sadia e Perdigão (set 2007 – ago 2009)	54
Gráfico 5 -	Distribuição das Ações Ordinárias da Sadia 2007 (%)	56
Gráfico 6 -	Distribuição das Ações Ordinárias da Perdigão 2007 (%)	59
Gráfico 7 -	Oscilação da Taxa de Câmbio mar 2000 – dez 2009	64
Figura 2 -	Organograma Gerencial Sadia	65
Quadro 3 -	Resumo das Principais Características da Sadia e Perdigão	72

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Mercado Nacional – <i>Market Share</i> por Volume de Vendas em 2007	50
Tabela 2 -	Mercado Internacional – Participação nas Exportações Brasileiras de Suínos por Volume de Vendas 2006-2008	51
Tabela 3 -	Mercado Internacional – Participação nas Exportações Brasileiras de Aves por Volume de Vendas 2006-2008	51
Tabela 4 -	Dados Comparativos Sadia/Perdigão 2007-2008	53
Tabela 5 -	Ganho/Perda Cambial Sadia 2006-2008	63
Tabela 6 -	Contratos Futuros de Dólar Sadia 2007-2008	66
Tabela 7 -	Contratos Futuros de Dólar Sadia 3T08	66



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABEF	Associação Brasileira de Produtores e Exportadores de Frango
ABIEPCS	Associação Brasileira de Indústria Produtora e Exportadora de Carne Suína
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA BM&F	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A.
Calpers	<i>California Public Employees Retirement System</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
COSO	<i>Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ERM	<i>Enterprise Risk Management</i>
FERMA	<i>Federation of European Risk Management Associations</i>
GVS	Geração de Valor Sadia
IAN	Informações Anuais
IAS	<i>International Accounting Standard</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Ibovespa	Índice BOVESPA
IBRX50	Índice Brasil 50
ICGN	<i>International Corporate Governance Network</i>
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
NDF	<i>Non Deliverable Forward</i>
NYSE	Bolsa de Valores de Nova York
OCDE	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOA	<i>Sarbanes-Oxley Act of 2002</i>
TIAA-CREF	<i>Teachers' Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Funds</i>
USDA	<i>United States Department of Agriculture</i>
US GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles in the United States</i>

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	10
1.1. O PROBLEMA	11
1.2. OBJETIVOS	12
1.3. JUSTIFICATIVA	12
1.4. ESTRATÉGIA E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	13
1.5. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	15
<b>2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b>	17
2.1. PROBLEMAS DE AGÊNCIA	18
2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA	20
<b>2.2.1. Contextualização Histórica</b>	20
<b>2.2.2. Conceituação</b>	23
<b>2.2.3. Modelos</b>	24
2.3. A LEI SARBANES-OXLEY	26
2.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	28
<b>2.4.1. O Novo Mercado e a Governança Corporativa</b>	29
2.5. GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ORGANIZAÇÕES	34
<b>2.5.1. Conselhos de Administração</b>	34
<b>2.5.2. Diretoria Executiva</b>	35
<b>2.5.3. Conselho Fiscal</b>	36
2.6. GESTÃO DE RISCOS	37
<b>2.6.1. Elementos Básicos de um Modelo</b>	39
<b>3. AS COMPANHIAS SADIA E PERDIGÃO</b>	42
3.1. O SEGMENTO DO NEGÓCIO	42
3.2. INFORMAÇÕES BÁSICAS	44
<b>3.2.1. Sadia</b>	44
<b>3.2.2. Perdigão</b>	45
3.3. APRESENTAÇÃO DAS ESTRATÉGIAS	46
3.4. A DIVISÃO DO NEGÓCIO E RESULTADOS FINANCEIROS	50
<b>3.4.1. Sadia</b>	51
<b>3.4.2. Perdigão</b>	52
<b>3.4.3. Resultados da Análise Financeira</b>	53
3.5. PROCESSO DECISÓRIO	55
<b>3.5.1. Sadia</b>	55
3.5.1.1. Posição Acionária	55
3.5.1.2. Estrutura de Gestão	57
<b>3.5.2. Perdigão</b>	58
3.5.2.1. Posição Acionária	59
3.5.2.2. Estrutura de Gestão	60
3.6. GESTÃO DE RISCOS DO NEGÓCIO	61
<b>3.6.1. Gestão de Risco Cambial</b>	61
3.6.1.1. Sadia	62
3.6.1.2. Perdigão	67
<b>4. CONCLUSÕES</b>	73
<b>REFERÊNCIAS</b>	78

## 1. INTRODUÇÃO

O atual cenário econômico mundial, caracterizado por mercados interdependentes, é marcado pela queda das barreiras físicas e pelo dinamismo de suas operações financeiras. Neste contexto, a globalização da informação tem colaborado de forma significativa para a introdução de um número expressivo de novos investidores, aumentando gradativamente a representatividade do mercado de capitais como financiador das atividades econômicas e contribuindo para seu amadurecimento.

Aspectos como a instabilidade política, econômica e financeira, a exemplo do ocorrido no final de 2008, estimulam os investidores a buscarem outros fatores que assegurem o retorno de seu capital, a mitigação dos riscos e a maximização dos lucros. Seguindo uma tendência mundial, os investidores têm pressionado a adoção, por parte das companhias, de novos mecanismos contábeis e administrativos que proporcionem maior seguridade e transparência/*accountability* nas operações financeiras.

Dessa maneira, surge a Governança Corporativa, apresentando modelos que irão variar de acordo com o cenário em que estão inseridos, com práticas que, muitas vezes, se sobrepõem à legislação vigente, baseando-se em um conjunto de recomendações institucionais que vêm sendo bastante aceitas pelo mercado, induzindo as organizações que desejem promover a manutenção de sua competitividade a reestruturar suas práticas gerenciais e de controle, além de estimular o debate e a revisão de suas normatizações, por parte dos governos.

A dinâmica econômica, com a integração de mercados e evolução tecnológica, faz com que as companhias tenham necessidade de “adaptação” rápida. A capacidade de adaptação é função da gestão da companhia. Governança

corporativa diz respeito à capacidade das companhias alcançarem seus objetivos estratégicos.

No Brasil, um dos maiores fomentadores da adoção das práticas de governança corporativa pelas companhias de capital aberto tem sido a BM&F BOVESPA<sup>1</sup> que, em dezembro de 2000, inspirando-se no *Neuer Markt* alemão, fundou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados, no intuito de criar um diferencial de mercado capaz de gerar valor e atrair novos investimentos, distinguindo-se por apresentar uma alternativa de transição gradativa para as companhias que já possuíam capital aberto, além de respeitar o posicionamento estratégico de cada empresa. Para as companhias, a implantação de práticas de governança corporativa significa repensar suas estratégias, adequando sua gestão a essa nova percepção dos negócios.

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

Neste trabalho investiga-se se aspectos relacionados à gestão de riscos e à governança corporativa poderiam ter evitado essas perdas.

### 1.1. O PROBLEMA

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

---

<sup>1</sup> Em 2008 a BOVESPA Holding S.A. e a BM&F foram integradas a partir de um processo de fusão originando a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&F BOVESPA S.A..

Quais aspectos de gestão de riscos e de governança corporativa teriam contribuído para que a Sadia e a Perdigão apresentassem diferentes resultados durante a crise financeira de 2008?

## 1.2. OBJETIVOS

O presente trabalho tem como objetivo final identificar os fatores que contribuíram para que as companhias Sadia e Perdigão seguissem trajetórias distintas na crise financeira de 2008. Para que este objetivo seja atingido, este estudo possui ainda os seguintes objetivos intermediários:

- a) Investigar os dados financeiros das companhias;
- b) investigar o processo decisório da Sadia e Perdigão;
- c) investigar a política de gestão de riscos financeiros das companhias;  
e
- d) identificar se o investidor, com base nos dados publicados, poderia inferir sobre a adequação ou não das práticas de gestão de riscos e governança corporativa das companhias avaliadas.

## 1.3. JUSTIFICATIVA

As alterações realizadas pela BM&F BOVESPA em conjunto com as mudanças no cenário mundial fizeram com que o tema Governança Corporativa ganhasse relevância no Brasil, incentivando a adoção de suas práticas pelas companhias nacionais.

A crise financeira iniciada em 2008 foi um teste para a gestão de riscos nas organizações do mundo de uma forma geral. Companhias tradicionais enfrentaram grandes perdas financeiras, o que suscitou questionamentos sobre as práticas de gestão de riscos e de governança corporativa dessas organizações. No Brasil, empresas com sólida participação no mercado, como a Sadia, Aracruz Celulose e Votorantim, entre outras, enfrentaram problemas com operações de derivativos financeiros que deveriam ser utilizadas para proteção em situações

desfavoráveis. No entanto, essas operações causaram prejuízos que comprometeram inclusive a saúde financeira de algumas dessas organizações.

A escolha da Sadia e da Perdigão como foco de análise foi consequência de seu recente processo de fusão, originando a BRF-Brasil Foods S.A., justamente após o evento de perda bilionária da Sadia ocorrida em função de suas operações financeiras e como consequência da forte depreciação cambial ocorrida durante a crise internacional em 2008.

A nova empresa nasce como o décimo maior grupo de alimentos das Américas, segunda maior indústria alimentícia do Brasil (atrás apenas do frigorífico JBS Friboi), maior produtora e exportadora mundial de carnes processadas e terceira maior exportadora brasileira (atrás de Petrobras e da mineradora Vale), além de assumir o terceiro lugar em abate de aves no mundo e estar entre os dez maiores abatedouros de suínos no mercado internacional e uma das principais companhias brasileiras em captação de leite. Com aproximadamente 130 mil funcionários, um faturamento bruto de R\$ 24,5 milhões, seu valor de mercado em setembro de 2009, data em que as bases acionárias da Sadia e Perdigão passaram a ser negociadas de forma unificada, era de aproximadamente R\$ 20,6 bilhões (BM&F BOVESPA, 2010)

Desta forma, a escolha do tema – Gestão de Riscos e Governança Corporativa: impacto da crise financeira de 2008 em duas companhias do setor alimentício justifica-se em um ambiente macro pela relevância da crise e de seus impactos no cenário econômico mundial, ao mesmo tempo em que, em um ambiente micro, analisa o comportamento das duas companhias líderes de mercado no Brasil no segmento em que atuavam.

#### 1.4. ESTRATÉGIA E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Assim como em outras formas de conhecimento o objetivo da ciência é chegar à veracidade dos fatos tendo, no entanto, em sua capacidade de verificação o principal fator de diferenciação. Neste contexto os métodos podem ser definidos como o caminho para chegar a determinado fim. Nas pesquisas acadêmicas, a metodologia ou método científico é definido como o conjunto de procedimentos

intelectuais e técnicos adotados para se atingir o conhecimento (GIL, 1999). O método científico é, simplesmente, a forma encontrada pela sociedade para legitimar um conhecimento adquirido empiricamente.

Quanto aos seus objetivos esta pesquisa é classificada como descritiva exploratória. Koche (1997, p.124) afirma que a pesquisa descritiva, não experimental, constata e avalia a relação entre as variáveis, na medida em que estas se manifestam espontaneamente em fatos, situações e nas condições já existentes, não havendo, *a priori*, manipulação dessas mesmas variáveis, mas sim a constatação de sua manifestação *a posteriori*. “A pesquisa exploratória procura conhecer as características de um fenômeno para procurar explicações das causas e conseqüências do dito fenômeno” (Richardson, 1989, p. 281), tendo como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e idéias (GIL, 1999).

A partir dessa primeira etapa, a abordagem exploratória foi desenvolvida com um estudo de caso.

O estudo de caso é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado, tarefa praticamente impossível mediante os outros tipos de delineamento considerados.. (GIL, p.72, 1999)

Yin (*apud* GIL, 1999) afirma que o estudo de caso é um estudo empírico que investiga um fenômeno atual dentro do seu contexto de realidade, quando as fronteiras de fenômeno e o contexto não são claramente definidas e no qual são utilizadas várias fontes de evidências. Esta pesquisa buscou um maior aprofundamento da temática “Gestão de Riscos e Governança Corporativa”, sobretudo quanto às percepções dos investidores.

As companhias Sadia e Perdigão delimitam o universo da pesquisa. Por se tratarem de companhias listadas na Nyse e, portanto, submetidas às suas normas de divulgação de informações, consideradas mais rígidas do que as impostas no Brasil, o capítulo 3 foi baseado em dados obtidos, sobretudo no sítio *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), incluindo o banco de dados EDGAR, contemplando documentos informativos de apresentação obrigatória para as companhias com valores negociados em bolsa nos Estados Unidos dentre eles o relatório 20-F, no qual estão inseridas as demonstrações financeiras e outras informações relevantes, tais como estrutura organizacional, negócios, fatores de

risco que afetam as operações, principais acionistas e aspectos relacionados à sua governança.

A escolha da fonte teve como fator determinante a credibilidade e relevância dessa instituição, cuja função principal é proteger os investidores e manter a integridade do mercado de capitais norte-americano, sendo responsável pela supervisão de todos os integrantes do mercado financeiro e bolsas de valores. A SEC possui função semelhante à CVM<sup>2</sup> no Brasil.

No intuito de ampliar a base de dados, além das fontes já mencionadas, foram utilizados diversos documentos das companhias referentes ao período de 2006 a 2010, dentre eles, seus relatórios anuais e trimestrais, os resultados financeiros, apresentações institucionais, disponibilizados nos sítios das companhias e de instituições reguladoras ou autorreguladoras como a CVM e a BM&F BOVESPA, contemplando informações sobre o mercado, estratégias, política de gestão, resultados financeiros, entre outros aspectos.

## 1.5. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

O presente trabalho está dividido em quatro capítulos. Este primeiro capítulo (Introdução) é dedicado à apresentação do tema, justificativa do trabalho, objetivo geral, objetivos específicos, estratégia e procedimentos metodológicos e estrutura do trabalho.

O capítulo 2 (Referencial Teórico) apresenta o marco teórico composto pelos principais conceitos-chave: Governança Corporativa e Gestão de Riscos. O capítulo descreve a evolução dos conceitos de governança corporativa, sua contextualização, tipologias, além dos temas correlatos. Depois são apresentados os principais conceitos de gestão de riscos.

O capítulo 3 (Estudo de Caso: Sadia / Perdigão) apresenta o lócus e o objeto de estudo do trabalho: duas companhias do setor alimentício, a Sadia e a Perdigão S.A., negociadas em bolsa até 21/09/2009 e pertencentes a um segmento da BM&F BOVESPA destinado a companhias que adotam as práticas diferenciadas

---

<sup>2</sup> Comissão de Valores Mobiliários.



de Governança Corporativa. Neste capítulo buscou-se identificar indícios que nos levem a diferenciar as duas companhias em relação a três categorias de fatores considerados chave: dados financeiros e operacionais, processo decisório e política de gestão de riscos, sobretudo os cambiais.

Por último, o capítulo 4 (Conclusões) apresenta as conclusões da pesquisa e algumas recomendações para futuras pesquisas.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para compreender os diferentes resultados obtidos entre as companhias Sadia e Perdigão durante a crise financeira de 2008, primeiramente é importante discutir de forma mais ampla os conceitos de governança corporativa e gestão de riscos, temas abordados neste capítulo. Além disso, é essencial compreender como as diferentes condições históricas, sócio-culturais e econômicas dos principais mercados financeiros influenciam os principais modelos de governança corporativa.

Ainda neste capítulo, são expostos os principais acontecimentos que levaram ao surgimento da Lei Sarbanes-Oxley<sup>3</sup> e suas principais contribuições, considerando-a como marco contemporâneo da Governança Corporativa devido a sua capacidade de transformar uma série de recomendações e cartas de intenções em Lei.

A partir deste ponto os estudos focalizam o mercado nacional, apresentando suas principais características e a forma como a governança corporativa está inserida. Abordando as alterações estruturais necessárias para a adequação das companhias ao novo contexto.

Por fim, apresenta as principais definições de gestão de riscos e sugere um modelo de referência básico que busca reunir as características consideradas fundamentais para a mitigação dos riscos e por consequência para uma boa governança.

---

<sup>3</sup> *Sarbanes-Oxley Act of 2002 - SOA*

## 2.1. PROBLEMAS DE AGÊNCIA

Da separação entre propriedade e controle nas organizações, ocasionada por fatores diversos como a dispersão da propriedade, os processos de sucessão nas companhias familiares, as privatizações, além das reestruturações societárias (causadas pelas fusões, cisões, incorporações e joint-ventures), surgiu o problema de agência.

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato sobre o qual uma ou mais pessoas (principal) empregam outra pessoa (agente) para executar algum serviço em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão. Ainda segundo Jensen e Meckling, se ambas as partes são maximizadoras de sua utilidade, existem boas razões para acreditar que o agente nem sempre irá agir no melhor interesse do principal. Seguindo essa linha, Okimura (2003) complementa afirmando que a inexistência do agente perfeito embasa a contradição entre o comportamento desejado pelo principal e o seu comportamento efetivo, fator que fundamenta o problema de agência, definido por Gitman (2002, p.20) como “a possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos à frente dos objetivos da empresa”.

Andrade & Rossetti (2004) desenvolvem o conceito afirmando que os conflitos não se estabelecem apenas na relação proprietário-gestor, mas também na relação entre os acionistas majoritários e minoritários. Observa-se nesse tipo de conflito, a influência dos acionistas majoritários sobre os gestores em detrimento aos direitos dos acionistas minoritários. Sobre este aspecto Silveira (2006, p.41) define:

O problema de agência dos gestores (...) representa o potencial de expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores em uma situação de separação entre propriedade e controle, ou o potencial de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores em uma situação na qual os controladores exercem poder quase total sobre os gestores.

Nos últimos anos, tanto o mercado como as companhias têm ampliado os debates a respeito do problema de representação engendrando esforços crescentes para a sua minimização. Segundo Jensen e Meckling (1976), o problema de agência representa diversos custos para as companhias denominados custos de agência, conforme segue:

1. Custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
2. gastos com o monitoramento das atividades do agente pelo principal;
3. despesas geradas pelo agente para a promoção da transparência de seus atos;
4. perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por desalinhamento entre as decisões do agente e a considerada ideal para o alcance dos interesses do principal.

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

Conforme Gitman (2002), os principais mecanismos para este fim são as forças do mercado e os custos de agência, que incluem as despesas com monitoramento e estruturação, seguros e custos de oportunidade. No entanto, Gitman (2002) também afirma que nem todos os procedimentos são totalmente aceitos, sofrendo diversas críticas.

Esses questionamentos se acentuaram a partir de dezembro de 2001, quando a norte-americana Enron, até então a maior empresa de energia do planeta e a sétima maior empresa do país decretou falência. Além da Enron, outras companhias expressivas no mercado de capitais americano, dentre elas a Worldcom e a Xerox, protagonizaram uma série de escândalos nesse período, pois, embora tecnicamente diferentes, apresentavam um denominador comum: o uso indevido de técnicas contábeis, envolvendo, sobretudo, adulteração de balanços, a negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informações privilegiadas e a evasão fiscal.

Segundo Brull (2002), devido ao porte da Enron e sua influência, os indícios de fraudes e os impactos causados a montante e a jusante da empresa ocasionaram na economia americana impactos de maiores proporções do que os

atentados de 11 de setembro. A esse respeito Silveira (2006) complementa que sua falência gerou forte comoção no mercado norte-americano por ser ela considerada a companhia mais admirada dos Estados Unidos, pela sua dimensão e, sobretudo, pelos prejuízos causados aos seus funcionários, considerando que boa parte dos recursos do seu fundo de pensão estavam alocados em ações da própria companhia.

Lautenschleger (2005, p.111) salienta que “o tom da gravidade de tal preocupação se deu especialmente em razão do fato de que a Enron seguia muitas das melhores práticas de governança corporativa”. Nesse contexto, tornou-se evidente que as práticas até então adotadas pelas companhias não foram suficientes para evitar tal situação, que infelizmente foi a primeira de uma série de falências que duraram até dezembro de 2002, decorrentes de motivos similares, obrigando o governo americano a tomar providências imediatas para retomar a credibilidade de seu mercado.

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A busca por maiores níveis de transparência e segurança, pelos investidores, tem se mostrado uma tendência mundial. A mobilização em busca de mecanismos eficazes de controle e transparência tem forçado a revisão de antigos paradigmas, a criação de códigos de boas práticas e a reestruturação das regulamentações dos diversos mercados. Neste contexto, a governança corporativa surge como um mecanismo do mercado capaz de pressionar as companhias a se adaptarem a fim de se manterem competitivas.

### 2.2.1 Contextualização Histórica

Não é possível apontar um marco específico das discussões sobre governança corporativa, contudo, em 1992, após uma série de escândalos envolvendo diversas companhias inglesas (Polly Peck, BCCI, Maxwell), a pedido dos

principais atores do mercado londrino<sup>4</sup>, foi estabelecida uma comissão com o objetivo de investigar o sistema de governança das empresas inglesas. Esse processo deu origem ao relatório Cadbury<sup>5</sup> que passou a ser considerado como marco contemporâneo da Governança Corporativa devido à sua ampla repercussão no mercado de capitais internacional. Além de identificar os principais problemas relativos à governança das empresas inglesas negociadas em bolsa, o relatório também apresentou um código de boas práticas com uma série de recomendações que objetivavam a melhoria do sistema de governança das empresas como um todo.

O relatório Cadbury foi submetido a revisões<sup>6</sup> e complementações resultando, em 1998, no *Combinade Code*, ainda hoje utilizado como referência pela bolsa londrina para as companhias listadas. As companhias não são obrigadas a aplicar suas recomendações, porém devem tornar público o seu não-cumprimento.

Após o relatório Cadbury, outras recomendações e códigos surgiram em diferentes países. No âmbito supranacional é possível destacar a atuação de órgãos como a OCDE<sup>7</sup> e ICGN<sup>8</sup>. Além disso, cabe ressaltar a enorme contribuição dos investidores institucionais na evolução dos conceitos e boas práticas de governança corporativa.

A partir dos anos 80, após a constatação de diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos, os investidores institucionais passaram a exigir das companhias interessadas em captar recursos a adoção de melhores práticas de governança. Nesse período o ativismo dos fundos Calpers<sup>9</sup> e TIAA-CREF<sup>10</sup> foi imprescindível para que as empresas passassem a adotar melhores práticas de governança.

No Brasil, o IBGC<sup>11</sup> trouxe à tona o debate. Fundado em 1995, discutiu e implementou o primeiro código de boas práticas no país, o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, servindo de base para as discussões futuras acerca do tema. Em 2000, houve o lançamento oficial do Novo Mercado e dos Níveis

---

<sup>4</sup> *London Stock Exchange, Financial Reporting Council and the Institutional Shareholders Committee*

<sup>5</sup> *Cadbury Report or Cadbury Code of Best Practice*

<sup>6</sup> *1995 – Greenbury Report / 1997 – Hampel Report*

<sup>7</sup> *Organization for Economic Co-operation and Development*

<sup>8</sup> *International Corporate Governance Network*

<sup>9</sup> *California Public Employees Retirement System*

<sup>10</sup> *Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund*

<sup>11</sup> Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Diferenciados na BM&F BOVESPA. Este segmento tem como principais características as recomendações, com relação à transparência, equidade no tratamento dos acionistas e prestações de contas mais severas do que a legislação vigente.

A reforma da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), introduzida com a edição da Lei 10.303/01, ampliou as bases legais da governança no país. Dentre as alterações proporcionadas encontra-se o estabelecimento da obrigatoriedade de assegurar aos titulares de ações com direito a voto um valor não inferior a 80% das condições obtidas pelos controladores por ocasião da venda do controle da companhia (*tag along*).

Ainda em 2001, os fundos de pensão obtiveram a permissão do governo para investirem um maior volume de recursos em ações de empresas que cumprem as regras de governança corporativa<sup>12</sup>. A partir deste novo cenário, os fundos de pensão de maior relevância passaram a elaborar suas próprias recomendações acerca do tema<sup>13</sup>.

Em 2002, a CVM divulgou ao mercado, através de uma cartilha, as Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa voltada para as companhias abertas. Nesse mesmo ano, o BNDES<sup>14</sup> lançou um programa de incentivo à adoção de Práticas de Governança Corporativa.

Em 2004, ocorre a retomada do movimento IPOs<sup>15</sup> no Brasil. Neste processo é possível observar que a maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado da BM&F BOVESPA. Concomitantemente o IBGC lança a terceira versão do seu código que passaria por outra revisão em 2009.

---

<sup>12</sup> Resolução CMN 2.829/2001, alterada pelas Resoluções 2.850/2001 e 2910/2001.

<sup>13</sup> O Fundo de Pensão da Petrobrás (PETROS) lançou em 2002 o Manual de Governança dos Investimentos.

<sup>14</sup> Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

<sup>15</sup> Sigla para a expressão em inglês *Initial Public Offering* que significa a abertura do capital de uma empresa no mercado acionário.

## 2.2.2 Conceituação

Os conceitos de governança corporativa são descritos em escala global por diversos órgãos governamentais e não-governamentais, destacam-se a seguir algumas dessas definições:

### OCDE

“A governança corporativa é definida como o conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Também proporciona a estrutura que define os objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho.”

### CVM

“Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.”

### IBGC

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.”

### BM&F BOVESPA

“Governança Corporativa - Práticas e relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.”

Estas práticas abrangem os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício



e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais.

A governança corporativa diz respeito à capacidade das companhias alcançarem seus objetivos estratégicos, envolvendo aspectos relacionados à relação com investidores, à estrutura de gestão das companhias, aos mecanismos de gestão de riscos e transparência/*accountability*.

### 2.2.3 Modelos

A Governança Corporativa é um termo relativamente novo em administração de companhias que tem despertado um interesse crescente por parte dos *shareholders* (investidores, empresários e gestores) e, em sentido mais amplo, dos *stakeholders* (demais partes relacionadas à empresa, direta ou indiretamente).

Seus modelos irão variar de acordo com o cenário a que estão submetidos, segundo Andrade & Rossetti (2004, p.30) “são decorrentes de condições históricas, culturais e institucionais dos países em que cada um deles predomina”.

Os modelos práticos refletem características de todos os significados que a expressão “governança corporativa” pode assumir, em maior ou menor grau, constituindo verdadeiras sínteses de todas as previsões teóricas. A maior ou menor identidade dos modelos práticos com uma ou outra acepção conceitual depende do contexto em que estes modelos desenvolveram-se e nos quais estão inseridos. (BETTARELLO, p.31, 2008)

Dessa forma, torna-se um fator determinante a compreensão dos cenários para a análise de seus modelos.

Os modelos de Governança Corporativa diferenciam-se, sobretudo, em dois aspectos: o primeiro consiste na delimitação da principal fonte financiadora de recursos para o setor produtivo no país em questão, e o segundo é representado pelo estágio de separação entre propriedade e gestão da organização, sendo que os demais fatores de diferenciação derivam dos aspectos supracitados.

As publicações acerca do tema divergem quanto à sua classificação. Para esse trabalho, optou-se pela definição de modelos múltiplos, sendo eles: o Anglo-

Saxão, o Japonês, o Francês e o Germânico, com características bastante peculiares, conforme demonstrado a seguir:

#### *Modelo Anglo-Saxão*

Os países representantes são os Estados Unidos e a Inglaterra, onde o Mercado de Capitais é o principal financiador de recursos, e as companhias possuem uma estrutura pulverizada, com pouca concentração de capital, separando a propriedade da gestão e enfatizando a importância dos acionistas minoritários. Os principais conflitos de agência encontram-se na relação acionistas-gestores, que tendem a ser atenuados pela legislação mais rígida que vem sendo adotada desde meados de 2002. Sua atuação visa atender os interesses dos *shareholders*.

#### *Modelo Japonês*

A captação de recursos pelas organizações se dá através dos bancos. Este modelo possui características bastante peculiares, sua estrutura é composta por investidores relacionados, conforme Andrade & Rossetti (2004, p.154) “prevalece o *keiretsu* (...) grupos de companhias ligadas pela posse cruzada de ações”, o que torna os problemas de agência quase inexistentes. Essa particularidade juntamente com a alta emissão de debêntures também é responsável pela baixa liquidez do mercado.

Silveira (2002) salienta a existência do binômio propriedade-gestão com a presença de um conselho numeroso, composto exclusivamente por membros internos (*insiders*) e funções meramente cerimoniais, caracterizando um obstáculo para a adoção de um modelo eficaz de Governança Corporativa.

Sua atuação visa atender os interesses dos *stakeholders*, mantendo o equilíbrio com os aspectos típicos da cultura japonesa, como a garantia de empregos vitalícios.

#### *Modelo Francês*

A fonte financiadora de recursos possui forte participação estatal além de alta alavancagem por exigíveis de longo prazo. Sua estrutura é bastante

concentrada, observando-se neste modelo a existência do binômio propriedade-gestão que enfraquece a atuação dos acionistas minoritários, fatores que, aliados, promovem a baixa liquidez do mercado. Sua atuação visa atender os *stakeholders*.

Em relação à Governança Corporativa, a França se diferencia por apresentar dois sistemas. No mais utilizado, o principal gestor acumula as funções de presidente do conselho e da direção executiva. O segundo sistema apresenta dois conselhos, administração e gestão, com poderes reduzidos.

### *Modelo Germânico*

Na Alemanha, o Mercado de Capitais não é fortalecido, e as instituições bancárias são as principais financiadoras de recursos para as companhias. Sua estrutura é bastante concentrada e com uma participação significativa dos bancos. Os principais problemas de agência encontram-se na relação acionistas majoritário-minoritários. Sua atuação visa atender os interesses dos *stakeholders*, segundo Carlsson (2001, p.63) *apud* Silveira (2002, p.23) “este modelo de equilíbrio dos interesses foi reforçado por acontecimentos históricos (...) que fizeram com que o consenso e a colaboração se tornassem importantes valores sociais.”

Em 1997 foi fundado o *Neuer Markt* (Novo Mercado) na Bolsa de Frankfurt, servindo de modelo para a BM&F BOVESPA no Brasil em 2000, este segmento da Bolsa alemã foi fechado em 2003, devido a algumas deficiências, mas seu padrão (*prime*) foi absorvido por muitas companhias, especialmente por aquelas que têm acesso aos mercados de capitais dos Estados Unidos e do Reino Unido.

## 2.3 A LEI SARBANES-OXLEY

Como consequência direta dos escândalos financeiros ocorridos nos EUA em 2001, o governo decidiu realizar modificações profundas nas regras de seu mercado, editando em 23 de janeiro de 2002 a lei Sarbanes-Oxley, no entanto, antecede a ela a busca por maior transparência nas operações financeiras e maiores direitos aos acionistas minoritários.

De acordo com Oliveira (2006), historicamente pode-se afirmar que a governança corporativa teve suas origens na década de 90, estruturando-se sobre um tripé básico composto pelo modelo de gestão elaborado pelo fundo de investimento Lens para consolidar melhores resultados e maior valor para as companhias, pelo Relatório Cadbury realizado em 1992 a pedido dos principais atores do mercado de capitais londrino para investigar o sistema de governança das companhias inglesas e pelos princípios da OCDE.

Neste contexto, a edição da SOA foi de grande relevância, pois transformou o que antes se resumia a uma série de recomendações e cartas de intenções sem valor jurídico em lei. Segundo Lautenschleger (2005), as modificações proporcionadas pela SOA podem ser resumidas em basicamente duas grandes diretrizes: 1) a criação de um órgão de supervisão das companhias de auditoria<sup>16</sup>, visando garantir a qualidade e a independência das auditorias e 2) regras de governança corporativa que impõem maior responsabilidade aos administradores pelas informações financeiras e contábeis da companhia.

Oliveira (2006) ressalta que a SOA está baseada em princípios anteriores de Governança Corporativa que já vinham sendo aprimorados e consolidados ao longo do tempo. Ressaltando a sua conformidade legal e ética, podemos destacar a adequada administração e a correspondente prestação de contas e dos resultados, incluindo a plena indicação dos responsáveis, sobre a qual Lautenschleger (2005) argumenta ser a principal alteração introduzida pela SOA, afetando de forma direta os administradores, pois exige a certificação das demonstrações financeiras pelo presidente e pelo diretor financeiro e impõe penas severas pelo seu descumprimento, além da transparência e veracidade das informações disponibilizadas aos diversos públicos interessados e, por fim, o senso de propósito e de justiça nas várias decisões adotadas pela empresa.

Deste modo, a SOA pretende criar um histórico para os demonstrativos apresentados pelas organizações ao final de cada período contábil, o que facilitará a identificação de possíveis fraudes e de seus responsáveis. Segundo Tavares (2005), “não se auditam mais apenas os resultados, mas como se chega a eles”.

O objetivo geral das novas regras contábeis foi reduzir a discricionariedade da administração sobre estratégias financeiras que tornam a situação

---

<sup>16</sup> *Public Company Accounting Oversight Board*

financeira real da companhia opaca, para utilizar o termo da doutrina americana, para o público. (LAUTENSCHLEGER, p.112, 2005)

A expressividade do mercado americano no cenário internacional fez com que os reflexos da Sarbanes-Oxley influenciassem diretamente os demais mercados, além disso, todas as companhias que lançaram suas ações na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), ou subsidiárias de companhias americanas no exterior estão obrigatoriamente se adequando à Lei.

No entanto, cabe ressaltar que não é unânime a aceitação da eficiência da SOA para coibir novos escândalos, nem a avaliação dos instrumentos de proteção criados. As principais críticas, conforme Lautenschleger (2005), referem-se à falta de maior atenção por parte do legislador americano aos outros partícipes ou artífices das crises ocorridas, sobretudo entre 2001 e 2002 nos EUA, a citar as agências de classificação e os consultores de investimento.

Lautenschleger (2005) segue afirmando que, apesar do sistema de remuneração dos administradores, através dos planos de opção, característica marcante do mercado americano, ser apontado como uma das reais causas da crise, o mesmo foi negligenciado pela nova legislação.

Por fim, outros questionamentos apresentados pelos defensores dessa corrente estão relacionados aos elevados custos decorrentes da reestruturação da empresa para atender as exigências da SOA, ao tempo despendido, a ausência de mão-de-obra especializada, sobretudo nos mercados internacionais dentre outros fatores.

## 2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Em 2004 a OCDE concluiu um estudo<sup>17</sup> sobre a importância da disseminação das boas práticas de governança na América Latina, apontando as características-chave da economia, compartilhadas na região, que modelam tanto as respostas das companhias para as rápidas mudanças tecnológicas e globalização econômica, quanto os desafios da governança corporativa na América Latina, compreendendo: a) o movimento de privatizações; b) a concentração de

---

<sup>17</sup> White Paper sobre Gobierno Corporativo em America Latina. Paris: OCDE, 2004, p. 12-15

propriedade, o controle definido e a necessidade de capital; c) a importância dos grandes grupos e conglomerados; d) a reestruturação do sistema bancário; e) a regionalização, e a importância das companhias multinacionais; f) a limitação dos mercados de capitais locais e a crescente importância da capitalização no exterior; g) a atuação dos planos de pensão e h) as tradições legais e os padrões de cumprimento.

O IBGC, em consonância com o exposto pela OCDE, apresenta o que Bettarello (2008) considera como “aspectos característicos da realidade empresarial brasileira contemporânea”, destacando o momento de transição que o país vem atravessando, a partir dos anos 90, com a migração dos oligopólios, companhias de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselho de Administração sem poder de decisão para companhias de controle acionário fragmentado, com a participação dos investidores institucionais e com foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

No Brasil, o tema Governança Corporativa, apesar de recente, vem adquirindo relevância e se desenvolvendo rapidamente, principalmente a partir de 2000, com a elaboração de um segmento especial de listagem das companhias de capital aberto dentro da BM&F BOVESPA.

#### **2.4.1 O Novo Mercado e a Governança Corporativa**

O enfraquecimento do Mercado de Capitais nacional nos anos 90 através da queda do número de companhias com ações negociadas em Bolsa fez com que a BM&F BOVESPA direcionasse seus esforços para a reversão desse quadro, buscando alternativas que contornassem os obstáculos jurídicos e políticos inerentes ao cenário nacional. Santana (2001) complementa afirmando que a BM&F BOVESPA procurou instrumentos que pudessem ser acionados por ela, como agente privado, com menor dependência em relação à evolução das condições institucionais do mercado brasileiro.

Neste contexto, através de um sistema de listagem diferenciado, surgiu como alternativa, em 2000, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de

Governança Corporativa, o quadro 1 demonstra, de forma resumida, os critérios de listagem das companhias nos Níveis Diferenciados e no Novo Mercado.

<b>Nível 1</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representado 25% do capital;</li> <li>• realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;</li> <li>• melhoria das informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;</li> <li>• cumprimento de regras de <i>disclosure</i> (transparência) em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores de empresa;</li> <li>• divulgação de acordos de acionistas e programas de <i>stock options</i> (opções de compra);</li> <li>• disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.</li> </ul>
<b>Nível 2</b>	<p>Além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, incluindo:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;</li> <li>• disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP<sup>18</sup> ou IAS<sup>19</sup>;</li> <li>• extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;</li> <li>• direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e companhias do mesmo grupo;</li> <li>• obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;</li> <li>• adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.</li> </ul>
<b>Novo Mercado</b>	<p>A adesão a todos os itens anteriores além da emissão apenas de ações ordinárias e seu compromisso de não emitir preferenciais no futuro.</p>

**Quadro 1 - Critérios de Listagem das Companhias nos Níveis Diferenciados e Novo Mercado.**

Fonte: adaptado de <http://www.bmfbovespa.com.br> (2007).

A principal característica do Novo Mercado é a emissão apenas de ações ordinárias por parte das companhias e o seu compromisso de não emitir preferenciais no futuro. O modelo é muito similar ao implantado pela Alemanha em 1997, tendo como aspecto de diferenciação a possibilidade de migração gradativa das companhias já listadas em Bolsa para os Níveis Diferenciados e Novo Mercado, respeitando o posicionamento estratégico das Companhias.

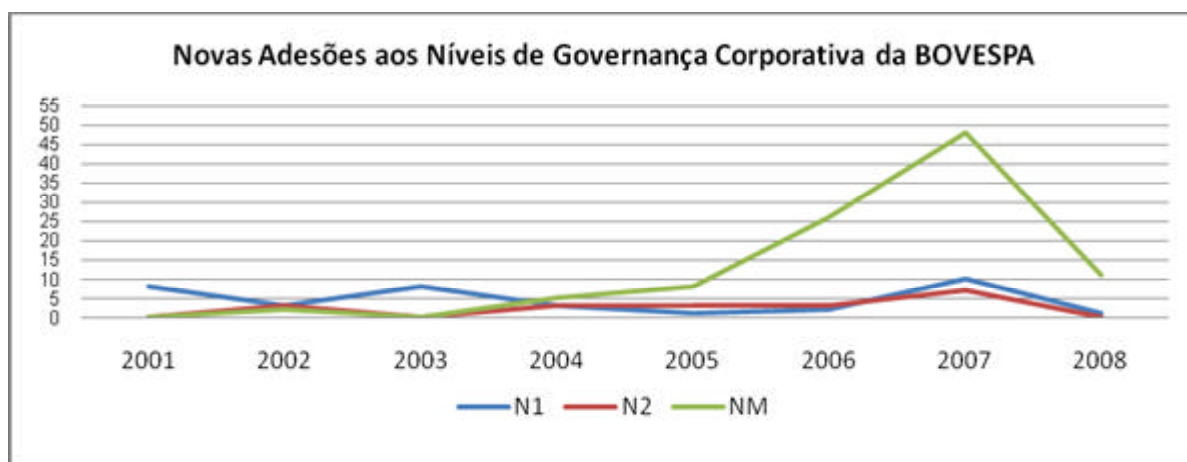
O Nível 1 procura garantir maior transparência na divulgação de informações, enquanto o Nível 2 exige das companhias a adesão a todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, porém com a possibilidade de manutenção das ações preferenciais." (SANTANA, 2001, p.5)

<sup>18</sup> *Generally Accepted Accounting Principles in the United States.*

<sup>19</sup> *International Accounting Standard*

Em março de 2007, a BM&F BOVESPA comemorou a marca de 100 empresas listadas nos níveis diferenciados. No final de 2008, ano marcado pela crise do subprime e que antecede a fusão entre a Sadia e a Perdigão, a BM&F BOVESPA possuía 100 companhias listadas no Novo Mercado, 19 no Nível 2 e 36 no Nível 1, o que mostra uma evolução significativa, considerando que ao final de 2001, ano marcado pelo início da negociação de ações pertencentes aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, eram apenas 19 companhias listadas no Nível 1.

Conforme demonstrado no gráfico 1, a aderência ao Novo Mercado vem ocorrendo de forma acelerada se comparada aos níveis diferenciados I e II, sobretudo a partir de 2005, período em que, segundo Bettarello (2008), os esforços efetivados pelos órgãos reguladores (CVM), autorreguladores (BM&F BOVESPA), investidores institucionais, dentre outros, em conjunção com a retomada do crescimento doméstico e internacional suscitou um importante ciclo de IPOs. Em 2008, no entanto, devido à crise de liquidez, muitas companhias optaram por adiar a abertura de seu capital.



**Gráfico 1 - novas adesões aos níveis de governança corporativa da bm&f bovespa**

Fonte: adaptado de [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br) (2009)

O IBGC, baseando-se na pesquisa realizada pela MCKINSEY & COMPANY (1997), afirma que os investidores estão dispostos a pagar entre 18% e 28% a mais por ações de empresas com melhores práticas de administração e transparência. Demonstrando que outros fatores, além das questões financeiras,



como a qualidade da administração e a gestão de riscos, ainda muito incipiente no universo corporativo brasileiro, têm influenciado na decisão dos investidores.

O gráfico 2 acompanha o desenvolvimento de três índices de referência no mercado de capitais brasileiro, conforme descritos a seguir:

*IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada):* Carteira composta por ações de companhias listadas nos segmentos especiais da BM&F BOVESPA. Os segmentos especiais destinam-se a listar ações de companhias com boas práticas de governança corporativa. Em abril de 2010, o segmento especial Nível 1 contava com 35 companhias, o Nível 2 com 19 e o Novo Mercado com 107.

*Ibovespa (Índice BOVESPA):* Carteira teórica composta pelas ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado à vista nos 12 meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período.

*IBRX50 (Índice Brasil 50):* Carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas da BM&F BOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.



**Gráfico 2 – Evolução Dos Índices – Igc/Ibovespa/Ibrx-50 2001-2009**

Fonte: Site BM&F BOVESPA (2010)

Através do gráfico 2 é possível observar que os níveis diferenciados da BM&F BOVESPA, representados pelo IGC, têm apresentado desempenho superior ao Ibovespa e ao IBRX 50, em abril de 2010, a rentabilidade acumulada desses

fundos era de 580,5%, 368,2% e 496,9% respectivamente. No entanto, não foram identificados estudos conclusivos, impossibilitando o aprofundamento das análises acerca do tema.

As alterações realizadas pela BM&F BOVESPA em conjunto com as mudanças no cenário mundial fizeram com que o tema Governança Corporativa ganhasse relevância no Brasil, incentivando a adoção de suas práticas pelas companhias nacionais. Segundo dados da BM&F BOVESPA (2010) todas as companhias que realizaram ofertas, iniciais e subsequentes, nos quatro primeiros meses de 2010, estão listadas no segmento com as regras mais rígidas da governança corporativa da instituição. Ainda de acordo com a BM&F BOVESPA, esse fato indica um maior comprometimento com a transparência, a prestação de contas e o tratamento equânime aos investidores.

Em 2006 foi iniciado um processo de revisão dos níveis de governança. Nesse período, foram coletadas sugestões de diversos segmentos sobre o tema, avaliadas em 2008 pela Câmara Consultiva do Novo Mercado. A partir de então, deu-se início a uma série de fóruns e seminários para a discussão do tema pelos diversos representantes das companhias listadas nos segmentos especiais, bem como, CVM, Câmara Consultiva, Câmara de Arbitragem, investidores institucionais e internacionais, bancos de investimento, especialistas em governança e escritórios de advocacia. A conclusão do processo de aprovação e início de sua vigência estão previstos para o segundo semestre de 2010, ocasião em que será concedido um prazo de adaptação para as companhias já listadas nesses segmentos.

Este processo de revisão demonstra a dinâmica dos mercados financeiros e a necessidade de constante atualização dos regulamentos vigentes para adequar-se aos novos cenários, na busca da minimização dos fatores de riscos para os investidores, favorecendo a sua participação, fato que amplia a relevância desse instrumento como financiador do setor produtivo.

## 2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ORGANIZAÇÕES

A Governança Corporativa nas companhias direciona seu planejamento estratégico. Sua implantação, na maioria das vezes, altera a estrutura organizacional das companhias devido à necessidade de adaptação às normas sugeridas pelas instituições. Dessa forma, cria-se o Conselho de Administração, a Diretoria Executiva, o Conselho Fiscal além da necessidade de nomeação de uma Auditoria Externa.

Rodrigues & Mendes (2004) descrevem o processo,

Os acionistas em Assembléia elegem os membros do Conselho de Administração para empreender a Gestão Estratégica da Organização. O Conselho de Administração, por sua vez, elege a Diretoria Executiva para exercer sua Gestão Operacional. O Conselho seleciona também a Auditoria Externa e os membros do Conselho Fiscal. No caso de a empresa não ter Conselho de Administração, as duas gestões se centralizam na Diretoria Executiva. (p. 113)

A reestruturação da empresa passa a beneficiar a gestão voltada para a geração de valor. Estabelecer um sistema de governança eficiente deve ser considerado pelas companhias que almejem manter a sua competitividade ou, simplesmente, a sua manutenção e, também, nos casos mais graves, a sua sobrevivência neste novo contexto econômico, levando-se em consideração a necessidade de pensar globalmente, mesmo quando se age localmente através de um conselho de administração que deverá ter como missão estratégica encontrar oportunidades e projetos com esse fim.

### 2.5.1 Conselhos de Administração

Conforme as recomendações da CVM, o Conselho deve ser composto de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, sendo que, pelo menos, dois de seus integrantes devem possuir experiência em finanças. Também é recomendado que se tenha o maior número possível de membros externos.

No entanto, segundo Rodrigues & Mendes (2004), admite-se na estrutura como conselheiro interno, o diretor presidente, o principal executivo da Diretoria, servindo de ponte entre a estratégia e a operação do dia a dia.

Os conselheiros são responsáveis pela gestão estratégica da empresa e sua atuação eficiente é condição fundamental para a valorização do patrimônio dos acionistas. A fim de evitar problemas de agência, vem-se buscando associar a condição de conselheiro com a de acionista, fazendo com que suas decisões reflitam tanto no valor das companhias como no valor de suas ações.

Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; IX - escolher e destituir os auditores independentes. (art. 146 da Lei 6.404/76)

Nas situações em que a empresa não possui um Conselho de Administração, as responsabilidades supracitadas ficam a cargo da Diretoria Executiva que passará a acumular funções.

## **2.5.2 Diretoria Executiva**

A representação legal da companhia é privativa dos diretores, conforme determina o art.138 – parágrafo 1º da Lei 10.303/2003.

De acordo com o art.146 – parágrafo 1º da Lei nº 10.194/2001, a Diretoria Executiva é composta por, pelo menos, dois diretores que devem ser pessoas naturais, residentes no Brasil, acionistas ou não. Escolhidos pelo Conselho de Administração, os membros da diretoria tornam-se responsáveis pela gestão operacional da organização. Os membros da diretoria executiva, em sua maioria,

são internos e, normalmente, seu diretor (CEO – *Chief Executive Officer*) pertence ao Conselho de Administração.

Alguns cuidados devem ser tomados para a manutenção da autonomia do Conselho, dentre eles Rodrigues & Mendes (2004) destacam que o presidente do conselho não deve ser o diretor presidente da Diretoria Executiva. Evitando dessa forma, a concentração de poder na figura de um só gestor. Além disso, a atuação do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva devem passar pelo crivo do Conselho Fiscal a fim de assegurar a idoneidade de suas ações

### 2.5.3 Conselho Fiscal

Sua função é fiscalizar os atos dos administradores, verificando o cumprimento de seus deveres legais e estatutários, mantendo seu foco no relacionamento com o auditor.

De acordo com o art. 161 – parágrafo 1 da Lei 6404/76 o Conselho Fiscal deve ser composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros. Seguindo o padrão de recomendações da CVM, os titulares de ações preferenciais e os titulares de ações ordinárias, excluindo o controlador devem ter o direito de eleger um número igual de membros. O último membro do conselho deverá ser eleito pela maioria do capital social, adotando o sistema “uma ação um voto”.

Compete ao conselho fiscal:

I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral; III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, *transformação, incorporação, fusão ou cisão*; IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia; V - convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias; VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras

elaboradas periodicamente pela companhia; VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam. (art. 163 da Lei 6.404/76 alterado pela Lei 10.303/01)

Essas medidas visam à adequação das companhias aos padrões das “boas” práticas de Governança Corporativa com a intenção de aumentar seu valor, na medida em que ampliam a transparência de suas atividades e garantem o direito de seus acionistas.

## 2.6 GESTÃO DE RISCOS

Entre as boas práticas de governança corporativa estão transparência, prestação de contas à sociedade, ética, gestão de riscos, relacionamento com investidores, etc. A gestão de riscos inclui os métodos, processos, recursos e estrutura para fazer com que a organização lide com as ameaças e oportunidades e com as incertezas inerentes ao ambiente interno e externo.

Existem diversos modelos de referência para a gestão de riscos em organizações, independente da natureza das mesmas. Alguns modelos são apresentados como conjunto de princípios e conceitos, como o modelo apresentado no documento britânico Management of Risk – Principles and Concepts, do HM Treasury<sup>20</sup> (2004), conhecido como The Orange Book. Este documento é o sucessor de um documento preliminar publicado em 2001 e, embora genérico, foi desenvolvido para ser aplicado em organizações governamentais. Existem documentos como o Enterprise Risk Management Framework do COSO<sup>21</sup> (2004) que têm como proposta apresentar uma abordagem de procedimentos para a gestão de riscos para toda a organização. Alguns modelos de gestão de riscos são apresentados na forma de normas e entre eles destacam-se o AS/NZS 4360 (2004), da Austrália e Nova Zelândia, a norma BS 31100 do British Standards e a ISO 31000 do International Organization for Standardization. Como a gestão de riscos se integra à governança corporativa, alguns dos seus princípios podem ser encontrados também em textos como o Código das Melhores Práticas de Governança

---

<sup>20</sup> Her Majesty's Treasury corresponde ao Ministério de Economia e Finanças do Reino Unido.

<sup>21</sup> Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (United States).

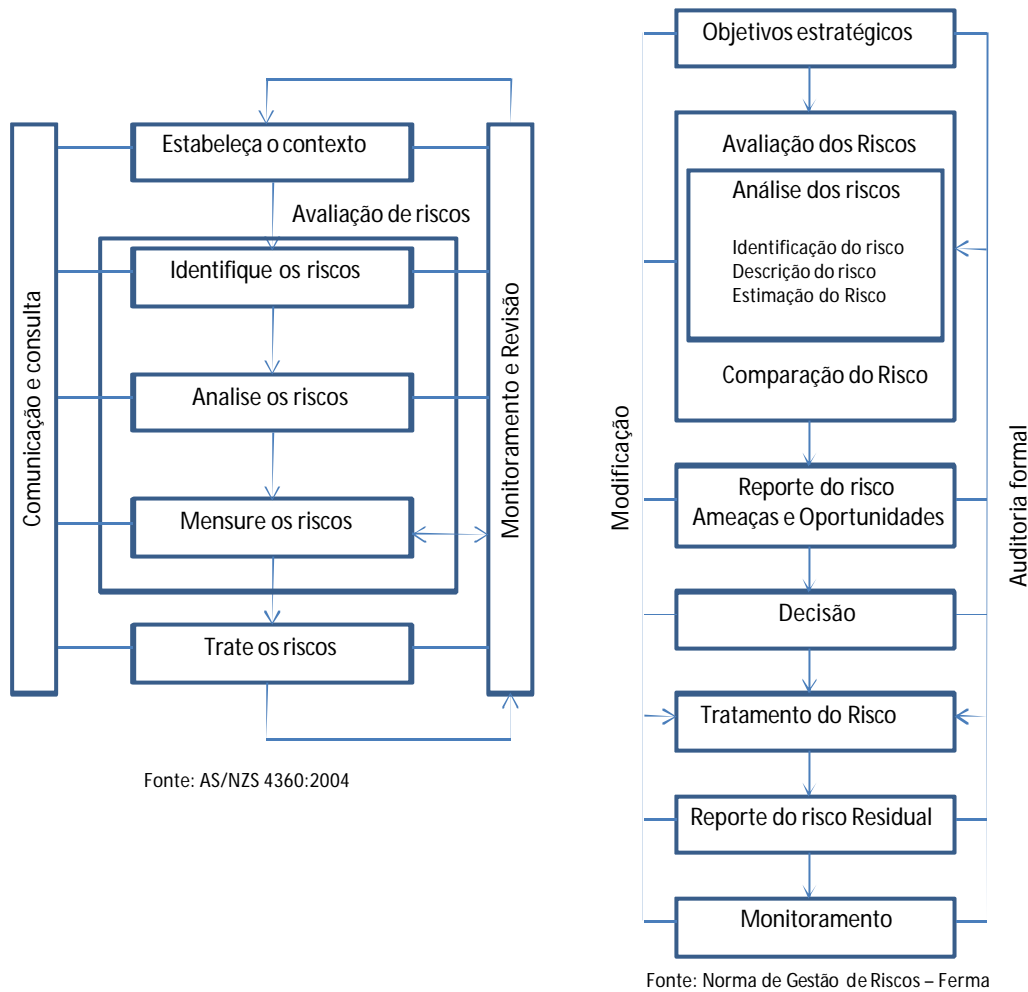
Corporativa do IBGC (2009), o King III (2009), da África do Sul, entre outros documentos<sup>22</sup>.

Entre os benefícios esperados com a implantação de um modelo de gestão de riscos na organização, pode ser destacada a orientação para uma gestão pró-ativa ao invés de reativa, a melhoria na capacidade de identificar e analisar ameaças e oportunidades, o estabelecimento de bases confiáveis para o processo de planejamento e de decisão, o aumento da transparência e melhora dos controles internos e da governança corporativa e o conseqüente reconhecimento por parte dos *stakeholders* (AS/NZS 4360, 2004).

Toda organização deve ter uma abordagem de gestão de riscos que deve fazer parte dos sistemas de negócio da organização, incluindo os processos de definição de políticas e estratégias (HM Treasury, 2004). A gestão de riscos na organização (*enterprise risk management* – ERM) pode ser considerada em unidades específicas ou mesmo na organização como um todo e abrange as atividades de definição de uma filosofia ou política de gestão de riscos, definição dos objetivos estratégicos, apetite a risco, tolerância a risco, de identificação e avaliação de riscos, a resposta ou o tratamento dos riscos que é intrínseco ao processo de gerenciamento do negócio, as atividades de controles internos, o fluxo de relatórios e informações e a revisão e monitoramento de todo o processo (COSO, 2004). Em geral, os modelos de referência para gestão de riscos, sejam eles apresentados como normas ou não, descrevem essas atividades e não há uma diferença fundamental entre os mesmos. Esses modelos se apresentam de forma genérica e cabe a cada organização desenvolver as técnicas necessárias para a sua implantação do modelo. A título de exemplo, a figura 1 apresenta o modelo estabelecido pela AS/NZS 4360:2004 e o modelo estabelecido pela norma da *Federation of European Risk Management Associations* (FERMA), que não diferem fundamentalmente da abordagem apresentada pelo COSO (2004).

---

<sup>22</sup> O European Corporate Governance Institute apresenta um link na internet para vários documentos sobre governança corporativa: [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php).



**Figura 1 – Modelos de Gestão de Riscos da AS/NZS 4360:2004 e da Ferma**

### 2.6.1 Elementos Básicos de um Modelo

Esta seção apresenta um modelo de referência básico que procura reunir as características consideradas fundamentais nas abordagens existentes para gestão de riscos, apresentadas no tópico anterior. A ideia é oferecer um modelo genérico e independente do setor econômico ou tipo de negócio.

#### *Definição de Risco*

É a combinação entre o impacto ou os efeitos da ocorrência de um evento e a chance ou probabilidade dessa ocorrência.



### *Identificação dos eventos de riscos*

A organização deve fazer um levantamento de todos os riscos que podem afetar o negócio. É necessário identificar as possíveis causas e os cenários que podem levar às conseqüências identificadas. Esse levantamento deve ser registrado e continuamente atualizado. E devem estar relacionados às linhas de negócio e aos objetivos da organização. Os riscos devem ser associados a um responsável por seu gerenciamento.

A identificação dos riscos pode ser feita por um time responsável por essa tarefa para toda a organização. Este time fará entrevistas com especialistas das diversas áreas. Outra abordagem é um diagnóstico efetuado por cada componente da organização. Essas abordagens não são excludentes, e o fundamental é que haja uma linguagem comum para facilitar a gestão de riscos na organização como um todo. Na fase de identificação, os riscos devem ser classificados por categorias.

### *Avaliação dos riscos*

Após o levantamento dos eventos de riscos, a fase seguinte consiste em avaliar os impactos associados ao evento e a possibilidade de sua ocorrência. A combinação do impacto e da possibilidade de ocorrência é o risco propriamente dito. Nem sempre é possível avaliar os impactos e a possibilidade de ocorrência de forma estritamente objetiva a partir de modelos matemáticos. Isso não impede que os riscos sejam avaliados, mesmo que de forma subjetiva, a partir de escalas como baixo, médio ou alto impacto e/ou ainda baixa, média ou alta probabilidade. O resultado da avaliação de riscos deve ser comparado aos limites estabelecidos pela política de gestão de riscos da organização. Esses limites estão relacionados ao apetite a risco. A diferença entre o nível de risco verificado e o limite estabelecido é administrada pelo gerenciamento de riscos e deve ser alvo dos controles da organização.

### *Resposta ao Risco*

A resposta ao risco consiste na busca em maximizar os resultados e tirar proveito de oportunidades dentro dos limites estabelecidos para os riscos. Em geral, o gerenciamento de riscos consiste em atitudes como tolerar o nível de risco incorrido, manter o risco dentro dos limites estabelecidos, transferir para terceiros, deixar de executar determinada atividade cujos riscos estão fora dos limites de tolerância e não há mecanismos de controle.

### *Controle*

As atividades de controle são aquelas que verificam se as práticas adotadas pela empresa estão em linha com as diretrizes e normas da organização e com as leis e regulamentos.

### *Relatórios e documentação*

Os relatórios fazem parte do processo de comunicação da gestão de riscos e têm o objetivo de dar transparência ao processo e fazer com que os resultados sejam avaliados em função das políticas estabelecidas.

### *Monitoramento*

O monitoramento corresponde à atividade de acompanhamento e realimentação do processo. É o momento em que se deve avaliar se as exposições são adequadas e se os resultados obtidos estão de acordo com o risco incorrido. O monitoramento deve ser acompanhado de perto pela alta administração.

Em resumo, o conceito de gestão de riscos é intrínseco a governança corporativa, tornando-se impossível dissociá-los. O próximo capítulo apresentará as companhias Sadia e Perdigão buscando detalhar aspectos relevantes para a associação dos conceitos de governança corporativa e gestão de riscos apresentados, com os resultados das companhias durante a crise financeira de 2008.

### 3 AS COMPANHIAS SADIA E PERDIGÃO

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

#### 3.1 O SEGMENTO DO NEGÓCIO

As companhias atuavam no segmento de industrializados, aves, suínos e bovinos, sendo que também fazia parte do portfólio da Perdigão produtos lácteos, a única área de atuação diferenciada entre as companhias. A segmentação de negócio pode ser por produto ou geográfica. Permanecendo alinhado aos objetivos da pesquisa, optou-se por enfatizar a segmentação por mercados (interno/externo), a fim de entender as estratégias de gestão dos riscos cambiais de ambas as companhias.

##### *Mercado Externo:*

Segundo dados compilados pelo USDA<sup>23</sup>, relacionados ao montante da produção em toneladas, em 2007 o Brasil era o terceiro maior produtor, além de principal exportador de aves do mundo. O quarto maior produtor e exportador, e o

---

<sup>23</sup> *United States Department of Agriculture*

sexto maior consumidor de suínos no mundo. Devido a vantagens naturais, como o baixo custo de ração animal e de mão-de-obra, além de ganhos de eficiência no processamento de produtos animais, o Brasil se tornou líder de participação nos mercados de exportação, em nível global.

As companhias de grande porte neste segmento competem com produtores locais e outros produtores estrangeiros por mercados de exportação. Tradicionalmente, os produtores brasileiros dirigem-se em boa parte à exportação de commodities que continuam a ser responsáveis por volume considerável de exportações registrado nos últimos anos. Recentemente, as companhias alimentícias começaram a expandir a venda de produtos processados. Estima-se que, nos próximos anos, os principais atores brasileiros aumentarão a sua participação no mercado externo, passando a vender maiores volumes de aves inteiras congeladas e cortes congelados de suínos e de carne bovina, mas, principalmente, passarão a vender um volume cada vez maior de produtos processados com maior valor agregado.

#### *Mercado interno:*

O Brasil é o quinto maior país do mundo, tanto em extensão territorial como em população. Em 2007, o consumo per capita de carnes foi estimado em 86,8 kg/ano, além disso, o país configura como um dos maiores consumidores mundiais de laticínios. Essa demanda sempre foi afetada diretamente pelas condições econômicas do país, tendo se beneficiado dos anos de estabilidade econômico-financeira pelos quais o país tem passado.

O mercado interno é altamente competitivo, sobretudo no segmento de aves e suínos frescos e congelados, contando com diversos produtores de grande porte, em especial a Sadia e a Perdigão, líderes no setor antes da fusão e formação da BRF Foods.

A Sadia e a Perdigão enfrentavam concorrência significativa no mercado interno, particularmente em função do recente crescimento da capacidade de produção de aves e suínos no Brasil. Além das companhias já citadas, adiciona-se a Aurora e a Seara (adquiridas pela Cargil) com grande relevância no mercado.

No mercado brasileiro de aves inteiras e cortes de aves e suínos, a concorrência inclui pequenos produtores, sendo que alguns deles operam na economia informal e oferecem produtos de qualidade inferior, muitas vezes sem certificação, por preços mais baixos. Essa concorrência constitui razão significativa para tanto a Perdigão quanto a Sadia venderem a maioria de seus frangos inteiros e cortes de aves e suínos nos mercados de exportação o que se configura em uma barreira para a expansão das vendas de tais produtos no mercado interno.

Contudo, a manutenção do mercado interno para produtos in natura era relevante, pois representava um mecanismo de proteção contra as oscilações do mercado externo, viabilizando o escoamento da produção, representando uma importante ferramenta de gestão de riscos, uma vez que as receitas no mercado doméstico são realizadas em moeda local (real).

Apesar da atratividade do mercado brasileiro, gerada, sobretudo pelo seu potencial de crescimento e os baixos custos de produção, uma das principais barreiras para a entrada de concorrentes internacionais tem sido a necessidade de formação de uma ampla e diversificada cadeia de distribuição de produtos resfriados e uma rede de produtores integrados.

## 3.2 INFORMAÇÕES BÁSICAS

### 3.2.1 Sadia

Fundada em 1944, na cidade de Concórdia, em Santa Catarina, por Attilio Fontana, abriu seu capital em 1971, aderindo ao Nível 1 de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA em junho de 2001. Em 2007 a Sadia era uma das maiores companhias do setor alimentício da América Latina, com mais de 52 mil funcionários diretos.

Em 2008 a Companhia era uma das principais produtoras e distribuidoras de alimentos derivados de carnes (aves, suína e bovina). Em paralelo, atuava nos segmentos de massas, margarinas e sobremesas, sobretudo no mercado interno, consolidando-se como líder de mercado em ambas as áreas. Além disto, a Sadia era

uma das principais exportadoras do País e sua marca figurava entre as 20 mais valiosas do Brasil, em ranking da consultoria inglesa Brand Finance. Possuindo, no final de 2007, 14 unidades industriais em oito estados brasileiros e uma fábrica em Kaliningrado, Rússia, além de 8 grandes centros de distribuição e vendas no país e 11 escritórios de representação no exterior. No mercado interno a produção chegou a cerca de 300 mil pontos de venda e no mercado internacional seus produtos foram negociados em mais de cem países (Sadia - Relatório Anual, 2007).

### 3.2.2 Perdigão

Duas famílias de imigrantes italianos (Ponzoni e Brandalise) iniciaram as atividades da Perdigão em 1934, na Vila das Perdizes/SC, atual município de Videira. Em 1939, as famílias iniciaram-se nas atividades agroindustriais, a partir de então, a empresa seguiu uma expressiva trajetória de crescimento.

A exemplo da Sadia, a base da linha de produtos da Perdigão tem como matéria-prima as carnes de aves e suínos e a empresa atua ainda no segmento lácteo. A Perdigão tem seguido uma linha acentuada de diversificação nos últimos anos, comercializando, além dos produtos *in natura*, uma linha com cerca de 400 itens de produtos de maior valor adicionado (resfriados e congelados).

A partir de 1994, devido a uma crise de liquidez, o controle acionário da empresa foi adquirido por um *pool* composto por oito fundos de pensão (PREVI, SISTEL, PETROS, Real Grandeza, FAPES, PREVI-BANERJ, VALIA e TELOS), processo este que desencadeou a implantação de uma gestão profissionalizada, com profunda reestruturação organizacional e reposicionamento estratégico.

Em 2000, a Perdigão lançou os ADRs<sup>24</sup>, na Bolsa de Nova Iorque. Tornando-se a primeira empresa do setor de alimentos no Brasil a negociar ADR's na bolsa de Nova Iorque. Para se adequar ao novo mercado acionário, a empresa consolidou mudanças no aspecto de governança corporativa, aumentando a transparência das informações.

---

<sup>24</sup> ADR (*American Depositary Receipt*) – Certificado de Depósito que permite a negociação em bolsas americanas de papéis de companhias brasileiras.

Em março de 2006 foi aprovada em assembleia geral a conversão das ações preferenciais existentes em ações ordinárias, na razão de 1:1, além do desdobramento das ações integrantes do capital social na razão de 1:3, como consequência, o capital social da companhia passou a ter em sua composição apenas ações ordinárias, possibilitando que em abril de 2006 a Perdigão passasse a integrar o Novo Mercado da BM&F BOVESPA.

No final de 2007, a empresa empregava 44.752 funcionários, 35 unidades industriais em território nacional (carnes 22 e lácteos 13), 4 no exterior (carnes 3 e lácteos/queijos 1). Com o intuito de facilitar a comparação entre as duas companhias as unidades industriais foram subdivididas em carnes e lácteos, uma vez que a Sadia atuava apenas no primeiro segmento. Além de 27 centros de distribuição próprios e 12 terceirizados e 13 escritórios de representação no exterior.

### 3.3 APRESENTAÇÃO DAS ESTRATÉGIAS

A partir das informações extraídas dos relatórios 20-F/2007 da Sadia e da Perdigão foi possível identificar suas principais estratégias de negócio descritas no quadro 2 – Estratégias de Negócio Sadia e Perdigão - 2007.

<b>ESTRATÉGIAS DE NEGÓCIO</b>	
<b>SADIA</b>	<b>PERDIGÃO</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Aumentar a penetração no mercado interno ampliando a distribuição;*</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Expandir os principais negócios;</li> <li>· expandir a base de clientes nacional e internacional;</li> <li>· fortalecer a rede de distribuição global.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Manter custos baixos e eficiência operacional;</li> <li>· aumentar a produção através do crescimento orgânico, investimentos em capacidade de produção e aquisições.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Liderar em custos;</li> <li>· aumentar a produção através do crescimento orgânico, investimentos em capacidade de produção e aquisições.**</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Manter o diferencial da marca***</li> <li>· ampliar os serviços aos clientes e a capacidade de responder as necessidades do mercado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Enfatizar a qualidade dos produtos, segurança dos processos e portfólio diversificado de produtos.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Expandir as linhas de produtos, com ênfase em produtos industrializados de maior valor agregado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Diversificar a linha de produtos, especialmente alimentos processados de valor agregado.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Manter o volume de vendas internas e externas divididas de maneiras iguais.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Buscar crescimento baseado na relação equilibrada entre os mercados interno e externo.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Direcionar o foco dos produtos de aves e suínos para os alimentos industrializados.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Buscar crescimento e consolidação equilibrada dentre os segmentos de atuação: aves, suínos, bovinos, lácteos e</li> </ul>

	produtos processados.
Focar os canais de varejo institucional e <i>food service</i> no mercado interno.	Atender aos canais de varejo institucional e <i>food service</i> no mercado interno.**

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

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

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

## **Quadro 2 - Estratégias de Negócio Sadia e Perdigão - 2007.**

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

Atuando no mesmo segmento, a Sadia e a Perdigão possuíam características similares, relacionadas, sobretudo, à sua estrutura operacional e estratégias de negócio, tornando-se líderes de mercado no cenário nacional e concorrentes diretas no mercado interno e externo.

Na segmentação geográfica, é possível observar a adoção de práticas diferenciadas. Enquanto no mercado externo as companhias optaram pelo predomínio da negociação de aves inteiras congeladas e em cortes congelados de aves, suínos e bovinos, produtos caracterizados essencialmente como commodities, existia no mercado interno a ênfase na produção e comercialização de produtos industrializados e, portanto, com maior valor agregado.

Segundo Porter (1999), as regras da concorrência estão inseridas em um conjunto de cinco forças competitivas: a entrada de novos concorrentes, a ameaça de substitutos, o poder de negociação dos compradores, o poder de negociação dos fornecedores e a rivalidade entre os concorrentes existentes. Essas forças determinam a rentabilidade da indústria porque influenciam os preços, os custos e o investimento necessário das companhias em uma indústria, no entanto Porter (1999) também adverte que essa metodologia não elimina a necessidade de criatividade na busca de novas formas de concorrência. Em seu modelo, a elaboração de uma estratégia consiste na identificação das forças que mais afetam a empresa e suas peculiaridades, estabelecendo defesas contra cada fator crítico identificado no intuito de neutralizar ou minimizar seu impacto.

Partindo desse pressuposto, é possível identificar diversas similaridades nas estratégias utilizadas pelas companhias analisadas.

A ampla e diversificada rede de distribuição de produtos resfriados que ambas as companhias possuíam tornou-se uma das principais barreiras para a



atuação de novos concorrentes que desejassem atuar em nível nacional. Porter (1999) alega que quanto mais limitados os acessos a canais de distribuição mais difícil será a entrada no setor. Por vezes, essa barreira é tão elevada que, para superá-la, o novo concorrente precisaria criar os próprios canais de distribuição.

Este aspecto aliado à produção em escala e à verticalização da cadeia irá gerar mais uma barreira de entrada no mercado em âmbito nacional, a necessidade dos novos concorrentes entrarem em grande escala ou aceitarem a desvantagem de custo, além de atuar como obstáculo na distribuição, na utilização da força de vendas, nos financiamentos e em quase qualquer outra parte da empresa;

Do sistema contratual, com produtores de suínos e aves visando ao suprimento das matérias-primas básicas (aves e suínos em ponto de abate), deriva a desvantagem do custo. Porter (1999) ressalta que essa barreira decorre de aspectos como os efeitos da curva de aprendizagem, da tecnologia exclusiva, dos subsídios governamentais, ou, de forma mais específica, do acesso às melhores fontes de matéria-prima.

Além disso, ambas as companhias possuíam marcas amplamente conhecidas, sobretudo no mercado interno onde os produtos possuem maior valor agregado e dependem da confiabilidade do cliente final, atuando como sinônimo de confiabilidade, o que força os novos entrantes a vultosos investimentos para superar a lealdade dos clientes.

É importante ressaltar que as barreiras identificadas tornam-se importantes forças para as companhias analisadas, pois proporcionam ganhos de escala e redução de custos. O sistema contratual desenvolvido com fornecedores pulverizados minimiza os riscos de impacto negativo referente ao seu poder de negociação.

Com relação à possível força exercida pelos compradores, Porter (1999) argumenta que o comportamento do mercado é influenciado quando os compradores operam em grande escala ou organizados em grupos, quando há disponibilidade de fornecedores alternativos devido a produtos padronizados ou não diferenciados, quando o objeto da compra não representa custo significativo para o comprador ou o mesmo atua com alta rentabilidade sendo menos sensíveis aos

preços, por fim, quando representam uma ameaça concreta de integração, a montante, incorporando o produto ao setor.

Para amenizar os impactos negativos dessa força, as companhias buscavam continuamente, através da expansão da sua carteira de clientes, a minimização da participação na receita líquida de seus principais compradores. No final de 2007, os 10 principais clientes da Sadia no mercado externo representaram 36% da receita líquida desse grupo, enquanto no mercado interno sua representação era de 22% (Relatório Sadia 20-F, 2007). Não foram identificadas informações referentes ao percentual de participação na receita líquida em 2007 dos principais clientes no mercado externo da Perdigão, com relação ao mercado interno, os 5 maiores clientes representavam 14,5%, no entanto nenhum representava isoladamente mais do que 2,7% da receita líquida desse grupo (Relatório Perdigão 20-F, 2007).

A ameaça de produtos substitutos é presente nos dois segmentos. No mercado externo, cujos principais produtos são commodities, em função do preço ou de riscos de saúde relativos ao setor alimentício, eles podem ter o consumo alternado (aves, carnes bovina/suíno). Caso isso ocorra, a alternativa apresentada para minimizar o impacto é a utilização do mercado interno para o escoamento da produção. Além disso, as companhias procuravam manter as vendas externas e internas, divididas de maneira praticamente iguais, o que fornecia uma proteção contra a volatilidade de qualquer mercado.

Em paralelo, havia a busca pela diversificação das vendas. As companhias vinham promovendo ações com o intuito de expandir a sua participação no mercado externo de produtos processados com maior valor agregado.

No mercado interno, além do exposto para os produtos in natura, os fatores econômico-financeiros podem estimular a alteração dos hábitos de consumo e, por consequência, a substituição ou supressão dos produtos industrializados.

Nos últimos anos, o Brasil se tornou um dos líderes de participação no mercado de exportação, tendo a Sadia e a Perdigão como seus principais representantes, no entanto políticas governamentais como a prática de subsídios, taxaço às importações, barreiras fitossanitárias representam uma forte ameaça para os resultados das companhias. Como forma de amenizar essas forças,

considerando que o Brasil é um país continental, as companhias implantaram polos produtivos em diferentes regiões do país de forma a evitar bloqueios referentes aos riscos de saúde (ex. febre aftosa), além de iniciar o processo de internacionalização da produção.

As similaridades apontadas na política estratégica das companhias constituíram um grande agente facilitador em seu processo de fusão, minimizando possíveis conflitos internos, além de proporcionar segurança aos *stakeholders* quanto ao posicionamento da nova empresa. A esse respeito Porter (1999) menciona que:

A chave do crescimento – e mesmo da sobrevivência – é a demarcação de uma posição que seja menos vulnerável ao ataque dos adversários, já estabelecidos ou novos, e menos exposta ao desgaste decorrente da atuação dos compradores, fornecedores e produtos substitutos. A delimitação dessa posição por vezes assume muitas formas – a solidificação de relacionamentos com clientes favoráveis; a diferenciação dos produtos em termos materiais ou psicológicos, através do marketing; a integração para frente ou para trás; e a conquista da liderança tecnológica. (p.44)

### 3.4 A DIVISÃO DO NEGÓCIO E RESULTADOS FINANCEIROS

Através dos dados apresentados na tabela 1 – Mercado Nacional, é possível observar que as companhias analisadas eram líderes de mercado em quase todos os segmentos de atuação e, mesmo de forma isolada, detinham um percentual elevado do *market share* nacional.

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

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

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

No segmento lácteo, único em que a Sadia não operava, a Perdigão era a terceira colocada, ficando atrás apenas da Danone e da Nestlé, com grande tradição no setor, cuja participação no mercado era de 15,4% e 15,2% respectivamente.

Em 2007 o Brasil configurava-se como o maior exportador de aves e carne bovina e o terceiro em carne suína. Dentro deste contexto, a Sadia e a Perdigão apresentavam-se como líderes na participação das exportações brasileiras, conforme demonstram as tabelas 2 e 3 – Mercado Internacional. A participação da Perdigão foi altamente influenciada pela aquisição da Eleva em 2007.

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

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

Fonte: ABEF<sup>25</sup> (2008)

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

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

Fonte: ABIPECS<sup>26</sup> (2008)

### 3.4.1 Sadia

Em 2007, a empresa foi líder no mercado brasileiro em volume de vendas dos segmentos de alimentos congelados, resfriados, carnes de frango, peru e suínos, e margarinas, de acordo com a AC Nielsen (Sadia - *Relatório Anual, 2007*). A linha de produtos da empresa vem se diversificando ao longo dos últimos anos em produtos industrializados/processados, aves e suínos. Ainda em 2007, as vendas totais da Sadia tiveram um acréscimo de 13,4% atingindo 2.1 milhões de toneladas o que originou uma receita bruta de R\$ 9.955,9 bilhões, representando 26,1% a mais

<sup>25</sup> Associação Brasileira de Produtores e Exportadores de Frango

<sup>26</sup> Associação Brasileira de Indústria Produtora e Exportadora de Carne Suína

do que no ano de 2006, sendo o maior valor registrado em sua história e gerando um lucro líquido de R\$ 842,0 milhões (SEC-Relatório Sadia F-20, 2007).

Nesse período as exportações totalizaram R\$ 4,6 bilhões, representando 46,6% da receita bruta da empresa, uma recuperação de 3,4% em relação a 2006. Na composição da receita operacional bruta da empresa, os produtos industrializados representam 47% do faturamento, aves em partes 20%, aves inteiras 18%, suínos 7%, bovinos 3% e outros produtos 5% (atribuídos principalmente a operações com grãos e derivados e produtos bovinos).

### **3.4.2 Perdigão**

Segundo a ABEF e a ABIPECS em 2007, a Perdigão era a segunda maior exportadora brasileira de produtos de aves e suínos em volume exportado, estando entre as maiores exportadoras do mundo.

No ano 2007, as vendas totais da Perdigão atingiram aproximadamente 1,8 milhões de toneladas o que representou um incremento de 19,59% sobre o ano anterior, originando uma receita bruta de R\$ 7.789 bilhões, 27,5% a mais que 2006, sendo o maior valor registrado em sua história e lucro líquido de R\$ 321 milhões.

Neste período, apesar do impacto gerado pela apreciação de 17% do real frente ao dólar norte-americano, as exportações totalizaram R\$ 3,2 bilhões, representando 44,07% da receita bruta da empresa, uma recuperação de 3,77% em relação a 2006. Na composição da receita operacional bruta da empresa, os produtos industrializados representaram 59,4% do faturamento (elaborados/processados de carne 46,7%, lácteos/sucos/outros 7,6%, outros processados 5,1%), carnes in natura 34,3% (aves 26,7% e suíno/bovino 7,6%), leites 3,1% e outros produtos (grãos) 3,2%. (*Relatório Anual Perdigão, 2007*).

### 3.4.3 Resultados da Análise Financeira

A Sadia e a Perdigão eram companhias de porte similar, ocupando nos últimos anos a liderança no mercado em que atuavam. Ambas as companhias apresentavam forte vocação exportadora. Os dados apresentados na tabela 4 apontam a representatividade da receita derivada do mercado externo na receita bruta das companhias nos anos de 2007 e 2008, além disso, é possível verificar que o volume de vendas de ambas as companhias bem como seu faturamento bruto tiveram uma variação positiva significativa entre os anos de 2007 e 2008.

**Tabela 4 - Dados Comparativos Sadia/Perdigão 2007-2008**

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

\* Valor expresso em milhões (ton.)

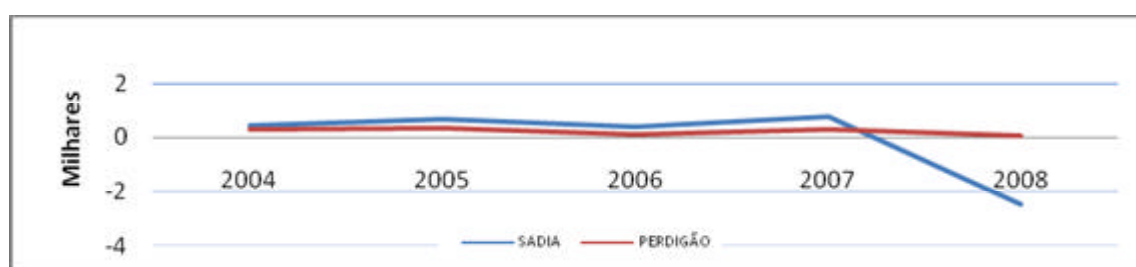
\*\*Valor expresso em milhões (R\$)

Fonte: adaptado dos Relatórios 20-F – Sadia e Perdigão (2008).

A comparação ainda permite observar que entre os anos de 2007 e 2008 apesar de terem se elevado, as receitas de exportação perderam a sua representatividade sobre a receita bruta das companhias, fato ocasionado pelo aumento das vendas no mercado interno, provavelmente em decorrência da crise internacional de 2008 que afetou os mercados externos, comprometendo parcialmente sua demanda, sobretudo no 4º trimestre.

Os resultados apresentados podem sofrer alteração se desconsiderarmos a receita provinda dos lácteos, uma vez que a Perdigão atuava sozinha neste segmento. Neste contexto, suas vendas totais seriam de 2,2 e 1,7 (variação 29,41%) e sua receita bruta passaria a ser R\$ 10.226,4 e R\$ 6.956,5 (variação de 47%) para os anos de 2008 e 2007 respectivamente, demonstrando, ainda assim, um maior crescimento para a Perdigão nesse período

A despeito das similaridades estratégicas apontadas anteriormente, o resultado financeiro das companhias em 2008 foi muito diferente. Tanto a Sadia quanto a Perdigão sofreram a influência negativa da crise financeira internacional e, apesar da Perdigão ter sofrido uma variação percentual negativa de 83,07% em seu lucro líquido, entre os anos de 2007 e 2008 foi a Sadia quem amargou um prejuízo de R\$ 2,5 bilhões em 2008, apresentando uma variação negativa de quase 400% sobre o ano anterior. Fato ilustrado de forma complementar através do gráfico 3, sendo possível observar que em anos anteriores não houve oscilações expressivas em nenhuma das companhias, fato mantido na crise apenas pela Perdigão.

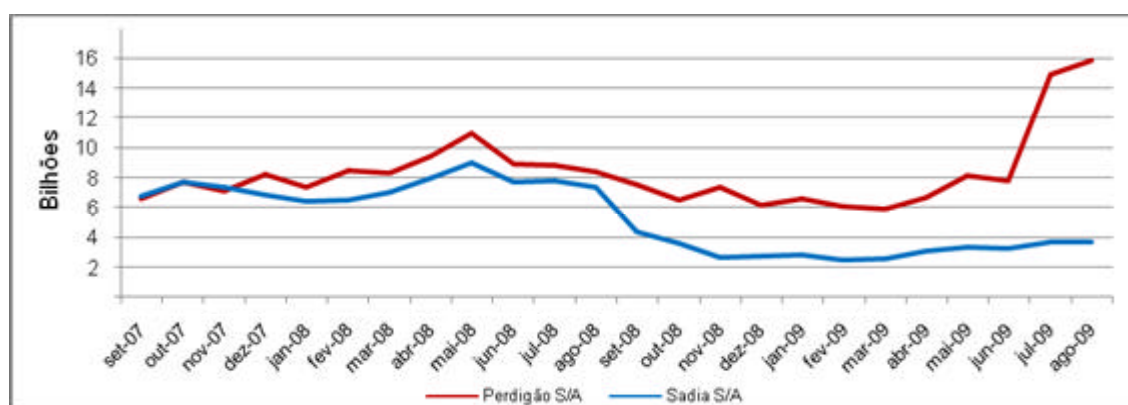


**Gráfico 3 - Lucro Líquido Sadia e Perdigão 2004-2008**

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

Elaboração do Autor

O gráfico 4, demonstra que, apesar de possuir receita bruta e lucro líquido inferiores à sua concorrente direta, a Perdigão, a partir de novembro de 2007, passou a ter um valor de mercado superior ao da Sadia.



**Gráfico 4 - Valor de Mercado Sadia e Perdigão (set 2007 - ago 2009)**

Fonte: BM&F BOVESPA (Informes Técnicos, período: set 2007 - ago 2009).

Elaboração do Autor

Em março de 2009, quando foi anunciado o início do processo de fusão das companhias, a diferença passou a se acentuar mês a mês até que em 22 de

setembro de 2009 suas ações passaram a ser negociadas de forma unificada sob o nome de BRF - Brasil Foods.

### 3.5 PROCESSO DECISÓRIO

#### 3.5.1 Sadia

Companhia familiar, seu controle acionário permaneceu em poder das famílias Fontana e Furlan. Desde a sua fundação, em 1944, mesmo após a abertura de seu capital, as ações ordinárias sempre se mantiveram concentradas. Em 2001, a Sadia lançou ADRs, passando a ter suas ações negociadas na Nyse, portanto submetidas às suas normas de divulgação de informações, consideradas mais rígidas do que as impostas no Brasil. A opção pela capitalização no mercado externo e a adequação às suas normas favoreceram sua adesão ao Nível I, ocorrida no mesmo ano, considerando que esse segmento diferenciado não restringe a emissão de ações preferenciais e promove iniciativas que visam, sobretudo, à liquidez das ações e à divulgação das informações (BM&F BOVESPA, 2007).

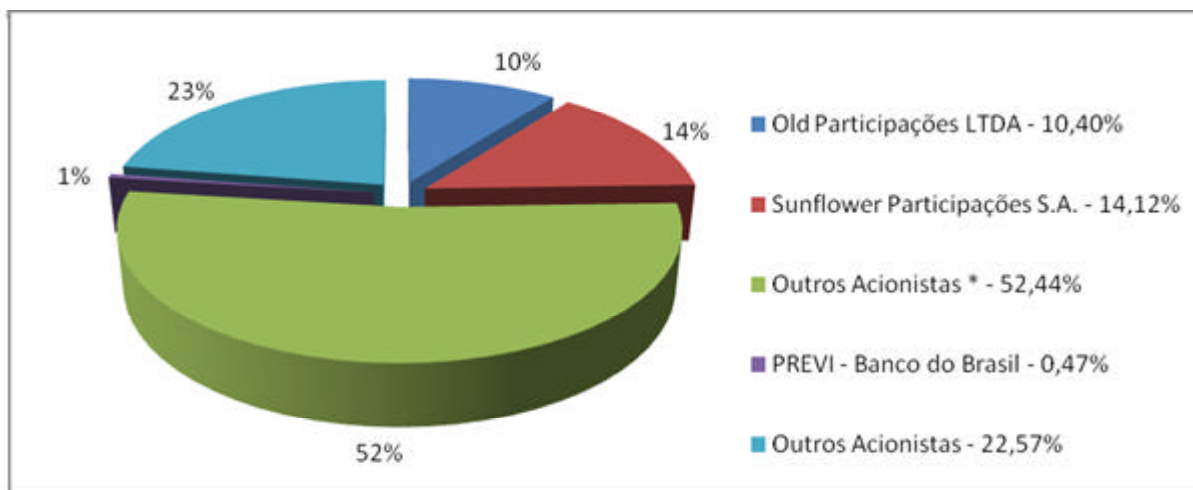
##### 3.5.1.1 Posição acionária

Um dos critérios para a inserção e permanência das companhias no Nível I da BM&F BOVESPA é a realização de ofertas públicas por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital (BM&F BOVESPA 2007). Através da manutenção das ações preferências, a Sadia conseguiu promover a dispersão do seu capital mantendo o seu controle acionário concentrado.

Segundo informações extraídas de seus relatórios, os acionistas da empresa não tinham direito a voto diferenciado. Porém sua composição acionária permitia que, por meio do acordo de acionistas, um grupo restrito permanecesse na condição de controlador.



O gráfico 5 apresenta a distribuição das ações ordinárias da Sadia em 2007, contudo, para melhor compreensão da sua estrutura de gestão é necessário incorporar algumas informações adicionais sobre as companhias nele apresentadas.



**Gráfico 5 - Distribuição das Ações Ordinárias Sadia 2007 (%)**

\* Parte do acordo de acionistas

Fonte: Formulário F-20 Sadia (2007)

Em 2007, a Old Participações<sup>27</sup>, composta por membros da família Furlan, e a Sunflower Participações<sup>28</sup>, composta por membros da família Fontana, detinham respectivamente 10,40% e 14,12% das ações ordinárias da Sadia, além de fazerem parte do acordo de acionistas estabelecido em 1977e revisto em 2005.

O acordo tem a finalidade de regular o relacionamento entre os grupos da família no que diz respeito à compra e venda de ações entre si e com terceiros, bem como estabelecer princípios e regras para o exercício do direito de voto em bloco, das políticas de investimento e da remuneração do capital. (F-20 Sadia, p.68, 2007)

Além da Old Participações e da Sunflower Participações, conforme apresentado no gráfico III, 52,44% das ações estavam em poder de um grupo denominado “outros acionistas” também composta por membros da família do fundador Sr. Attilio Fontana. Em março de 2008, o Acordo de Acionistas da Sadia

<sup>27</sup> Composição Acionária Old Participações Ltda.: Luiz Fernando Furlan (20,06%); Leila Maria Furlan da Silva Telles (20,02%); Lucila Maria Furlan (19,99%); Osório Henrique Furlan Júnior (19,99%); e Diva Helena Furlan (19,92%), de acordo com o Relatório 20-F Sadia (2008).

<sup>28</sup> Composição Acionária Sunflower Participações S.A.: Maria Aparecida Cunha Fontana (38,81%); Attilio Fontana Neto (15,75%); Walter Fontana Filho (26,96%); e Vânia Cunha Fontana (18,48%), de acordo com o Relatório 20-F Sadia (2008).

compreendia 70 signatários e controlava 66,6% do capital da Sadia com direito a voto.

### 3.5.1.2 Estrutura de Gestão

Visando atender aos critérios de governança corporativa do Nível I da BM&F BOVESPA e em cumprimento às exigências da Lei *Sarbanes-Oxley Act* e das normas da Bolsa de Valores de Nova York, a estrutura de gestão da Sadia era composta pelo Conselho de Administração, a Presidência Executiva, Diretorias Executivas e Comitês.

#### *Conselho de Administração:*

Conforme o Estatuto Social, o Conselho de Administração da Sadia era composto exclusivamente por acionistas, sendo que dos 11 membros em março de 2008, quatro possuíam relação de parentesco, o Sr. Walter Fontana Filho, o Sr. Eduardo Fontana d'Avila, a Sra. Diva Helena Furlan e o Sr. Marcelo Fontana são primos entre si (Relatório 20-F Sadia, 2008).

#### *Diretoria Executiva:*

Responsável pela gestão operacional da organização e execução das deliberações do Conselho de Administração, em 2007, nenhum membro da família fundadora ocupava funções executivas.

A partir de 2003, passou a vigorar na Companhia um programa de remuneração variável denominado Geração de Valor Sadia (GVS). Esse programa vinculava a remuneração dos diretores e gerentes a uma metodologia de aferição de valor que considerava, entre outras coisas, indicadores de redução de custos, contenção de despesas e crescimento de receita.

### Comitês:

O Conselho de Administração instituiu sete comitês com o intuito de apoiar o processo decisório, compostos exclusivamente por membros do Conselho de Administração. De acordo com o relatório 20-F Sadia sua função era:

assegurar a qualidade na verificação das informações relevantes relacionadas aos negócios da Companhia e no desenvolvimento de estratégias de longo prazo, bem como na análise e fornecimento de recomendações específicas para cada departamento. (p. 64, 2007)

Dentre os comitês compostos pelo Conselho de Administração, ressaltaram-se o Comitê de Auditoria, exigido pela Lei Sarbanes-Oxley e pelas normas da Bolsa de Valores de Nova York, “responsável por supervisionar os processos de divulgação de informações financeiras e o cumprimento da lei comercial, assim como os auditores externos e internos, para assegurar independência” (20-F Sadia, p. 64) e o Comitê Financeiro e de Relações com Investidores que:

responsável pela gestão da estratégia financeira propunha soluções de médio e curto prazo (...) conduzindo e desenvolvendo instrumentos de proteção por hedging [grifo do autor], financiamentos para projetos e políticas de mercados de capitais, propondo diretrizes para a administração do caixa da Companhia. (F-20 Sadia, p.65)

Os demais comitês são: Planejamento Tributário, Ética, Recursos Humanos, Estratégias e Sustentabilidade e Meio Ambiente.

### 3.5.2 Perdigão

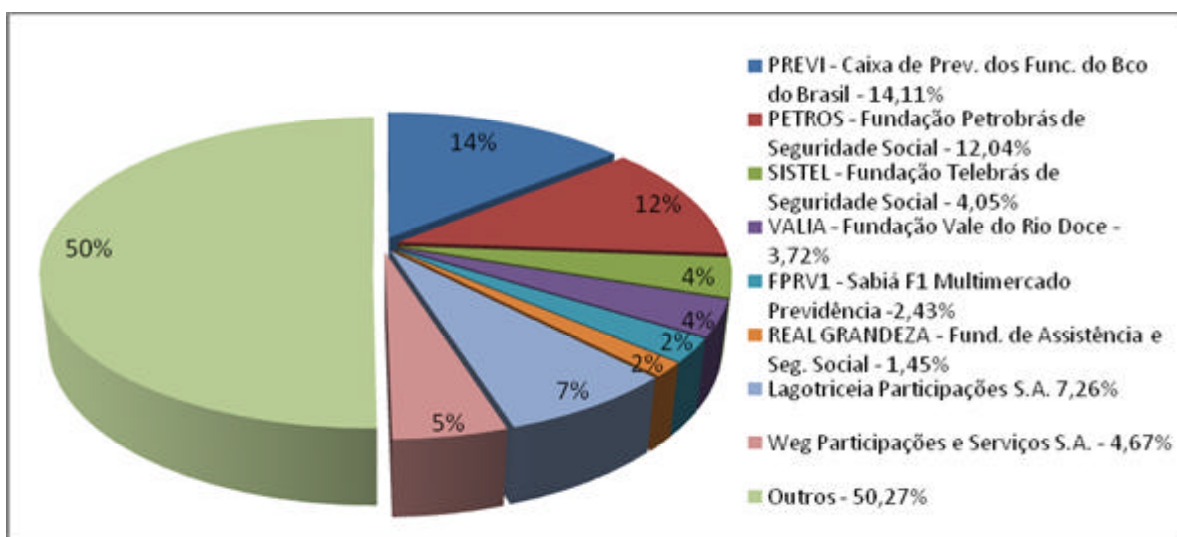
Assim como muitas outras companhias, nos anos 90, a Perdigão passou por um processo de reestruturação, deixando de ser uma empresa com administração familiar, controle acionário definido e altamente concentrado, além de, acionistas minoritários passivos, para uma companhia com a participação dos investidores institucionais que introduziram um modelo de gestão direcionado para a eficiência econômica e a transparência das informações.

A Perdigão teve seu modelo de gestão alterado a partir de 1994, ocasião em que o controle acionário da empresa passou a ser exercido por um conjunto de oito fundos de pensão. Nesse período, os novos controladores da Perdigão optaram

por contratar uma nova equipe de executivos que reestruturou sua administração, ampliou o capital social e modernizou a companhia. Além disso, a nova administração promoveu uma reestruturação societária, vendeu ou liquidou operações comerciais não essenciais e reformulou a estrutura financeira da Perdigão.

### 3.5.2.1 Posição acionária

Desde a sua opção pelo Novo Mercado em 2006, a Perdigão passou a ter um controle acionário difuso. Em maio de 2008, os Fundos de Pensão representavam 37,80% da participação acionária e compunham um acordo de votos para dispor sobre assuntos relevantes, sua composição era válida por 5 anos a partir de 2006 ou até que a participação dos fundos fosse inferior a 20%.



**Gráfico 6 - Distribuição das Ações Ordinárias Perdigão 2007 (%)**

Fonte: Formulário F-20 Perdigão (2007)

Diferente da análise realizada na Sadia, a adesão da Perdigão ao Novo Mercado permite identificar no gráfico 6 a dispersão do capital e do controle acionário, uma vez que, para aderir a esse segmento, a empresa deve emitir apenas

ações ordinárias além de assumir o compromisso futuro de não emitir ações preferenciais (BM&F BOVESPA 2007).

### 3.5.2.2 Estrutura de Gestão

#### *Conselho de Administração:*

Em 2007, o Conselho de Administração era composto por oito membros, todos acionistas, sendo que seu presidente não fazia parte do atual acordo de acionistas controladores. Todos os membros tinham atividades externas, mas reuniam-se mensalmente. As assembleias dos acionistas eram realizadas com presença média acima de 90% dos representantes do capital votante e de 70% dos representantes do capital total.

#### *Diretoria Executiva*

Eleitos pelo Conselho de Administração, os diretores possuíam mandatos de dois anos, sendo permitida a reeleição. Ao contrário dos conselheiros, para os diretores era facultativa a condição de acionista.

Seguindo os princípios da boa governança e objetivando um processo de sucessão coeso, seu planejamento foi estabelecido em longo prazo envolvendo a reestruturação do modelo de gestão da empresa. Em 2007, o então Diretor Executivo foi indicado para a presidência do Conselho de Administração e, em um processo de sucessão planejada, acumulou as duas funções pelo período de um ano, data em que foi eleito o próximo Diretor Executivo.

A remuneração dos diretores levava em conta o lucro líquido medido frente ao orçamento estabelecido no início de cada período. A partir de 2006, o valor pago a cada diretor condicionava o valor do pagamento da participação nos resultados a um múltiplo do seu salário mensal.

### *Conselho Fiscal*

Em substituição ao Comitê de Auditoria, a Perdigão, amparada pela regra 10-A3 da Lei do mercado de capitais americano, adaptou o Conselho Fiscal para que o mesmo pudesse exercer os deveres e responsabilidades exigidos a um comitê de auditoria dos Estados Unidos, ressaltando a necessidade do mesmo ser independente do Conselho de Administração e dos auditores externos da empresa.

### *Comitês*

Os comitês criados pelo Conselho de Administração da Perdigão eram: Comitê de Governança e Sustentabilidade Estratégica, de Finanças e Política e Riscos, de Remuneração dos Administradores e Desenvolvimento de Executivos, de Conselho Consultivo Sênior e de Assessoramento do Conselho de Administração, sendo este último responsável por assessorar o Conselho de Administração em decisões que demandem análise técnica aprofundada, embasando as decisões de interesse da companhia na busca pela agregação de valor aos negócios da Companhia.

## 3.6 GESTÃO DE RISCOS DO NEGÓCIO

### **3.6.1 Gestão de Risco Cambial**

As companhias que atuam nesse segmento estão expostas a diversos riscos de mercado, divididos entre financeiros e não-financeiros. A gestão de riscos financeiros busca mitigar os riscos de mercado relacionados às variações de taxas de câmbio e juros, preço das *commodities* e riscos de crédito. Para este trabalho optou-se por enfatizar a gestão de riscos cambiais, por se tratar de objeto imprescindível para o entendimento das perdas da Sadia.

Embora as companhias adotassem o Real como sua moeda funcional, uma parte relevante de seus passivos e receitas eram expressos em Dólar norte-americano. A exposição à moeda estrangeira era devida, sobretudo, ao percentual elevado de suas receitas provindas das exportações e ao preço das *commodities*, referenciadas em Dólar, bem como à dívida em moeda estrangeira da companhia.

As informações referentes à gestão de riscos das companhias Sadia e Perdigão foram extraídas de seus relatórios 20-F e RA-2008 bem como do laudo de avaliação RJ-0187/09-03 realizado pela APIS Consultoria (2009), através de solicitação das companhias como parte do processo de associação das companhias envolvidas.

### 3.6.1.1 Sadia

Sua política financeira previa que os riscos inerentes fossem controlados pela Gerência de Riscos, monitorada pelo Comitê Financeiro e Investimentos, da Diretoria de Finanças. Sob sua responsabilidade estava a definição da estratégia da administração na gestão desses riscos, dentro dos parâmetros de limites de exposição e alçadas de decisão propostas pelo Comitê de Finanças e RI do Conselho de Administração, aprovadas pelo mesmo. As informações apresentadas a seguir foram extraídas do relatório 20-F da Sadia (2008):

#### *Riscos de taxas de câmbio e juros*

O risco de variação cambial e de taxas de juros sobre empréstimos, financiamentos e outras obrigações, denominados em moeda estrangeira, são administrados em conjunto com as aplicações financeiras igualmente denominadas em moeda estrangeira, e pelos instrumentos financeiros derivativos, tais como contratos de troca de taxas e contratos de mercados futuros, além das contas a receber em moedas estrangeiras decorrentes de exportações. Um instrumento natural de proteção cambial e mitigação de riscos é a administração dos recebíveis em moeda estrangeira decorrentes das exportações da Companhia que representaram 46,6 e 45,8% de sua receita bruta em 2007 e 2008 respectivamente.

Instrumentos utilizados pela Sadia em sua estratégia de *hedge* cambial:

- *Non deliverable*;
- *target forward* – Venda;
- *target forward* – Compra;
- opções de compra e venda (Européia).

## Efeitos Cambiais

Em dezembro de 2007, 46,6% da receita bruta da Companhia foi recebida em moeda estrangeira, originária do produto das exportações, correspondendo a R\$ 4,6 bilhões. Considerando também suas subsidiárias no exterior, a volatilidade do Real gerou receitas e despesas financeiras, que foram incluídas na conta Ganhos (perdas) Cambiais. A Companhia contabilizou ganhos cambiais líquidos (incluindo ganhos de swaps em moeda estrangeira) de R\$28,9 milhões, comparado a R\$ 157,0 milhões em 2006, conforme apresenta a tabela 5.

**Tabela 5 - Ganho/Perda Cambial Sadia 2006-2008**

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

Valores expressos em milhões (R\$)

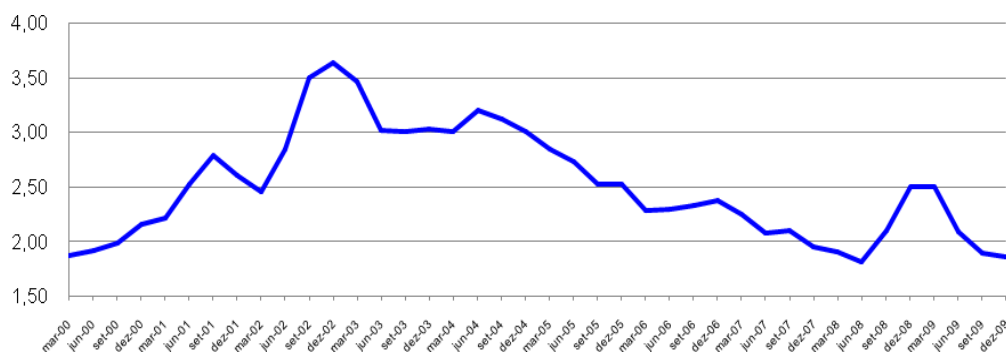
Fonte: adaptado Resultados Financeiros Sadia (2008)

A variação em ganhos cambiais líquidos resultou, sobretudo, de operações de *hedging* de vendas de exportação decorrentes da valorização média de 10,1 e 11,0% do Real frente ao Dólar norte-americano, quando comparado ao ano imediatamente anterior. Esse valor correspondeu a 3,43% do lucro líquido da companhia em 2007.

A exposição à moeda estrangeira é devida, principalmente, às receitas externas da Companhia e ao preço das *commodities*, referenciadas em Dólar. Os contratos de *swap* em moeda estrangeira deveriam ter como objetivo mitigar perdas potenciais. Os riscos relacionados à variação cambial e à oscilação de taxas de juros são administrados por meio da gestão de caixa e de operações financeiras com derivativos disponíveis nos mercados doméstico e internacional.

Conforme assinala gráfico 7, a partir do 4º trimestre de 2002, o Real passou a sofrer uma forte apreciação, fato que representava risco financeiro para as companhias Sadia e Perdigão, devido à sua vocação exportadora.





**Gráfico 7 – Oscilação da Taxa de Câmbio Mar 2000 – Dez 2009**

Fonte: Site Banco Central (2010)

Em 25 de setembro de 2008, a Sadia, em atendimento à legislação vigente, divulgou, através de fato relevante, que sua Diretoria Financeira realizou operações no mercado financeiro relacionadas à variação do Dólar americano em relação ao Real em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da Companhia expostas à variação cambial, fato que, associado a severidade da crise internacional e a consequente volatilidade da moeda norte-americana, fez com que a Companhia decidisse liquidar antecipadamente determinadas operações financeiras incorrendo em perdas imediatas de R\$ 760 milhões quando, por decisão do Conselho de Administração, a Companhia se reenquadrou aos padrões de risco e limites estabelecidos no âmbito de suas políticas financeiras e de câmbio.

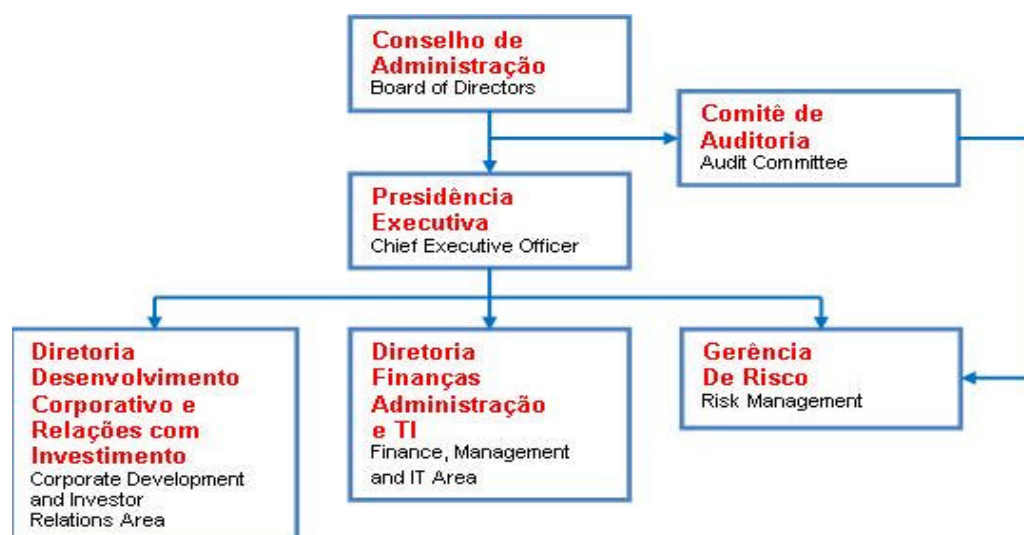
Apesar da comunicação do fato relevante indicar uma perda imediata de R\$ 760 milhões, no final de 2008, conforme a tabela 7, os prejuízos com essas operações ultrapassaram R\$ 3,1 bilhões, levando à Sadia um resultado líquido negativo de R\$ 2,5 bilhões.

No final de 2008, a Sadia reduziu de forma acelerada sua exposição aos derivativos cambiais. Após 30 de setembro, a exposição líquida a esses instrumentos financeiros caiu de US\$ 2,4 bilhões para US\$ 487 milhões, o que equivale à receita de dois meses de exportação [grifo do autor]. (RA-2008/SADIA, p.52)

A liquidação das operações efetuadas no mercado financeiro foi realizada com caixa próprio da Companhia e para garantir a manutenção de suas operações, a Sadia recorreu a linhas de crédito. O prejuízo apresentado pela Companhia, em 2008, esteve diretamente relacionado à sua gestão financeira e à utilização indevida de mecanismos que em tese deveriam ser utilizados exclusivamente para mitigar

seus riscos cambiais, segundo informações divulgadas pela Sadia no período, as atividades industriais e comerciais permaneciam em expansão. Esse fato foi comprovado posteriormente com a divulgação dos resultados operacionais no encerramento do período.

As perdas apresentadas geraram mudanças na estrutura de gestão da empresa. A partir de então, a Diretoria Financeira e a Gerência de Riscos, que se reportavam diretamente ao Conselho de Administração, passaram a responder à Presidência Executiva, sendo que a Gerência de Riscos efetuava um *report* duplo ao Comitê de Auditoria, conforme demonstrado no organograma.



**Figura 2 – Organograma Gerencial Sadia**

Fonte: RA-2008/Sadia, p.26

O tabela 6 demonstra um padrão na utilização dos derivativos. Nos relatórios anteriores ao terceiro trimestre de 2008 eram fornecidos apenas os valores consolidados sem a identificação detalhada sobre quais mecanismos de proteção eram utilizados, mesmo assim é possível observar que a Companhia se mantinha com a posição líquida vendida, desta forma, as operações de cobertura de riscos consistiam em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tinha no mercado à vista, ou seja, em empresas com vocação exportadora, um percentual significativo de suas receitas é em dólar e seus investimentos e custos em reais, para se proteger, a empresa assume uma posição vendida, desta forma, caso o real aprecie a empresa minimiza suas perdas através da realização dos contratos de hedge.

**Tabela 6 - Contratos Futuros de Dólar Sadia 2007-2008**

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

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

De acordo com informações do relatório 3T08 (p.44), no segundo trimestre de 2008, 95,3% dos contratos futuros de dólar na posição vendida e 94,3% na posição comprada eram *target forward*<sup>29</sup>.

Os dados referentes ao terceiro trimestre de 2008 seguem na tabela 7, nele é possível verificar os valores originais contratados e o valor efetivo com base na curva do Dólar para o período.

**Tabela 7 - Contratos Futuros de Dólar Sadia 3T08**

<b>Modelo de Contrato</b>	<b>Posição Vendida</b>		<b>Posição Comprada</b>	
	<b>Original (1) US\$ mil</b>	<b>Exposto (2) US\$ mil</b>	<b>Original (1) US\$ mil</b>	<b>Exposto (2) US\$ mil</b>
<i>Non Deliverable Forward</i>	317.500	317.500	2.508.333	2.508.333
<i>Target Forward</i>	2.286.666	4.518.333	473.333	473.333
Venda de Opções de Compra US\$	1.531.667	1.531.667	1.021.667	1.021.667
<b>Posição Vendida de US\$</b>	<b>4.135.833</b>	<b>6.367.500</b>	-	-
<b>Posição Comprada de US\$</b>	-	-	<b>4.003.333</b>	<b>4.003.333</b>
<b>Posição Líquida de US\$ (VENDIDA)</b>	<b>132.500</b>	<b>2.364.167</b>		

(1) Quantidades originais contratadas

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

Fonte: Elaboração do autor

Ainda é possível observar que se o Real permanecesse em sua trajetória de apreciação, a Sadia apresentaria, em 2008, como resultado financeiro um ganho cambial referente às operações de derivativos, sobretudo as que envolviam os contratos de *target forward*.

<sup>29</sup> Contratos com opção embutida que apresentam uma alavancagem na posição.

### 3.6.1.2 Perdigão

A Companhia utilizava instrumentos de proteção para minimizar sua exposição aos diversos riscos financeiros, sob gestão do Comitê de Gestão de Risco Financeiro, da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração.

Para tanto a Perdigão utilizava um modelo de gestão de riscos que monitorava os níveis de exposição a cada risco de mercado, mensurava cada risco, incluindo a análise com base na exposição contábil e previsão de fluxos de caixa futuros, além de estabelecer limites para a tomada de decisão e utilização dos instrumentos de proteção.

Após a definição das estratégias a serem adotadas através da Política de Risco da companhia, a administração contratava instrumentos de proteção patrimonial que eram aprovados com base no limite de alçada, sendo que, o Conselho de Administração, a Diretoria Executiva e o Comitê de Riscos Financeiros possuíam alçadas distintas e cada qual atuava dentro dos limites pré-estabelecidos

#### *Riscos de taxas de câmbio e juros*

Assim como a Sadia, a Perdigão utilizava a gestão do fluxo de caixa como mecanismo de proteção natural contra as oscilações das moedas estrangeiras, em especial o Dólar. A Companhia dispunha de políticas e procedimentos para administrar exposições cambiais podendo se utilizar de instrumentos de proteção, desde que aprovados pelo Conselho de Administração

Instrumentos utilizados pela Perdigão em sua estratégia de *hedge* cambial:

- Operações de balcão (*swap*);
- operações na bolsa de futuros (BM&F BOVESPA);
- *non deliverable forward* (NDF).

Em oposição ao que ocorreu com a Sadia em 2008, atendendo ao seu compromisso de transparência e reafirmando a sua sólida política financeira, a Perdigão comunicou ao mercado que não contratava operações alavancadas de derivativos, utilizando-se apenas de bancos de primeira linha, e que a sua política de

gestão de riscos cambiais permanecia alinhada aos princípios conservadores da companhia, alegando que as suas operações de *hedge* visavam exclusivamente proteger suas posições e seu fluxo de caixa de acordo com a política formal de gestão de riscos financeiros.

O constante monitoramento permitiu que as despesas financeiras fossem reduzidas 18,5% em 2007, como resultado da adequação do gerenciamento da exposição cambial, da gestão do fluxo de caixa que incorporou os desembolsos relativos às aquisições realizadas nesse período e do aumento das aplicações financeiras, suportando também as necessidades de investimento e de capital de giro.

As ofertas primárias realizadas em 2006 e 2007, em associação com os resultados operacionais positivos da Perdigão, respaldaram os dispêndios de capital necessários para os investimentos em CAPEX<sup>30</sup> e nos novos negócios, permitindo a redução do endividamento líquido em 32,3% no ano, que passou de R\$ 633,5 milhões para R\$ 428,9 milhões.

Sua política de gestão cambial consistia em proteger-se da exposição excessiva ao risco de variações cambiais, utilizando-se da gestão do fluxo de caixa como mecanismo principal de equilíbrio entre seus ativos e passivos não denominados em Reais, bem como instrumentos de proteção (*hedge*) até o limite de 2,5% de seu patrimônio líquido em cada operação, ou, US\$ 800.000, equivalente a uma posição vendida de aproximadamente três meses de exportação.

Além disso, a prática de *hedge* estava prevista de acordo com a oscilação das moedas estrangeiras, no entanto, os valores de receita futura de exportação, superiores a três meses, não eram considerados para efeito de hedge. Sendo que a utilização desse mecanismo era restrita ao curto prazo.

Em março de 2009, como parte do processo de fusão entre as companhias Sadia e Perdigão a BRF Brasil Foods lança sua nova política de gestão de risco cambial, considerando a exposição projetada para os doze meses subsequentes, restrita aos limites descritos a seguir:

- 50% da exposição cambial limitado a dois meses de geração líquida de caixa;

---

<sup>30</sup> *Capital Expenditure* – Dispêndio para aquisição de imobilizado (bens de capital).

- variação para um dia com 95% de confiança menor ou igual a 0,5% do menor valor de mercado da Sadia (market cap) para uma janela móvel de trinta dias;
- valor resultante do *stress test* para posição de derivativos inferior a 25% do saldo dos recursos prontamente disponível, apurado diariamente pela Gerência de Risco.

Com a fusão das companhias Sadia e Perdigão, observou-se a manutenção dos princípios adotados pela Perdigão nas práticas de gestão de riscos e governança corporativa. A BRF Brasil Foods passou a ser negociada no novo mercado e para tanto a Sadia foi obrigada a se adequar às normas desse segmento.

O quadro 3 apresenta o resumo das principais características das empresas Sadia e Perdigão no ano de 2008, permitindo uma visualização rápida de suas similaridades e de seus pontos de diferenciação.

<b>RESUMO DAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA SADIA E PERDIGÃO – Ano Base 2008 (Continua)</b>			
<b>ITEM</b>	<b>SADIA</b>	<b>PERDIGÃO</b>	<b>CONCLUSÃO</b>
Estratégia de Mercado	Mercado externo: ênfase nas <i>commodities</i> , busca por diversificação através de produtos industrializados. Mercado interno: produtos industrializados. Produção em escala e verticalização da cadeia produtiva; ampla e diversificada rede de distribuição; busca de equilíbrio entre as vendas no mercado externo e interno e entre as vendas dos diversos produtos.	Mercado externo: ênfase nas <i>commodities</i> , busca por diversificação através de produtos industrializados. Mercado interno: produtos industrializados. Produção em escala e verticalização da cadeia produtiva; ampla e diversificada rede de distribuição; busca de equilíbrio entre as vendas no mercado externo e interno e entre as vendas dos diversos produtos.	As companhias possuíam estratégias de mercado muito similares, sendo identificados alguns diferenciais. De forma sutil, enquanto a Sadia enfatizava a sua marca e a busca por inovação, a Perdigão enfatizava a sua eficiência operacional.
Porte da Empresa ( <i>Market Share</i> )	MERCADO INTERNO Industrializados de Carne – 25,9%; Congelados de Carne Processada – 35,6%; Massas Congeladas – 49,4%; Pizzas Congeladas – 31,3%; Margarinas – 30,8%;  MERCADO EXTERNO (participação nas exportações); Suínos – 17,4%; Aves – 23,3%.	MERCADO INTERNO Industrializados de Carne – 25,2%; Congelados de Carne Processada – 35,8%; Massas Congeladas – 41,9%; Pizzas Congeladas – 36,4%; Margarinas – 16,1%; Lácteos – 13,5%*; MERCADO EXTERNO (participação nas exportações) Suínos – 21,6%; Aves – 21,9%.	Nos últimos anos a Companhias investiram na ampliação através da aquisição de outras marcas e expansão da capacidade produtiva. Gradativamente a Perdigão estava ampliando seu <i>market share</i> se aproximando cada vez mais de sua concorrente direta a Sadia
Resultado Operacional	Receita Bruta – R\$ 12.191,1**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.585,1**.	Receita Bruta – R\$ 13.161,3**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.057,1**.	O resultado apresentado considera a receita total da Perdigão, ao excluir o segmento lácteo em 2008 a receita da Perdigão era inferior a da Sadia.

\*Único Segmento em que a Sadia não atuava

<b>RESUMO DAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA SADIA E PERDIGÃO – Ano Base 2008 (Continua)</b>			
<b>ITEM</b>	<b>SADIA</b>	<b>PERDIGÃO</b>	<b>CONCLUSÃO</b>
Resultado Operacional	Receita Bruta – R\$ 12.191,1**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.585,1**.	Receita Bruta – R\$ 13.161,3**; Receita Op. Bruta de Exp. – R\$ 5.057,1**.	O resultado apresentado considera a receita total da Perdigão, ao excluir o segmento lácteo em 2008 a receita da Perdigão era inferior a da Sadia.
Composição Acionária	Old Participações S.A.(família Furlan) – 10,4%; Sunflower Participações S.A. (família Fontana) – 14,12%; Outros Acionistas – 52,44% (parte do acordo de acionistas); PREVI (BB) – 0,47%; Outros Acionistas – 22,57%. A Sadia era uma empresa de gestão familiar. Em março de 2008 o acordo de acionistas composto por membros das famílias Furlan e Fontana detinha 66,6% do capital da Sadia com direito a voto.	Investidores Institucionais – 49,73% Outros Acionistas – 50,27% Em maio de 2008, os Fundos de Pensão representavam 37,8% da participação acionária e compoendo acordo de votos para deliberação de assuntos relevantes. A Perdigão possuía controle acionário difuso e gestão profissional.	Enquanto a Sadia possuía uma estrutura altamente centralizada a Perdigão apresentava uma estrutura mais dispersas, contudo, muito influenciada pelos fundos de pensão.
Governança Corporativa	Nível I da BM&F BOVESPA Característica marcante: melhoria das práticas de divulgação das informações; Dos onze membros do Conselho de Administração, quatro possuíam relação de parentesco.	Novo Mercado da BM&F BOVESPA Nível de maior exigência dentro dos níveis diferenciados da BM&F BOVESPA. Principal diferenciação: emissão apenas de ações ordinárias.	Como principal aspecto de diferenciação está a emissão apenas de ações ordinárias por parte da Perdigão.
Gestão de Risco Cambial	O modelo de gestão de riscos da Sadia não foi apresentado com clareza nos documentos analisados. Fica claro que a Sadia obteve sucesso na definição dos riscos e identificação dos eventos, contudo os resultados negativos no período deixam claras as falhas de avaliação, resposta, controle e monitoramento.	Modelo de gestão de riscos bem definido e aplicado integralmente, envolvendo, definição, avaliação, monitoramento, mensuração, análise da exposição cambial e previsão de fluxos de caixa futuro, além do estabelecimento de limites claros e bem definidos para a utilização dos mecanismos de proteção.	Baseando-se nos resultados obtidos em 2008 é possível inferir que a política de gestão de risco cambial da Sadia apresentou falhas, enquanto a Perdigão foi capaz de manter o resultado positivo no período.

\*\*Valor expresso em milhões



<b>RESUMO DAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA SADIA E PERDIGÃO – Ano Base 2008 (Conclusão)</b>			
<b>ITEM</b>	<b>SADIA</b>	<b>PERDIGÃO</b>	<b>CONCLUSÃO</b>
Estrutura Organizacional da Gestão de Riscos	Gerência de Riscos controlada pelo Comitê Financeiro e Investimentos, da Diretoria de Finanças, devendo seguir os parâmetros de limites e alçadas propostos pelo Comitê de Finanças e RI do Conselho de Administração.	Comitê de Riscos Financeiros, Diretoria Executiva e Conselho de Administração respondendo pelos diversos riscos dentro do limite de alçadas distintas.	A delimitação das responsabilidades na Perdigão está melhor definida dentro de cada nível hierárquico, enquanto na Sadia, antes da crise de 2008 existia uma sobreposição em seu organograma gerencial, considerando que, a diretoria financeira e a gerência de riscos se reportavam diretamente ao conselho de administração
Resultado Cambial	Com a utilização de operações alavancadas de target forward a Sadia incorreu em uma perda cambial de R\$ 3.147** em 2008 gerando um resultado líquido negativo de R\$ 2.512,3**	A posição conservadora da Perdigão fez com que a mesma conseguisse controlar as perdas referentes à apreciação do dólar no período, a utilização dos instrumentos financeiros como mecanismos de proteção alcançaram seu objetivo, e a Perdigão obteve um resultado líquido positivo de R\$ 54,4**	Em 2008 enquanto a Sadia apresentou prejuízo devido as operações alavancadas no mercado financeiro a Perdigão manteve com resultado positivo

\*\*Valor expresso em milhões

**Quadro 2 - Resumo das Principais Características da Sadia e Perdigão 2008.**

Fonte: Elaboração do autor

#### **4. CONCLUSÕES**

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

Apesar de possuir receita operacional bruta, volume de vendas e lucro líquido superiores à Perdigão nos anos que antecederam 2008, o valor de mercado da Sadia, a partir de novembro de 2007, passou a ser inferior ao da sua concorrente direta. Diversos fatores podem ter contribuído para que isto tenha ocorrido, dentre eles a percepção dos investidores quanto à estrutura de controle, o processo de gestão e a adoção de práticas de governança corporativa.

A Sadia era uma empresa de gestão familiar. Em 2008 através, do acordo de acionistas, os membros das famílias Furlan e Fontana controlavam 66,6% do capital com direito a voto da companhia e, dos onze membros do Conselho de Administração, quatro possuíam relação de parentesco. Essa concentração amplia significativamente as probabilidades de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores, uma vez que os controladores da Sadia, além de compor parcialmente o conselho de administração e diversos comitês, também exerciam forte influência sobre os demais gestores.

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

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

A esse respeito entende-se que para ser parte de uma política agressiva da companhia, essa informação deveria ter sido apresentada nos relatórios da empresa, no entanto a apresentação dos instrumentos de *hedge* salientava a sua função de mitigar os riscos referentes à exposição cambial dos ativos e passivos financeiros e operacionais da companhia, fato característico de companhias com forte vocação exportadora como a Sadia e a Perdigão.

Com base no modelo de referência básico de gestão de risco, apresentado na seção 2.6.1 e nas informações coletadas dos relatórios das companhias, é possível inferir que, enquanto a Perdigão buscava adotar um modelo de gestão de riscos alinhado ao que há de mais atual na literatura acerca do tema a Sadia apresentou falhas em diversos itens do modelo. A Companhia definiu os riscos a que estava exposta e identificou as possíveis causas e os cenários que poderiam levar às consequências identificadas, no entanto foi incapaz de manter seu nível de risco dentro dos limites estabelecidos, apontando falhas no controle. Esse fato também comprometeu a resposta ao risco, a elaboração de relatórios confiáveis e o monitoramento do processo

Se a Sadia tivesse permanecido fiel ao propósito de proteção em situações desfavoráveis através do uso de derivativos financeiros, mesmo com a apreciação do Dólar ocorrida no segundo semestre de 2008, provavelmente seus resultados financeiros negativos tivessem sido absorvidos pelo resultado operacional positivo da companhia no período, como ocorreu com a Perdigão.

No entanto, ao desconsiderar os princípios da gestão de riscos e optar por operações alavancadas de *target forward*, a companhia assumiu os riscos embutidos e incorreu nas perdas financeiras descritas anteriormente, comprometendo não apenas os resultados do período, como a própria saúde financeira e a existência da companhia. Outra grave consequência foi a perda de valor de mercado devido à incerteza gerada com relação ao futuro da companhia.

A proteção das atividades da Sadia expostas à variação cambial de longo prazo deveria ter sido baseada no gerenciamento de fluxo de caixa da Companhia, no entanto, no período que antecede suas perdas, a Sadia utilizou-se dos instrumentos financeiros, considerando um horizonte próximo à receita de dez meses de exportação.

Indiferente aos motivos que geraram tal dolo, a criação da BRF ensejou uma nova política para o câmbio. A lição foi aprendida às custas de uma elevada perda enfrentada pela Sadia. Após a fusão das companhias, a política financeira para o câmbio manteve-se próxima das diretrizes aplicadas anteriormente pela Perdigão, contudo com índices ainda mais conservadores.

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

Considerando que as práticas de governança corporativa são constituídas por diversos procedimentos característicos, torna-se fundamental não apenas analisar a presença dessas práticas, mas também verificar como sua aplicação nas organizações está sendo monitorada.

O episódio revelou a necessidade de se reavaliarem as práticas de gestão de risco e de governança corporativa. Se não houve nenhuma ilegalidade no caso Sadia, parece que as normas prudenciais para a gestão de recursos financeiros das S.A.s não são suficientes para evitar situações como a apresentada neste estudo, o que enseja uma revisão de normativos. Se houve ilegalidade na gestão da Sadia, então a discussão deve focar os procedimentos de fiscalização e controle pelos órgãos responsáveis.

Cabe então questionar se a CVM possui estrutura capaz de cumprir esse objetivo, avaliando a possível necessidade de reestruturação desse órgão, além dos aspectos legais necessários para tal fim.

O raciocínio análogo deve ser desenvolvido para as normas de auto-regulação do mercado, apresentadas pela BM&F BOVESPA e para os códigos de boas práticas de governança corporativa e de gestão de riscos.

O acesso à informação disponibilizado pelas empresas, sobretudo as de capital aberto, através de seus sítios de relação com os investidores, vêm aproximando ainda mais o investidor da empresa, no entanto o que parece ser evidente no caso da gestão de riscos é que tais informações permanecem, muitas vezes, indecifráveis para os investidores, sobretudo os não-institucionais e que os relatórios desenvolvidos para esse objetivo deveriam ser mais detalhados e claros, com avaliação dos cenários que podem implicar elevadas perdas.

Com base nas limitações referentes à coleta de informações estratégicas e dados financeiros das companhias estudadas, é possível afirmar que o investidor encontra, muitas vezes, dificuldade em compreender as informações apresentadas e elaborar uma análise sobre a real situação da companhia. No caso da Sadia, o detalhamento das operações envolvendo os mecanismos de *target forward* ocorreu no relatório do terceiro trimestre de 2008, após a divulgação do fato relevante que informou as perdas da companhia com tais mecanismos.

Além disso, deve ser dada maior ênfase à gestão de riscos financeiros das companhias. O ambiente no qual as companhias possuem as mesmas vantagens e limitações estratégicas operacionais, pode distorcer a função primaz das ferramentas financeiras e favorecer sua utilização como objeto de especulação. A estrutura complexa dessas operações é de difícil compreensão até mesmo para muitos dos profissionais envolvidos no mercado financeiro, fato que pode obscurecer os riscos extras assumidos.

Encerrando-se a presente discussão, este trabalho não esgotou as possibilidades de estudo acerca do tema *Gestão de Riscos e Governança Corporativa: impacto da crise financeira*, permitindo-se apontar algumas sugestões para pesquisas futuras:

- Elaborar um estudo sobre o comportamento de companhias durante a crise de 2008, baseando-se no segmento em que ela está inserida, na BM&F BOVESPA, independente do setor econômico ou tipo de negócio;
- analisar os normativos referentes à gestão de riscos existentes, buscando identificar possíveis falhas que tenham contribuído para a perda de empresas como a Sadia, Aracruz, Embraer, Votorantim, entre outras.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Atlas. 2004.

BS – British Standards. **BS ISO 31100:2009 Risk management: principles and guidelines.** 2009

BETTARELLO, F. C. **Governança corporativa: Fundamentos jurídicos e regulamentação.** São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Níveis 1.** fev. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

\_\_\_\_\_. **Níveis 2.** fev. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

\_\_\_\_\_. **Novo Mercado.** fev. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

BRASIL. Lei nº 10.194/2001. Dispõe sobre a instituição de sociedades de crédito ao microempreendedor, altera dispositivos das Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 8.029, de 12 de abril de 1990, e 8.934, de 18 de novembro de 1994, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo. Brasília, DF, D.O. Eletrônico de 16/02/2001, p. 3. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/LEIS\\_2001/L10194.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/LEIS_2001/L10194.htm)>. Acesso em 20 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. Lei nº 10.303/2001. Altera e Acrescenta Dispositivos na Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo. Brasília, DF, D.O.U. Eletrônico de 01/11/2001, p. 4. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em: 15 nov. 2009.

\_\_\_\_ Lei nº 6.404/76. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo. Brasília, DF, 17/12/1976, p.1. Suplemento. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em 15 nov. 2009.

BRULL, T. D. A Enron e Algumas Lições de Contabilidade. **Business School**. São Paulo. mar. 2002. Disponível em: <<http://www.bsp.edu.br>>. Acesso em: 13 set. 2005.

CARNIER, Théo. Governança Mostra sua Força: a transparência das companhias veio para ficar. **Revista BM&F BOVESPA**, São Paulo. jan./mar. 2005. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 18 ago. 2005.

CASTELLS, M. **A Sociedade em Rede**: a era da informação: economia, sociedade e cultura. 8 ed. vol 1. São Paulo: Paz e Terra, 2005.

COSO - Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. **Enterprise risk management: integrated framework**, 2004. Disponível em: <[http://www.coso.org/Publications/ERM/COSO\\_ERM\\_ExecutiveSummary.pdf](http://www.coso.org/Publications/ERM/COSO_ERM_ExecutiveSummary.pdf)>. Acesso em: 01 fev. 2010.

FARINA, E. M. M. Q. AZEVEDO, P. A. SAES, M. S. M. **Competitividade: mercado, Estado e organizações**. SP: FAPESP / Singular, 1997. (cap. 2 e 3).

FERMA – Federation of European Risk Management Associations. **Norma de gestão de riscos**. 2003.

GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira**. 7 ed. São Paulo: Harbra. 2002.

GOULART, André M. C. **Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil**. 2003. 202f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Departamento de Contabilidade e Atuária. FEA/USP, São Paulo, 2003.

HM Treasury. **The Orange book management of risk: principles and concepts**. oct. 2004. Disponível em: <[http://www.hm-treasury.gov.uk/d/orange\\_book.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/orange_book.pdf)>. Acesso em: 01 fev. 2010.

IANNI, O. **A era do globalismo**. 4 ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1999.



ISO – International Organization for Standardization. **ISO 31000:2009 – Risk management: principles and guidelines**, 2009.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p.305-360, oct., 1976.

KPMG Brasil. **2º Estudo Sobre as Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil e nos Estados Unidos**. Base - Relatório Anual 20-F, 2007.

Laudo de avaliação RJ-0187/09-03. **AP SIS CONSULTORIA**, Rio de Janeiro, 31 fev. 2009. Disponível em: <<http://ri.sadia.com.br/ptb/1785/Laudo%20de%20Avalia%E7%E3o%20Sadia%20e%20Perdigao.pdf>>. Acesso em: 18 mai. 2010.

LAUTENSCHLEGER JUNIOR, Nilson. **Os Desafios Propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial**: ensaio de uma reflexão crítica e comparada. São Paulo: Malheiros, 2005.

MCKINSEY COMPANY E KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. Disponível em: <<http://www.ibgc.com.br>>. Acesso em 16 set. 2008.

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development. **OECD principles of corporate governance**, Paris, 1999.

\_\_\_\_\_. **White paper sobre gobierno corporativo em america latina**, Paris, 2004, p. 12-15. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/5/13/22368983.pdf>>. Acesso em: 13 mai. 2010.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 132 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP. São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, D. P. R. **Governança corporativa na prática**: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na geração de resultados. São Paulo: Atlas, 2006.

PERDIGÃO. **Informações trimestrais Perdigão**. 31 mar. 2007. Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR%20310307.pdf>>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Informações trimestrais Perdigão**. 30 jun. 2007. Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR%20300607.pdf>>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Informações trimestrais Perdigão**. 30 set. 2007. Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR%20300907.pdf>>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Informações trimestrais Perdigão**. 31 mar. 2008. Disponível em: <[http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR\\_1T08.pdf](http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/ITR_1T08.pdf)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Relatório anual**. 2007. Disponível em: <[http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/RA\\_2007.pdf](http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/RA_2007.pdf)>. Acesso em: 23 fev. 2009.

\_\_\_\_\_. **Relatório anual de sustentabilidade**. 2008. Disponível em: <[http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/Relatorio\\_Anual\\_2008.pdf](http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/Relatorio_Anual_2008.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

\_\_\_\_\_. **Relatório 20-F**. 2007. Disponível em: <[http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1122491/000110465908042776/a08-17268\\_120f.htm](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1122491/000110465908042776/a08-17268_120f.htm)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

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

PORTER, Michael E. **Competição** = On competition: estratégias competitivas essenciais. Tradução de Afonso Celso Cunha Serra – Rio de Janeiro; Campus, 1999.

RECOMENDAÇÕES da CVM Sobre Governança Corporativa. **Comissão de Valores Mobiliários**, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 ago. 2007.

RODRIGUES, J. A.; MENDES G. M. **Governança corporativa**: estratégia para geração de valor. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W; JAFFE, J. F. **Administração financeira**: corporate finance. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SADIA. **Informações trimestrais Sadia**. 31 mar. 2007. Disponível em: <[http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo\\_ITR.asp?arquivo=01884083.WTL&codcvm=018848&language=ptb](http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884083.WTL&codcvm=018848&language=ptb)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Informações trimestrais Sadia**. 30 jun. 2007. Disponível em: <[http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo\\_ITR.asp?arquivo=01884076.WTL&codcvm=018848&language=ptb](http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884076.WTL&codcvm=018848&language=ptb)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Informações trimestrais Sadia**. 30 set. 2007. Disponível em: <[http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo\\_ITR.asp?arquivo=01884079.WTL&codcvm=018848&language=ptb](http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884079.WTL&codcvm=018848&language=ptb)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Informações trimestrais Sadia**. 31 mar. 2008. Disponível em: <[http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo\\_ITR.asp?arquivo=01884083.WTL&codcvm=018848&language=ptb](http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884083.WTL&codcvm=018848&language=ptb)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Informações trimestrais Sadia**. 30 jun. 2008. Disponível em: <[http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo\\_ITR.asp?arquivo=01884086.WTL&codcvm=018848&language=ptb](http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884086.WTL&codcvm=018848&language=ptb)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Informações trimestrais Sadia**. 30 set. 2008. Disponível em: <[http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo\\_ITR.asp?arquivo=01884089.WTL&codcvm=018848&language=ptb](http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_ITR.asp?arquivo=01884089.WTL&codcvm=018848&language=ptb)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

\_\_\_\_\_. **Relatório anual**. 2007. Disponível em: <[http://ri.sadia.com.br/ptb/1109/SADIA\\_ra2007\\_Port.pdf](http://ri.sadia.com.br/ptb/1109/SADIA_ra2007_Port.pdf)>. Acesso em: 23 fev. 2009.

\_\_\_\_\_. **Relatório anual**. 2008. Disponível em: <[http://ri.sadia.com.br/ptb/1632/sadia\\_ra2008.pdf](http://ri.sadia.com.br/ptb/1632/sadia_ra2008.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

\_\_\_\_\_. **Relatório 20-F**. 2007. Disponível em: <[http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1130968/000110465908042818/a08-17362\\_120f.htm](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1130968/000110465908042818/a08-17362_120f.htm)>. Acesso em: 11 nov. 2009.

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

SANTANA, Maria H. O Novo Mercado e a Governança Corporativa. **Revista da CVM**, dez. 2001. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 21 set. 2005.

SILVA, A. L. C. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. (Org.). **Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP. São Paulo, 2002.

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das companhias no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2006.  
SKAPINKER, M. Uma Legislação Superprotetora. **Valor Econômico**, 02 dez. 2004. Disponível em: <<http://www.clipping.planejamento.gov.br>>. Acesso em: 13 set. 2005.

Standards Australia and Standards New Zealand. **AS/NZS 4360:2004, Risk management**, 2004.

TAVARES, F. De Olhos Bem Abertos. **Isto é Dinheiro**, 08 jun. 2005. Disponível em: <<http://www.terra.com.br/istoedinheiro>>. Acesso em: 13 set. 2005.