

# Da Rivalidade à Parceria: Análise Financeira e Estratégica do Caso Sadia e Perdigão

**Rebeca Albuquerque Cordeiro**

Unidade Acadêmica de Gestão e Negócios – Instituto Federal da Paraíba - Brasil

## Resumo

O caso aborda o processo real de fusão entre duas grandes empresas do setor de alimentos brasileiro – Sadia e Perdigão – com a criação da Brasil Foods (BRF). O texto está dividido em três horizontes temporais. Inicialmente, apresenta-se um breve histórico das empresas e o contexto prévio à fusão entre elas, incluindo a análise da crise financeira ocorrida na Sadia, em 2008, em virtude de estratégias arriscadas com o uso de derivativos financeiros. Em seguida, são apresentadas as principais implicações e a concretização da união entre as empresas. Anos depois da criação da BRF, o leitor é convidado a analisar o seu desempenho financeiro. Dessa forma, o objetivo do caso é que os alunos analisem o processo de fusão das empresas Sadia e Perdigão, sob o ponto de vista financeiro, bem como os seus desdobramentos, com a criação da BRF. A ênfase didática está relacionada à análise dos tipos de risco envolvidos no processo de fusão, aos mecanismos de governança corporativa e à análise de desempenho pós-fusão, por meio de indicadores econômico-financeiros e de análise de ações. O caso pode ser utilizado em cursos de graduação e pós-graduação, em disciplinas da área de Finanças.

**Palavras-chave:** Fusão. Sadia e Perdigão. Derivativos Financeiros. Risco. Indicadores Econômico-Financeiros.

# From Rivalry to Partnership: Financial and Strategic Analysis of Sadia and Perdigão Case

**Rebeca Albuquerque Cordeiro**

Unidade Acadêmica de Gestão e Negócios – Instituto Federal da Paraíba - Brasil

## **Abstract**

The case discusses the real process of merger of two large companies in the Brazilian food sector - Sadia and Perdigão - with the creation of Brasil Foods (BRF). The text is divided into three time horizons. Initially, we present a brief history of the companies and the prior context to the merger between them, including the analysis of the financial crisis occurred at Sadia in 2008, due to risky strategies with the use of financial derivatives. Then, we present the main implications and implementation of the union between the companies. Years after the creation of BRF, the reader is invited to examine the financial performance of it. Thus, the aim of the case is that the students analyze the process of merger of Sadia and Perdigão, from the financial point of view, as well as its development, with the creation of BRF. The learning emphasis is related to the analysis of the types of risk involved in the merger process, the corporate governance mechanisms and the performance analysis post-merger, through economic, financial and stock analysis indicators. The case can be used in undergraduate and postgraduate courses in the Finance area.

**Keywords:** Merger; Sadia and Perdigão; Financial Derivatives; Risk; Economic and Financial Indicators.

## 1 Introdução

Em janeiro de 2009, já circulavam pelo mercado rumores sobre uma possível associação entre as duas grandes empresas rivais do setor de alimentos brasileiro: Sadia e Perdigão. Na ocasião, a empresa Auditing Consultoria e Auditoria Independente, representada pelo seu sócio-diretor e chefe de análise, Roberto Passos, foi contratada pela Perdigão para analisar a situação financeira da Sadia, agravada pela crise interna de 2008, ocasionada por estratégias arriscadas com o uso de derivativos financeiros. Para executar o trabalho, Roberto mobilizou uma equipe composta por mais cinco auditores independentes e dez auxiliares, da qual seria o auditor-chefe. Sua principal tarefa era levantar informações sobre a Sadia, analisar sua situação financeira e recomendar ou não a sua incorporação pela Perdigão. Além disso, Roberto tinha como principal desafio manter sigilo absoluto sobre a negociação entre as empresas, que já eram alvo de especulações da mídia.

Com prazo até 15 de março de 2009, a equipe de Roberto iniciou o trabalho realizando uma busca de informações sobre a Sadia. Inevitavelmente, o auditor-chefe fazia comparações com a Perdigão, haja vista as semelhanças entre as duas concorrentes. Ambas as empresas tiveram origem há mais de sessenta anos no oeste catarinense. A Sadia foi fundada por Attilio Fontana em 7 de junho de 1944, na cidade de Concórdia, a partir da aquisição de um frigorífico em dificuldades denominado S. A. Indústria e Comércio Concórdia. Posteriormente, foi renomeado por Sadia, nome composto a partir das iniciais “SA” de “Sociedade Anônima” e das três últimas letras da palavra “ConcórDIA”, que virou marca registrada em 1947, tendo à sua frente as famílias Fontana e Furlan. A Perdigão foi fundada pelas famílias Brandalise e Ponzoni em 1934, na cidade de Videira, como Ponzoni, Brandalise e Cia., e permaneceu sob a administração da família Brandalise até setembro de 1994, quando o seu controle acionário foi vendido para um consórcio de fundos de pensão brasileiros.

Atualmente, ambas disputam a liderança em vários segmentos alimentícios no mercado interno, são grandes exportadoras e estão entre as maiores companhias de alimentos do mundo. A Sadia produz e distribui alimentos derivados de carnes suína, bovina, de frango e de peru, além de massas, margarinas e sobremesas, sendo líder brasileira em alimentos industrializados e, em 2008, foi considerada a sexta maior exportadora do país. Além de empregar diretamente 60 mil funcionários em suas 17 indústrias e 12 centros de distribuição em território nacional, possui parcerias com 10 mil produtores rurais (avicultores e suinocultores) a partir de integração produtiva.

No exterior, possui presença em mais de 100 países, mantém uma indústria em Kaliningrado na Rússia e escritórios em 14 países.

Nos últimos dez anos, Sadia e Perdigão ensaiaram três tentativas de associação. A primeira foi em 1999. A segunda foi em 2002 e obteve êxito parcial, quando foi criada a Brazilian International Foods (BRF Trading S.A), com atuação voltada para exportação na região conhecida como “Eurásia”. A união comercial durou um ano e meio e foi desfeita. A terceira tentativa ocorreu em 2006 e quase pôs fim a qualquer possibilidade de associação entre as duas empresas. Tratou-se de uma oferta hostil de compra da Perdigão por parte da Sadia, na ocasião, presidida por Walter Fontana, primo do atual presidente Luiz Fernando Furlan. O caso arranhou a imagem da Sadia e, recentemente, acabou resultando na instauração do primeiro processo brasileiro por uso de informações privilegiadas na iniciativa privada.

Dois anos após a Sadia ter feito a oferta hostil para compra da Perdigão, a situação se reverteu e, agora, a Perdigão é que tem condições de adquirir a Sadia, fragilizada financeiramente. A oferta na época era de comprar a Perdigão por até R\$ 3,7 bilhões, valor que atualmente corresponde à metade do valor de mercado da empresa. Roberto verificou que, em 2006, a Sadia estava em condições financeiras bem mais favoráveis, com uma geração de caixa duas vezes maior do que sua concorrente - R\$ 658,4 milhões ante R\$ 331 milhões da Perdigão. Em 2007, a Perdigão entrou no mercado de lácteos e, com a compra da Eleva e, em 2008, a situação se reverteu: a Perdigão ultrapassou a concorrente em receita bruta com faturamento de R\$ 9,5 bilhões.

Com isso, para Roberto, estava claro que a tentativa de compra da Perdigão pela concorrente pode ser atribuída à capacidade de alavancagem financeira da Sadia na época. Contudo, essa vantagem se transformou num enorme ônus a partir de 2008, quando ocorreu uma grave crise financeira interna, ocasionada pela especulação com derivativos financeiros. Então, o próximo passo para Roberto era analisar financeiramente a Sadia, a fim de compreender como se desenvolveu essa situação eclodida em setembro de 2008.

## **2 Sadia – Especulação com Derivativos Financeiros e Crise em 2008**

A primeira fonte para a qual Roberto recorreu foi o fato relevante divulgado pela Sadia ao mercado, no dia 25 de setembro de 2008, informando que: “A Diretoria Financeira realizou operações no mercado financeiro relacionadas à variação do dólar dos Estados Unidos, em relação ao Real, em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da companhia expostas à

variação cambial”. Ao tomar conhecimento destas operações, o conselho de administração da companhia demitiu o diretor financeiro, Adriano Lima Ferreira, e “decidiu liquidar determinadas operações financeiras, o que ocasionou perdas de cerca de R\$ 760.000.000,00”. Os auxiliares técnicos informaram a Roberto que, no dia seguinte ao anúncio, 26 de setembro, as ações preferenciais da Sadia despencaram 35,5% e as ações ordinárias (com direito a voto) caíram 22%.

Segundo os levantamentos realizados pela equipe, Roberto verificou que a maior parte do prejuízo da Sadia adveio das operações especulativas com câmbio e uma parcela menor decorreu de aplicações em títulos do banco Lehman Brothers. No tipo de operação em que a Sadia estava envolvida, a empresa aposta em uma direção do câmbio: valorização ou desvalorização da moeda local. Na época, o real estava se valorizando e várias empresas apostaram que a moeda brasileira continuaria se apreciando em relação do dólar. Contudo, devido ao agravamento da crise financeira mundial, a partir de meados de agosto, a situação se inverteu e o dólar partiu de R\$ 1,55 para fechar o ano em R\$ 2,33, uma valorização drástica de 50%.

O Banco de Compensações Internacionais (BIS) informou que a estimativa para as perdas das companhias brasileiras com derivativos cambiais, no último trimestre de 2008, foi de US\$ 25 bilhões, quase seis vezes mais do que as perdas estimadas para o México (US\$ 4 bilhões), por exemplo. Estimativas não oficiais do Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES) apontaram que 200 empresas brasileiras, médias e grandes, foram diretamente afetadas pela desvalorização cambial, dado que estavam utilizando de operações com derivativos.

Roberto se questionava por que tal situação ocorreu de forma tão violenta com a Sadia, já que é uma prática comum de empresas exportadoras a utilização de instrumentos derivativos de câmbio como forma de hedge, isto é, a fim de evitar eventuais perdas na receita das exportações, geradas pela valorização do real frente ao dólar. Entretanto, após estudo minucioso das demonstrações financeiras e da síntese elaborada pela equipe, contendo os indicadores de risco e financeiros da empresa, entre 2006 e o primeiro semestre de 2009 (Tabela 1), Roberto pode perceber que, no caso da Sadia, as operações com derivativos foram além dos limites do hedge, constituindo-se em apostas altamente especulativas.

Diversas evidências apresentadas na Tabela 1 corroboravam o argumento de Roberto, a partir das quais ele pode fazer algumas considerações. Em primeiro lugar, a posição líquida vendida em contratos futuros de câmbio (linha 2.3) passou de R\$ 405,5 milhões em dezembro de 2007 para R\$ 3,1 bilhões em junho de 2008. A posição comprada em opções no período está longe de compensar esta exposição em futuros. Embora a companhia tivesse um passivo em moeda estrangeira e,

portanto sujeito a perdas patrimoniais em caso de desvalorização do Real, as posições líquidas em derivativos eram vendidas em dólar e não compradas, o que descaracteriza, portanto uma operação tradicional de hedge.

Tabela 1 - Indicadores de risco e financeiros da Sadia

|  | Valores em R\$ mil |                  |                  |                  |                    |                    |                  |
|--|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|------------------|
|  | DFP 2006           | DFP 2007         | ITR 1T08         | ITR 2T08         | ITR 3T08           | DFP 2008           | ITR 1T09         |
| <b>1. VaR a 5%</b>                                 | <b>96.735</b>      | <b>98.726</b>    | <b>187.711</b>   | <b>241.710</b>   | <b>2.783.899</b>   | <b>974.094</b>     | <b>188.497</b>   |
| % do Patrimônio Líquido                            | 3,93%              | 3,39%            | 6,10%            | 7,68%            | 117,27%            | 237,07%            | 106,51%          |
| <b>2. Valor Nocional Derivativos Original</b>      | <b>2.268.242</b>   | <b>2.959.753</b> | <b>4.743.807</b> | <b>6.936.007</b> | <b>12.952.631</b>  | <b>8.415.001</b>   | <b>3.462.894</b> |
| 2.1 Swap de taxa                                   | 534.500            | 797.085          | 1.324.370        | 1.208.900        | 1.213.465          | 699.000            | 594.560          |
| 2.2 Swap de moeda                                  | 22.284             | 9.376            | 6.437            | 3.607            | -                  | -                  | -                |
| <b>2.3 Futuro de moeda - Posição líq. vendida</b>  | <b>358.910</b>     | <b>405.500</b>   | <b>813.000</b>   | <b>3.172.500</b> | <b>132.500</b>     | <b>(1.242.667)</b> | <b>(640.000)</b> |
| Vendida  | 655.184            | 1.104.396        | 2.060.500        | 4.295.000        | 4.135.833          | 2.536.667          | 1.064.167        |
| Comprada   | 296.274            | 698.896          | 1.247.500        | 1.122.500        | 4.003.333          | 3.779.334          | 1.704.167        |
| <b>2.4 Opções de dólar - Posição líq. comprada</b> | <b>-</b>           | <b>350.000</b>   | <b>95.000</b>    | <b>295.000</b>   | <b>1.800.000</b>   | <b>700.000</b>     | <b>-</b>         |
| Posição vendida                                    | 380.000            | -                | 5.000            | 5.000            | -                  | -                  | -                |
| Posição comprada                                   | 380.000            | 350.000          | 100.000          | 300.000          | 1.800.000          | 700.000            | -                |
| <b>3. Passivo Líquido em Moeda Estrangeira</b>     | <b>473.412</b>     | <b>467.573</b>   | <b>605.348</b>   | <b>783.471</b>   | <b>2.358.099</b>   | <b>4.289.806</b>   | <b>4.879.361</b> |
| <b>4. Result. Deriv. Reconhecido - Futuros</b>     | <b>150.645</b>     | <b>129.452</b>   | <b>79.794</b>    | <b>152.263</b>   | <i>n.d</i>         | <b>(2.365.813)</b> | <b>(783.383)</b> |
| 4.1 Receita Bruta Operacional                      | 568                | 140.579          | 49.282           | 129.581          | <i>n.d</i>         | 185.442            | <i>n.d</i>       |
| 4.2 Resultado Financeiro                           | 150.077            | (11.127)         | 30.512           | 22.682           | <i>n.d</i>         | (2.551.255)        | <i>n.d</i>       |
| <b>5. Result. Deriv. Não Reconhecido - Futuros</b> | <b>41.297</b>      | <b>141.713</b>   | <b>307.559</b>   | <b>326.110</b>   | <b>(630.253)</b>   | <b>-</b>           | <b>-</b>         |
| 5.1 Receita Bruta Operacional                      | 15.018             | 98.329           | 180.673          | 172.301          | (149.627)          | -                  | -                |
| 5.2 Resultado Financeiro                           | 26.279             | 43.384           | 126.886          | 153.809          | (480.626)          | -                  | -                |
| <b>6. Receita Bruta</b>                            | <b>7.940.480</b>   | <b>9.843.953</b> | <b>2.603.061</b> | <b>5.521.676</b> | <b>8.671.965</b>   | <b>12.191.896</b>  | <b>2.862.535</b> |
| <b>7. Despesa (-) Receita (+) financ. Líquida</b>  | <b>59.871</b>      | <b>(36.587)</b>  | <b>36.756</b>    | <b>24.582</b>    | <b>(1.189.423)</b> | <b>(3.892.336)</b> | <b>(260.041)</b> |
| <b>8. Lucro antes do IR/CSLL</b>                   | <b>414.654</b>     | <b>787.936</b>   | <b>190.351</b>   | <b>319.956</b>   | <b>(694.788)</b>   | <b>(2.484.834)</b> | <b>(318.842)</b> |
| <b>9. Dívida Bruta</b>                             | <b>3.885.420</b>   | <b>3.677.729</b> | <b>4.074.711</b> | <b>4.155.622</b> | <b>7.491.139</b>   | <b>8.549.136</b>   | <b>8.007.032</b> |
| <b>10. Caixa + Títulos de Val. Mob. de CP + LP</b> | <b>2.550.602</b>   | <b>2.505.351</b> | <b>2.334.925</b> | <b>2.005.205</b> | <b>3.533.208</b>   | <b>3.779.660</b>   | <b>2.366.254</b> |
| Dos quais margem e fiança bancária                 | <i>n.d</i>         | <i>n.d</i>       | <i>n.d</i>       | <i>n.d</i>       | 970.157            | 1.966.486          | 1.903.733        |
| <b>11. Dívida Líquida</b>                          | <b>1.334.818</b>   | <b>1.172.378</b> | <b>1.739.786</b> | <b>2.150.417</b> | <b>3.957.931</b>   | <b>4.769.476</b>   | <b>5.640.778</b> |

DFP = Demonstrações Financeiras Padronizadas, ITR = Informações Trimestrais.  
Fonte: Novaes (2009).

Em segundo lugar, o valor nocional dos contratos não fornecia a efetiva exposição com derivativos, que depende de variáveis tais como o prazo para vencimento e a volatilidade. Contudo, o aumento do Value at Risk (VaR) na linha 1, não deixa dúvidas quanto ao aumento do risco. De acordo com dados divulgados nas demonstrações financeiras, o VaR a 5% de probabilidade passou

de R\$ 98,7 milhões (3,39% do patrimônio líquido) em dezembro 2007 para R\$ 241 milhões (7,68% do patrimônio) em junho 2008. Isto quer dizer que, em um de cada 20 dias, a companhia poderia esperar ter uma perda maior do que R\$ 241 milhões, sem dúvida um número elevado para uma companhia não-financeira.

Por fim, o auditor-chefe observou que a companhia reportou um resultado financeiro positivo de R\$ 24,6 milhões (linha 7) embora tivesse uma dívida líquida expressiva ao final do primeiro semestre de 2008 (R\$ 2,15 bilhões na linha 11). Este fato poderia ter servido de ponto de alerta para analistas de mercado e para os próprios administradores. Afinal, como explicar receita financeira positiva com uma dívida deste tamanho, especialmente se a exposição cambial estava, em princípio, mitigada por contratos de hedge?

Outro ponto que chamou a atenção de Roberto foram os ganhos não reconhecidos contabilmente das operações a vencer. Esses ganhos com contratos futuros não foram reconhecidos nas demonstrações de resultado, apenas mencionados nas notas explicativas da companhia (linha 5 da Tabela 1). Ao fim do primeiro semestre de 2008, a companhia tinha um ganho não reconhecido de R\$ 326,1 milhões, mais do que o lucro antes do IR/CSLL (linha 8) de R\$ 320,0 milhões no mesmo período. Portanto, o ganho com derivativos futuros de câmbio nos primeiros seis meses de 2008 totalizou R\$ 478,4 milhões (R\$ 152,3 milhões reconhecidos mais R\$ 326,1 milhões não-reconhecidos no resultado). O aumento da importância da contribuição dos ganhos com derivativos para o resultado da companhia fica evidente quando se compara o ano de 2007 com o primeiro semestre de 2008: o resultado positivo com derivativos de câmbio futuros, reconhecidos e não-reconhecidos, equivalia a 34% do resultado do ano de 2007, em comparação com 150% no primeiro semestre de 2008. Roberto se questionava por que parte dos ganhos/perdas com derivativos não eram reconhecidos nas demonstrações financeiras da companhia, mas apenas mencionados nas notas explicativas?

Após consulta a um auditor especialista em normas contábeis, ele obteve a resposta: até o final de 2008, quando começou a obrigatoriedade da apresentação das demonstrações financeiras de acordo com as mudanças contábeis introduzidas pela Lei 11.638/2007 e de acordo com os pronunciamentos técnicos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), as regras para contabilização dos derivativos no Brasil eram fluidas. Havia apenas uma antiga Instrução (CVM n. 235 de 23 de março de 1995) sobre o assunto. Esta instrução tratava “da evidenciação desses instrumentos, mas não de sua contabilização”. Assim, caso essa lei não tivesse entrado em vigor, provavelmente a crise com derivativos poderia ter sido maquiada por mais algum tempo.

Em todo caso, os efeitos para a Sadia foram devastadores. As análises de Roberto mostraram que o valor de mercado da empresa, que chegou a R\$ 7,7 bilhões no segundo trimestre de 2008, encerrou o ano valendo apenas R\$ 2,7 bilhões, isto é, 37% do valor original. Com relação ao preço das ações no mercado, os investidores fecharam o ano com perdas em torno 70% no valor de suas ações, contra 28% de perda do índice de mercado (IBOVESPA).

Foi registrada uma significativa redução do patrimônio líquido de 87,09%, em relação ao ano de 2007 e observaram-se aumentos expressivos, tanto da dívida líquida (829,97%) como da relação entre a dívida líquida e o patrimônio líquido (1.448,50%), em relação ao ano anterior. Outro indicativo da situação de insolvência financeira da empresa era o fato de sua dívida líquida passar a representar 5,8 vezes o valor do seu EBITDA (Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização), em 2008, enquanto a média do período de 2004 a 2007 era de 0,88 vezes.

### **3 A Recomendação de Roberto**

Em 10 de março de 2009, após o levantamento e a análise das decisões financeiras tomadas pela Sadia nos últimos anos, era hora de Roberto finalizar o trabalho e emitir um parecer para a Perdigão acerca da possível associação entre as duas empresas. Mesmo fazendo jogo duro nas negociações, a oportunidade de fusão com a Sadia era vista como única dentro da Perdigão. Apesar de seu plano agressivo de crescimento e, por mais que a empresa investisse em geração de valor para suas marcas, a Sadia tinha o que os especialistas chamam de “inércia de compra”, ou seja, o consumidor conhece a qualidade, confia nos produtos e dá sempre preferência à etiqueta Sadia. Uma das ideias em discussão, dentro da Perdigão era, concluído e aprovado o negócio, transformar a marca Sadia numa espécie de avalista dos produtos de toda a empresa.

Roberto reconhecia que, a despeito das dificuldades ocorridas nos últimos meses, a situação da Sadia era preocupante, mas não de desespero. A Sadia encerrou 2008 como a maior empresa brasileira exportadora de proteína animal e a maior produtora do setor de carnes no Brasil. A companhia tinha caixa e suas operações apresentavam bons resultados. Em outras palavras, suas dificuldades eram de cunho financeiro, não operacional. Segundo pesquisa realizada pelos analistas de marketing da Auditing, sobre o impacto dos problemas financeiros da companhia no seu relacionamento com clientes, fornecedores e consumidores, Roberto constatou que o impacto foi zero. Entre o primeiro bimestre de 2008 e o mesmo período de 2009, a participação de mercado da Sadia no segmento de congelados no País passou de 44,7% para 45,7%, ocupando a primeira



posição. Em resfriados, a fatia passou de 30,2% para 32,5% e, no segmento de margarinas, de 46,8% para 47,5%.

Caso a fusão se concretizasse, a nova empresa nasceria com uma receita líquida de R\$ 15,25 bilhões e com 30 unidades no País (14 da Sadia e 16 da Perdigão). As projeções da Sadia para o ano de 2008, divulgadas no resultado do terceiro trimestre de 2007, previam um faturamento bruto de R\$ 12 bilhões em 2008. A Sadia, até o fim de setembro, tinha obtido uma receita líquida de R\$ 7,66 bilhões e, a Perdigão, R\$ 3,04 bilhões.

Independente de qualquer coisa, era preciso considerar que ambas as empresas são grandes exportadoras. No exterior, a Perdigão é uma empresa de commodities, enquanto a Sadia tem uma marca forte, que permite cobrar até 15% a mais nos seus produtos. A Perdigão, por sua vez, tem um maior portfólio de produtos, especialmente lácteos, e possui uma estrutura de custos mais enxuta. Em resumo, os ganhos de sinergia, considerando apenas as economias mais óbvias, como os gastos com distribuição, seriam da ordem de R\$ 2 bilhões, quase 10% do faturamento somado das duas companhias (R\$ 22 bilhões).

A nova empresa seria a maior empregadora privada do país, com mais de 100 mil funcionários. Além disso, poderia haver uma complementaridade interessante em sua gestão, caso ambos os presidentes dos conselhos de administração passassem a trabalhar juntos: Secches tem um perfil de administrador profissional, focado na redução de custos e eficiência, enquanto Furlan tem um perfil expansionista e empreendedor.

Para a Perdigão, a compra da rival, que até 2007 sempre esteve à sua frente, seria mais do que um negócio que dobraria a companhia de tamanho. Significaria a vitória de um modelo de gestão, instalado em 1994, quando os fundos de pensão, junto com a WEG, assumiram a empresa da família Brandalise, praticamente quebrada. Em 14 anos, até o fim de 2008, a Perdigão multiplicou por 26 a receita líquida e por 37 o EBITDA e seu valor de mercado ficou 35 vezes maior.

Após a última reunião da equipe e considerando todos os benefícios e sinergias que poderiam ser criados com a união da Sadia e da Perdigão, Roberto emitiu um parecer favorável, recomendando a fusão das duas empresas.

#### **4 Criação da Brasil Foods**

Apesar do mal-estar causado pela última tentativa, em dezembro de 2008, o presidente do conselho de administração da Sadia, Luiz Fernando Furlan, atendeu ao telefone e ali foi feito o

primeiro contato de uma conversação que duraria mais de cinco meses. Do outro lado da linha, Nildemar Secches, presidente do conselho de administração da Perdigão, abria o canal para a quarta tentativa de fusão das duas maiores empresas de alimentos do Brasil. Circulavam pelo mercado rumores de que a Sadia e a Perdigão teriam assinado, por volta de 20 de janeiro de 2009, um contrato de confidencialidade e exclusividade por 60 dias, para tentarem alcançar um acordo de fusão.

Contratado em janeiro de 2009 pela Perdigão, Roberto Passos e a equipe por ele liderada haviam recebido a instrução de manter sigilo absoluto sobre seus trabalhos de auditoria. Ele sabia que esses cinco meses de negociação envolveram mais de 60 reuniões e 30 pessoas, entre investidores, advogados, banqueiros e representantes de ambos os lados. Para não levantar suspeitas, as reuniões foram feitas em três locais distintos: num quarto de hotel em Osasco, no escritório da Sadia em Higienópolis, e no escritório de advocacia da Perdigão, o Camargo, Bocater, Costa e Silva. Apesar de ter concluído o seu trabalho em março de 2009, Roberto acompanhava todo o processo de fusão entre as empresas com especial interesse e, provavelmente, foi um dos primeiros a ler o fato relevante anunciado ao mercado no dia 19 de maio de 2009, informando a criação da Brasil Foods (BRF), empresa originada pela união da Sadia e da Perdigão.

Como ávido expectador, Roberto mobilizou dois auxiliares para passarem o dia inteiro acompanhando o desenrolar daquele fato, do qual a Auditing fora personagem-chave. Ele foi informado de que, resolvidos todos os impasses, ficou acertado um percentual de 32% de participação para os acionistas da Sadia e de 68% para os controladores da Perdigão e que os atuais presidentes das duas companhias se manteriam no cargo: José Antonio Fay, da Perdigão, e Gilberto Tomazoni, da Sadia. Conforme recomendação feita pelos assessores jurídicos e contábeis da Auditing, o CNPJ da nova empresa ficou sendo o da Perdigão, pois as empresas ainda tinham compensações fiscais e obrigações legais.

Em coletiva de imprensa ainda na manhã do dia 19/05/08, os presidentes dos conselhos de ambas as companhias disseram que as marcas continuariam operando separadamente e o preço ao consumidor não seria afetado. “Não estamos fazendo uma associação para colocar em risco a fidelidade do consumidor com nossos produtos. E, além do mais, temos outros concorrentes, como a Cargill, a Tyson Foods, a Bunge. Queremos produtos acessíveis para atingir uma gama maior da população”, afirmou Luiz Fernando Furlan. O presidente do conselho de administração da Sadia afirmou ainda que a intenção da fusão era a conquista de novos mercados, descartando veementemente qualquer possibilidade de demissões.

O diretor-presidente da Perdigão, José Antônio Fay, disse em teleconferência com analistas, que a companhia teria 15 dias para apresentar o documento da união com a Sadia ao CADE. “Se houver problemas de concorrência somente o órgão vai nos dizer se teremos que vender algumas marcas ou ativos. Cada caso vai ser um caso e temos que esperar as análises técnicas do CADE”, afirmou o executivo.

No início de junho, as repercussões sobre a criação da BRF ainda eram intensas. No dia 04, Perdigão e Sadia informaram que a maioria de seus acionistas aprovou a proposta de fusão anunciada em maio. No dia 08, a Sadia anunciou a venda de sua fábrica na Rússia por US\$ 77,5 milhões, numa tentativa de recompor seu caixa depois das perdas de mais de R\$ 700 milhões com derivativos cambiais. No dia 09, a Sadia e a Perdigão registraram a fusão no CADE.

Roberto sabia que a transação com o CADE era apenas um dos desafios que a nova companhia teria de enfrentar e estava curioso para ver os desdobramentos daquela operação que levou duas empresas da rivalidade à parceria.

### **5 Três Anos Depois... Nova Reunião com o Conselho de Administração da BRF**

Em junho de 2012, praticamente três anos após a criação da BRF, Roberto Passos foi surpreendido por um contato do conselho de administração da companhia, a fim de convidar a Auditing Consultoria e Auditoria Independente para analisar o desempenho da empresa nos três últimos anos após a fusão (2009, 2010 e 2011). O auditor ficou bastante entusiasmado pelo convite, não só pela relevância do trabalho, que, sem dúvidas, contribuiria para a consolidação da imagem da sua empresa no mercado, como também pelo seu interesse pessoal pelo caso. Roberto gostaria de saber se a recomendação que ele e sua equipe haviam feito no passado realmente tinha sido bem sucedida.

No dia 30 de junho de 2012, ocorreu uma reunião com o conselho de administração da companhia. Inicialmente, foi apresentado um resumo dos principais fatos ocorridos com a mesma após o anúncio da fusão, em maio de 2009. Em seguida, foram apresentadas as informações financeiras do último triênio (2009 a 2011), como as cotações de fechamento e o número de ações emitidas pela BRF, o resumo do balanço patrimonial e da demonstração de resultado da companhia (Tabelas 2, 3 e 4, respectivamente).

**Tabela 2 - Cotações de Fechamento e Número de Ações Emitidas da BRF**

| <b>BRFS3</b>             | <b>26/12/2011</b> | <b>28/12/2010</b> | <b>30/12/2009</b> |
|--------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Cotação Fechamento       | 35,96             | 26,64             | 21,95             |
| Número de ações emitidas | 872.473.246       | 872.473.246       | 436.236.623       |

Fonte: Fundamentus (2012) e Brasil Foods (2012).

**Tabela 3 – Resumo do Balanço Patrimonial da BRF (Valores em R\$ Mil)**

| <b>ATIVO</b>   |                                       |                   |                   |                   |
|----------------|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Conta</b>   | <b>Descrição</b>                      | <b>31/12/2011</b> | <b>31/12/2010</b> | <b>31/12/2009</b> |
| <b>1</b>       | <b>Ativo Total</b>                    | 29.983.456        | 27.751.547        | 28.383.627        |
| <b>1.01</b>    | <b>Ativo Circulante</b>               | 11.123.751        | 10.020.699        | 10.677.939        |
| 1.01.01        | Caixa e Equivalentes de Caixa         | 1.366.843         | 2.310.643         | 1.898.240         |
| 1.01.02.01.02  | Títulos Disponíveis para Venda        | 235.150           | 390.256           | 90.451            |
| 1.01.03        | Contas a Receber                      | 3.264.748         | 2.606.696         | 2.173.918         |
| 1.01.03.01     | Clientes                              | 3.207.813         | 2.565.029         | 2.140.701         |
| 1.01.04        | Estoques                              | 2.679.211         | 2.135.809         | 2.255.497         |
| 1.01.07        | Despesas Antecipadas                  | -                 | -                 | -                 |
| <b>1.02</b>    | <b>Ativo Não Circulante</b>           | 18.859.705        | 17.730.848        | 17.705.688        |
| 1.02.01        | Ativo Realizável a Longo Prazo        | 4.654.837         | 4.399.259         | 4.537.839         |
| 1.02.01.03     | Contas a Receber                      | 149.741           | 100.086           | 105.428           |
| 1.02.01.03.01  | Clientes                              | 2.419             | 6.950             | 12.808            |
| 1.02.03        | Imobilizado                           | 9.798.370         | 9.066.831         | 8.874.186         |
| <b>PASSIVO</b> |                                       |                   |                   |                   |
| <b>Conta</b>   | <b>Descrição</b>                      | <b>31/12/2011</b> | <b>31/12/2010</b> | <b>31/12/2009</b> |
| <b>2</b>       | <b>Passivo Total</b>                  | 29.983.456        | 27.751.547        | 28.383.627        |
| <b>2.01</b>    | <b>Passivo Circulante</b>             | 7.987.829         | 5.686.384         | 6.359.230         |
| 2.01.02        | Fornecedores                          | 2.681.343         | 2.059.196         | 1.905.368         |
| 2.01.04        | Empréstimos e Financiamentos          | 3.452.477         | 2.227.713         | 3.202.651         |
| <b>2.02</b>    | <b>Passivo Não Circulante</b>         | 7.885.710         | 8.428.645         | 9.028.738         |
| 2.02.01        | Empréstimos e Financiamentos          | 4.601.053         | 4.975.226         | 5.853.459         |
| <b>2.03</b>    | <b>Patrimônio Líquido Consolidado</b> | 14.109.917        | 13.636.518        | 12.995.659        |

Fonte: BM&FBOVESPA (2012)

**Tabela 4 – Resumo da Demonstração de Resultado do Exercício da BRF (Valores em R\$ Mil)**

| <b>Conta</b> | <b>Descrição</b>                                       | <b>01/01/2011<br/>à<br/>31/12/2011</b> | <b>01/01/2010<br/>à<br/>31/12/2010</b> | <b>01/01/2009<br/>à<br/>31/12/2009</b> |
|--------------|--|--|--|--|
| 3.01         | Receita de Venda de Bens e/ou Serviços                 | 25.706.238                             | 22.681.253                             | 15.905.776                             |
| 3.02         | Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos                  | -19.046.963                            | -16.951.152                            | -12.728.866                            |
| 3.03         | Lucro Bruto  | 6.659.275                              | 5.730.101                              | 3.176.910                              |
| 3.04         | Despesas/Receitas Operacionais                         | -4.658.146                             | -4.245.521                             | -3.099.560                             |
| 3.05         | Lucro Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos     | 2.001.129                              | 1.484.580                              | 77.350                                 |
| 3.06         | Resultado Financeiro (Receitas e Despesas Financeiras) | -479.523                               | -483.126                               | 262.489                                |
| 3.07         | Lucro Antes dos Tributos sobre o Lucro                 | 1.521.606                              | 1.001.454                              | 339.839                                |
| 3.08         | Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro   | -156.517                               | -196.458                               | -221.248                               |
| 3.11         | Lucro/Prejuízo Consolidado do Período                  | 1.365.089                              | 804.996                                | 118.591                                |
| 6.03.03      | Pagamento Dividendos/Juros do Capital Próprio          | 501.644                                | 153.200                                | 24.783                                 |

Fonte: BM&FBOVESPA (2012)

## 6 Análise Pós-fusão

Após a apresentação das informações que subsidiariam a elaboração do relatório de análise estratégica e financeira da BRF, Roberto recebeu um documento com orientações específicas acerca do trabalho que sua equipe deveria realizar. Imagine que você está no lugar de Roberto e precisa realizar a análise pós-fusão da BRF. Com base nas informações apresentadas no decorrer do caso, responda as seguintes questões:

1. Discutir os principais tipos de riscos estratégicos, financeiros e operacionais envolvidos no processo de fusão entre a Sadia e a Perdigão.
  
2. Analisar a eficácia dos mecanismos de governança corporativa da Sadia, em relação à crise financeira com derivativos deflagrada em 2008.
  
3. Analisar o desempenho da empresa com base em indicadores econômico-financeiros:
  - a. Liquidez
  - b. Atividade
  - c. Endividamento
  - d. Rentabilidade
  - e. Análise vertical e horizontal dos principais itens que compõem as demonstrações financeiras.
  
4. Analisar o desempenho da empresa com base em indicadores de análise de ações:
  - a. Evolução do preço da ação
  - b. Lucro por Ação
  - c. Índice Preço/Lucro
  - d. Dividend Yield
  - e. Payout
  
5. Com base na análise realizada anteriormente, pode-se afirmar que o processo de fusão entre as duas empresas foi bem sucedido? Justificar.

## **Notas de Ensino**

### **1 Objetivos de Ensino**

O caso pode ser utilizado em cursos de graduação e pós-graduação, em disciplinas da área de Finanças (Administração Financeira, Contabilidade Gerencial etc.). O objetivo é que os alunos se coloquem na posição do protagonista do caso (Roberto Passos, personagem fictício e auditor-chefe da Auditing Consultoria e Auditoria Independente) e analisem o processo real de fusão das empresas Sadia e Perdigão, sob o ponto de vista financeiro, bem como seus desdobramentos, com a criação da Brasil Foods. Dessa forma, o caso possui dois enfoques: (1) os tipos de riscos envolvidos e a análise da viabilidade do processo de fusão entre as empresas; e (2) a análise do desempenho financeiro pós-fusão, por meio de indicadores econômico-financeiros e de análise de ações. Também é abordada a temática de governança corporativa. O professor pode, ainda, explorar questões de cunho estratégico, como as sinergias operacionais e a relação das empresas com seus grupos de interesse.

### **2 Fontes de Dados**

O caso é real e todos os dados secundários utilizados para a sua elaboração são de domínio público. Consistiram, principalmente, de informações contábeis e financeiras divulgadas pelas empresas, as quais estão disponíveis tanto nos sites das mesmas como no da Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA. Além disso, foram utilizadas notícias divulgadas na imprensa sobre o processo de negociação entre as empresas, pareceres técnicos de analistas de mercado, divulgados por corretoras, como também artigos científicos publicados sobre o tema. Todas as referências utilizadas estão citadas na seção específica.

### **3 Tópicos Pedagógicos**

Para a completa utilização do presente caso como recurso didático, é necessário que os alunos tenham conhecimento prévio sobre os seguintes temas: Mercado Financeiro/Derivativos Financeiros, Risco, Governança Corporativa, Indicadores Econômico-Financeiros e de Análise de Ações. Dessa forma, recomenda-se que tais conceitos sejam abordados previamente e que o professor adapte a resolução do caso de acordo com nível de detalhamento adequado ao perfil da turma.

## 4 Análise do Caso

Nesta seção, apresenta-se um indicativo para a solução das questões propostas no caso. Na seção Bibliografia Recomendada, apresentam-se sugestões de referências que podem ser consultadas pelos alunos e que fornecerão o arcabouço teórico necessário para a resolução do caso.

### 4.1 Questão 1

O conceito de risco reflete a vulnerabilidade dos indivíduos perante possíveis variações nas condições do mercado, seja como tomador de decisão em nível individual ou organizacional. Nesta questão, espera-se que o aluno possa identificar e discutir, com base na teoria, os principais tipos de risco envolvidos no processo de fusão entre a Sadia e a Perdigão.

A definição de risco está intimamente relacionada à ideia de incerteza, volatilidade, alteração ou oscilação, e permeia o dia-a-dia dos indivíduos, desde as pequenas atividades até decisões complexas. No contexto empresarial, o risco é um aspecto bastante presente, uma vez que se lida constantemente com a análise de alternativas e tomadas de decisão.

Em linhas gerais, Jorion (2003) define risco como a volatilidade de resultados inesperados, normalmente relacionada ao valor de ativos e passivos de interesse. O autor também define administração de risco como o processo pelo qual as várias exposições ao risco são identificadas, mensuradas e controladas. Hull (2005) apresenta uma perspectiva histórica do risco, relacionando-o ao surgimento dos mercados futuros na Idade Média, os quais tinham como finalidade minimizar os riscos dos produtores agrícolas em relação às oscilações de preço de seus produtos devido aos mecanismos de oferta e demanda, armazenagem, condições climáticas, entre outros.

Quanto à sua natureza, o risco pode ser classificado em três tipos (Carlton, 1999): (1) estratégico, que surge de um possível desalinhamento entre o planejamento estratégico da empresa e o resultado efetivo; (2) operacional, que resulta de gerenciamento inadequado em âmbito interno ou externo à empresa quem podem impactar sua produção, vendas e ativos; e (3) financeiro, que está associado à possibilidade de perdas no mercado financeiro. Jorion (2003) e Fortuna (2007) apresentam desdobramentos e definições para cada tipo de risco.

## 4.2 Questão 2

Esta questão requer que o aluno analise criticamente os mecanismos de governança corporativa utilizados pela Sadia, no contexto da crise com derivativos financeiros, vivenciada em 2008.

Em dezembro de 2000, foram implantados pela Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBOVESPA, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, isto é, segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. As empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de seu desempenho. A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação (BM&FBOVESPA, 2013).

Em 2008, a Sadia fazia parte do Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, e mantinha títulos negociáveis no mercado de capitais norte- americano (ADRs). Dessa forma, estava sujeita aos regulamentos do mercado brasileiro, como também à lei Sarbanes-Oxley, que exigia a divulgação de suas demonstrações financeiras em conformidade com o rígido padrão contábil norte-americano. Apesar disso, a crise com derivativos trouxe à tona as fragilidades dos mecanismos de governança corporativa da companhia, que, conforme apresentado na seção 2 do caso, aproveitou-se de lacunas na legislação contábil brasileira para não explicitar aos seus acionistas a posição real ocupada no mercado de derivativos.

Nesse sentido, embora a Sadia buscasse demonstrar para o mercado que era uma empresa com um sistema de governança corporativa bem estruturado, após avaliação dos fatos que provocaram o grave prejuízo em 2008, verificou-se que havia falhas em seu processo de governança, seja com relação à transparência, com a ausência de divulgação de operações com risco elevado; como à negligência do conselho de administração em fiscalizar a atuação dos administradores. Em última instância, caso o conselho tivessem conhecimento pleno dos fatos ocorridos, houve falha na transparência deste com os acionistas da empresa.



### 4.3 Questões 3 e 4

Estas questões constituem a análise de desempenho pós-fusão. Para isso, os alunos deverão utilizar as informações da BRF, fornecidas nas tabelas 2, 3 e 4 do caso. Sugere-se que, além do cálculo dos índices, os alunos realizem análises mais amplas, confrontando resultados obtidos em cada categoria. Nos quadros 3 e 4, apresenta-se um resumo das equações de cálculo dos indicadores econômico financeiros e de análise de ações, respectivamente.

**Quadro 3 – Resumo dos Indicadores Econômico-Financeiros**

| Indicador     |  | Equação  | Descrição   |
|---------------|--|--|---|
| Liquidez      | Liquidez Corrente                            | $LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$   | Relação entre o ativo circulante e o passivo circulante.  |
|               | Liquidez Seca                                | $LS = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$   | Relação de ativos circulantes de maior liquidez com o total do passivo circulante.  |
|               | Liquidez Imediata                            | $LI = \frac{\text{Disponível (Caixa)}}{\text{Passivo Circulante}}$   | Reflete a porcentagem de dívidas de curto prazo que pode ser saldada imediatamente pela empresa.  |
|               | Liquidez Geral                               | $LG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a longo prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}$ | Retrata a saúde financeira de curto e de longo prazo da empresa.  |
| Atividade     | Prazo Médio de Estocagem                     | $PME = \frac{\text{Estoque Médio}}{\text{Custo do Produto Vendido}} \times 360$  | Indica o tempo médio necessário para a completa renovação (venda) dos estoques.   |
|               | Prazo Médio de Pagamento                     | $PMP = \frac{\text{Fornecedores (Média)}}{\text{Compras anuais a prazo} * } \times 360$  | Revela o tempo médio que a empresa tarda em pagar suas dívidas de fornecedores.   |
|               | Prazo Médio de Cobrança                      | $PMC = \frac{\text{Contas a receber (Média)}}{\text{Vendas anuais a prazo}} \times 360$  | Revela o tempo médio de que a empresa dispõe para receber suas vendas realizadas a prazo.   |
| Endividamento | Relação Capital de Terceiros/Capital Próprio | $\frac{CT}{CP} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$                      | Indica o nível de endividamento da empresa em relação ao seu financiamento por meio de recursos próprios.   |
|               | Relação Capital de Terceiros/Ativo Total     | $\frac{P}{AT} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}{\text{Ativo Total}}$                              | Mede a porcentagem de recursos totais da empresa (ativo total) que se encontra financiada por capital de terceiros.   |
|               | Imobilização de Recursos Permanentes         | $IRP = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Exigível a longo prazo} + \text{Patrimônio Líquido}}$                                  | Revela a porcentagem do passivo permanente que se encontra imobilizada em ativos permanentes.   |
| Rentabilidade | Retorno sobre o Ativo                        | $ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$  | Taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos.  |
|               | Retorno sobre o Investimento                 | $ROI = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimento}}$<br>Onde: Investimento = Passivo Oneroso + Patrimônio Líquido          | Alternativa ao ROA para avaliar o retorno produzido pelo total de recursos aplicados por acionistas e credores no negócio. Considera-se apenas os passivos onerosos, que são aqueles que produzem custos financeiros (juros). |
|               | Retorno sobre o Patrimônio Líquido           | $ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$   | Mensura o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários (acionistas).  |
|               | Margem Operacional                           | $MO = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas Líquidas}}$   | Mede a eficiência de uma empresa em produzir lucros por meio de suas vendas.  |
|               | Margem Líquida                               | $ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$   | Mede a eficiência de uma empresa em produzir lucros por meio de suas vendas.  |

Fonte: Elaboração própria com base em Assaf Neto & Lima (2012). \*Pelo fato dos relatórios não financeiros não disponibilizarem as compras anuais a prazo efetuadas, pode ser utilizado, no cálculo do prazo médio de pagamento, o custo do produto vendido. Esta prática é bastante adotada pelos analis (Assaf Neto & Lima, 2012).

**Quadro 4 – Resumo dos Indicadores de Análise de Ações**

| Indicador          | Equação  | Descrição  |
|--------------------|--|--|
| Lucro por Ação     | $LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações Emitidas}}$             | Ilustra o lucro auferido por cada ação emitida pela empresa.   |
| Índice Preço/Lucro | $P/L = \frac{\text{Preço de Mercado da Ação}}{\text{Lucro por Ação (LPA)}}$      | Teoricamente, indica o número de anos (exercícios) que um investidor tardaria em recuperar o capital aplicado na ação.                       |
| Dividend Yield     | $DY = \frac{\text{Dividendos anuais por ação}}{\text{Preço de Mercado da Ação}}$ | Relaciona os dividendos pagos aos preços das ações. É o rendimento gerado para o dono da ação pelo pagamento de dividendos.                  |
| Payout             | $\text{Payout} = \frac{\text{Dividendos anuais totais}}{\text{Lucro Líquido}}$   | Relaciona os dividendos pagos aos lucros da empresa. Indica quanto do lucro líquido estão sendo pagos aos acionistas na forma de dividendos. |

Fonte: Elaboração própria com base em Assaf Neto & Lima (2012).

#### 4.4 Questão 5

Esta questão objetiva exercitar a capacidade analítica do aluno, que deverá avaliar o processo de fusão entre as empresas Sadia e Perdigão, levando em consideração todos os aspectos abordados nas questões anteriores. Adicionalmente, espera-se também suscitar um debate durante a discussão no grande grupo, tendo em vista que cada aluno pode ter diferentes interpretações, dependendo do ponto de vista enfocado na análise.

#### Referências

- Acionistas da Sadia decidem processar ex-diretor financeiro. *Época Negócios*, 2009a. <http://epocanegocios.globo.com/revista/common/0,,emi67221-16355,00-acionistas+da+sadia+decidem+processar+exdiretor+financeiro.html>.
- Ações da Sadia e Aracruz desabam com aposta errada no câmbio. *O Estado de S. Paulo*, 2009a. <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,acoes-da-sadia-e-aracruz-desabam-com-aposta-errada-no-cambio,248741,0.htm>.
- Ações da Sadia sobem, com expectativa de fusão com a Perdigão. *Agência Leia*, 2009b. <http://www.suino.com.br/safrasnoticia.aspx?codigonot=withyyz2ez8=>.
- Após três tentativas frustradas, Sadia e Perdigão anunciam fusão. *Gazeta Mercantil*, 2009c. <http://indexet.gazetamercantil.com.br/arquivo/2009/05/20/378/Apos-tres-tentativas-frustradas,-Sadia-e-Perdigao-anunciam-fusao.html>.
- As possíveis consequências da fusão Sadia-Perdigão. *Portal do Agronegócio*, 2009. <http://www.portaldoagronegocio.com.br/conteudo.php?id=29810>.
- Barbieri, C. Sadia tem prejuízo de R\$ 777,4 mi no trimestre. *Folha de S.Paulo*, 30 out. 2008. *Caderno Dinheiro*, p.B10.

BNDESPAR tem interesse em comprar ações da Sadia/Perdigão. Agência Leia, 2009c. <http://www.suino.com.br/safrasnoticia.aspx?codigonot=iz5abtd9cgw=>.

Bolsa de valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Empresas Listadas – Demonstrações Financeiras Padronizadas. 2012. <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=16292&idioma=pt-br>.

\_\_\_\_\_. Segmentos de Listagem. 2013. [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_segmentos-de-listagem.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp).

Carlton, T. Risk and capital management in non-financial companies. Risk and Capital Management Conference Proceedings, Australian Prudential Regulation Authority, 1999.

Carmona, C.; Araújo, J. Fusões e Aquisições: Uma Análise Teórico-Prática à Luz dos Estudos de Caso da Sadia e da Ecodiesel. In: V Seminário de Ciências Contábeis, Anais... Recife, 2011.

Comissão de Valores Mobiliários. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. [www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc).

Costa, A.; Souza-Santos, E. Brasil Foods: a fusão entre Perdigão e Sadia. Economia & Tecnologia, 17, 2009.

Dalla Costa, A.; Petit, P.; Bittencourt, M. Innovations, technological economic development: An evolutionary view of the Brazilian poultry and its firms. In: III Research Workshop on Institutions and Organizations. Anais... São Paulo, 2008. <http://www.empresas.ufpr.br/publicacoes/artigos>.

Empresa exploradora brasileira começa a operar em Moscou. Brasil Foods, 2001. [http://www.brasilfoods.com/ri/siteri/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&tipo=32260&conta=28&id=98930](http://www.brasilfoods.com/ri/siteri/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=32260&conta=28&id=98930).

Ex-diretor diz que Sadia tem vocação financeira. Época Negócios, 2009b. <http://epocanegocios.globo.com/revista/common/0,,emi67468-16355,00-exdiretor+diz+que+sadia+tem+vocacao+financeira.html>.

Farhi, M.; Borghi, R. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. Estudos Avançados, 23, 2009.

Felizes para sempre? Revista Exame, São Paulo, 944, 2009.

Fusão entre Sadia e Perdigão pode ser realidade. Associação Cearense de Avicultura, 2009. <http://www.suino.com.br/MercadoNoticia.aspx?codigoNot=cGlgx5iwgKs=>.

Histórico de Cotações. Fundamentus, 2012. <http://www.fundamentus.com.br/cotacoes.php?papel=BRFS3>.

Hitt, M. ; Ireland, R.; Hoskisson, R. Administração Estratégica. São Paulo: Thomson Learning, 2002.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 2009. <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Valor Econômico (SP): Financeirização e pseudo-independência dos BCs. 2008. [http://desafios.ipea.gov.br/003/00301009.jsp?ttCD\\_CHAVE=5080](http://desafios.ipea.gov.br/003/00301009.jsp?ttCD_CHAVE=5080).

Jara, A.; Moreno, R.; Tovar, C. The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses. BIS Quarterly Review, June, 2009.

Marca da Sadia e cultura da Perdigão devem prevalecer. Folha de São Paulo, 2009a. <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1305200916.htm>. Novaes, A. Derivativos e governança corporativa: O caso Sadia – corrigindo o que não funcionou. Rio de Janeiro e São Paulo: 2009. [http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos\\_preliminares/101705%20Derivativos%20e%20Governan%C3%A7a%20Corporativa.pdf](http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/101705%20Derivativos%20e%20Governan%C3%A7a%20Corporativa.pdf).

Onde a Sadia perdeu o jogo: ou por que a Perdigão comprou a Sadia – e não o contrário. Revista Exame. São Paulo: 944, 2009a.

Perdigão. Perfil Corporativo e Histórico. 2009. <http://www.perdigao.com.br/ri/default.html>.

Perdigão e Sadia batem martelo sobre fusão. O Estado de S. Paulo, 2009d. <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,perdigao-e-sadia-batem-martelo-sobre-fusao,372607,0.htm>.

Perdigão e Sadia estão perto de fechar negócio. O Estado de S. Paulo, 2009c. <http://www.suino.com.br/mercadonoticia.aspx?codigonot=exleaeytuku=>.

Perdigão vira o jogo, fica maior e até poderia comprar a concorrente Sadia. Gazeta Mercantil, 2009a. <http://www.suino.com.br/mercadonoticia.aspx?codigonot=wqffcht1xmw=>.

Perera, L. et al. Building brazilian credit derivatives market. Working Paper, Mackenzie Presbyterian University, 2005. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1973661](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1973661).

Perera, L. ; Reis Neto, C.; Alves, R. Derivativos e crise financeira: os custos da especulação no Brasil. O caso da Aracruz e da Sadia. In: XVIII Congresso Brasileiro de Custos. Anais... Rio de Janeiro, 2011. [http://www.jperera.pro.br/documentos/2011-derivativosecrisefinanceira\\_oscustosdaespeculacaonobrasil-ocasodaaracruzesaadia10970.pdf](http://www.jperera.pro.br/documentos/2011-derivativosecrisefinanceira_oscustosdaespeculacaonobrasil-ocasodaaracruzesaadia10970.pdf).

Relação de poder é dificuldade entre Sadia e Perdigão. Valor Econômico, 2009a. <http://www.suino.com.br/mercadonoticia.aspx?codigonot=y+ju5fh+t54=>.

Relatório Anual e de Sustentabilidade - 2011 (Versão completa - 2012). Brasil Foods, 2012. [http://www.brasilfoods.com/ri/siteri/web/arquivos/BRF\\_RA\\_Completo\\_20120712\\_pt.pdf](http://www.brasilfoods.com/ri/siteri/web/arquivos/BRF_RA_Completo_20120712_pt.pdf).

Sadia. Anos 40. 2009c. [http://www.sadia.com.br/br/empresa/historico\\_40.asp](http://www.sadia.com.br/br/empresa/historico_40.asp).

Sadia. Sadia e Perdigão. 2009b. [http://ri.sadia.com.br/ptb/1682/Fato%20Relevante\\_19.05.09.pdf](http://ri.sadia.com.br/ptb/1682/Fato%20Relevante_19.05.09.pdf).

Sadia. Relatório Anual 2008. 2009d. [http://ri.sadia.com.br/ptb/1632/sadia\\_ra2008.pdf](http://ri.sadia.com.br/ptb/1632/sadia_ra2008.pdf).

Sadia. Relatório de Atividade 2008. 2009<sup>a</sup>. [http://www.sadia.com.br/sobre-a-sadia/sociedade-e-governo\\_relatorio-de-sustentabilidade.jsp](http://www.sadia.com.br/sobre-a-sadia/sociedade-e-governo_relatorio-de-sustentabilidade.jsp).

Sadia e Perdigão assumem negociação. Gazeta Mercantil, 2009b. <http://www.suino.com.br/mercadonoticia.aspx?codigonot=kj9md7v3bla=>.

Sadia quer concluir negociações até junho. O Estado de S. Paulo, 2009b. <http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,sadia-quer-concluir-negociacoes-ate-junho,347410,0.htm>.

Sadia/Perdigão terão 15 dias para apresentar fusão ao CADE. Agência Leia, 2009d. <http://www.suino.com.br/SafrasNoticia.aspx?codigoNot=EQSdBkveixQ=>.

Santos, J. et al. Relações de Agência e Resultados Financeiros – Estudo de Caso da Sadia. In: XIV Seminários em Administração – FEA/USP, Anais... São Paulo, 2011.

Sinergias de Sadia/Perdigão devem somar de R\$ bi a R\$ 4 bi. Valor Econômico, 2009b.  
<http://www.suino.com.br/SafrasNoticia.aspx?codigoNot=s1ykZi++fOs=>.

União com a Perdigão é a saída mais natural à Sadia. Agência Leia, 2009a.  
<http://www.suino.com.br/mercadonoticia.aspx?codigot=vsfnbfwi5s=>.

União Sadia-Perdigão criará Brasil Foods. Folha de São Paulo, 2009b.  
<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u566249.shtml>.

## **Bibliografia Recomendada**

### **1 Mercado Financeiro/Derivativos Financeiros:**

Barreto, R. G. Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: Um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia. Dissertação (Mestrado em Administração), Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2011.

Chew, L. Gerenciando os riscos de derivativos: o uso e o abuso da alavancagem. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009.

Climeni, L.; Kimura, H. Derivativos financeiros e seus riscos. São Paulo: Atlas, 2008.

Farhi, M. Derivativos Financeiros: hedge, especulação e arbitragem. Economia e Sociedade, 13, 1999.

Fortuna, E. Mercado Financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

Grinblatt, M.; Titman, S. Mercados Financeiros e Estratégias Corporativas. Porto Alegre: Bookman, 2005.

Hull, J. Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções. Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), 2005.

Jorion, P. Value at Risk. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), 2003.

Luquet, M. Guia valor econômico de investimentos em ações. São Paulo: Globo, 2005.

Mendonça, A. Planejamento de hedge: segurança para gestores e empresas. Resenha BM&F, 2007.

Saito, R.; Schiozer, R. Uso de derivativos em empresas não-financeiras listadas em bolsa no Brasil. R. Adm., 42, 2007.

### **2 Risco:**

Bacic, M. Silveira R.; Souza, Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes brasileiras. Revista del Instituto Internacional de Costos, 2010.

Bernstein, P. Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco. Rio de Janeiro: Elsevier, 1997.

Carlton, T. Risk and capital management in non-financial companies. Risk and Capital Management Conference Proceedings, Australian Prudential Regulation Authority, 1999.

Damodaran, A. Gestão estratégica do risco: uma referência para a tomada de riscos empresariais. São Paulo: Bookman, 2009.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Guia de orientação para gerenciamento de riscos corporativos. São Paulo: IBGC, 2007.

### **3 Estratégia/Governança Corporativa:**

Comissão de Valores Mobiliários. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. [www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc).

Davi, M. Fusões e Aquisições: Estudo e Análise em Diferentes Setores da Economia. Monografia (Bacharelado em Administração). Rio Grande do Sul: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2010.

Hitt, M.; Ireland, R.; Hoskisson, R. Administração Estratégica. São Paulo: Thomson Learning, 2002.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 2009. <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>.

Santos, J. et al. Relações de Agência e Resultados Financeiros: Estudo de Caso da Sadia. In: VIV Seminários em Administração FEA/USP, Anais... São Paulo, 2011.

### **4 Indicadores Econômico-Financeiros e de Análise de Ações:**

Assaf Neto, A.; Lima, F. Curso de Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2009.

Gitman, L. Princípios de Administração Financeira. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2010.

Iudícibus, S. Contabilidade Gerencial. São Paulo: Atlas, 1999.

Morante, A. Análise das demonstrações financeiras. São Paulo: Atlas, 2009.

Padoveze, C.; Benedicto, G. Análise das demonstrações financeiras. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

Ross, S. ; Westerfield, R.; Jordan, B. Princípios de Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2002.



**Rebeca Albuquerque Cordeiro**

Doutoranda em Administração pelo Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba. Possui Graduação e Mestrado em Administração pela Universidade Federal da Paraíba (2009 e 2011). Professora do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da Paraíba – IFPB. Tem experiência na área de Administração, com ênfase em Finanças, atuando principalmente em Finanças Corporativas e Mercado de Capitais.

CV Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1166927445257504>.