

Área Temática: Finanças

Título: BRASIL *FOODS*: OPORTUNIDADE OU NECESSIDADE?

AUTORES

KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO

Universidade Federal de Uberlândia

kribeiro@ufu.br

LUIZ GUSTAVO FERREIRA

Universidade Federal de Uberlândia

luizgustavoferreira@gmail.com

GUSTAVO URAMOTO MATSUMOTO

Universidade Federal de Uberlândia

gustavomatsumoto@hotmail.com

Resumo

As decisões financeiras das empresas são tomadas levando-se em consideração as influências de diversos fatores macro-econômicos, como políticas governamentais, concorrentes e outros. Em consequência da crise internacional deflagrada em setembro de 2008, a Sadia, empresa de brasileira de capital aberto do setor de alimentos, divulgou perdas significativas, por possuir contratos de derivativos exóticos. Em meio à crise internacional e das perdas com derivativos da Sadia, foi divulgado ao mercado a constituição da *Brasil Foods*, resultante da fusão dos dois maiores *players* do setor de alimentos: Sadia e Perdigão. Nesse contexto, como metodologia, este estudo é descritivo objetivando-se a análise dos demonstrativos financeiros da Sadia e sua posterior comparação com os da Perdigão, os quais indicam, em termos de resultados, que a fusão foi uma necessidade para a Sadia e uma oportunidade estratégica para a Perdigão. Todavia essa fusão deverá ser analisada com cuidado pelos órgãos reguladores, pois não estão evidentes quais serão seus possíveis impactos na cadeia de valor do agronegócio brasileiro, principalmente em função do tamanho da empresa resultante.

Abstract

Firms financial decisions takes into account the influences of various macro-economic factors such as government policies, competitors and others. In consequence of the international crisis triggered in September 2008, Sadia, a Brazilian listed company of food sector, announced significant losses, due to exotic derivative contracts. In the midst of international crisis and losses on derivatives of Sadia, the formation of *Brazil Foods* was announced to the market, the result from the merger of the two biggest players in the sector of food: Sadia and Perdigao. In this context, this study was developed as a descriptive methodology and it aims to analyze the financial statements of Sadia and its subsequent comparison with Perdigão, which indicate, in terms of results, that the merger was a necessity for Sadia and an strategic opportunity for Perdigão. But this merger should be examined carefully by the regulatory bodies because it is not clear what will be its possible impacts on the Brazilian agribusiness value chain, mainly by the size of the resulting company.

Palavras-chave: Fusão; Estratégia Financeira; *Brasil Foods*.

1. Introdução: Importância do Estudo e Metodologia Utilizada

O ano de 2008 começou com uma promessa de continuar um ciclo de crescimento para a economia mundial iniciado na década de 90, mas entrou para a história marcado por uma das mais sérias crises econômicas de todo capitalismo. Conforme Bresser-Pereira (2009) esta foi deflagrada no “coração do capitalismo mundial”, ao contrário das crises das décadas de 80 e 90 do século XX, cujas origens eram atribuíveis a desequilíbrios do balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento. Ainda de acordo com o autor, a causa direta da crise foi a concessão de créditos hipotecários para credores que não tinham capacidade de pagamento ou que não a teriam no futuro próximo.

A falta de pagamento destes títulos provocou um efeito cascata no sistema financeiro mundial ocasionando a quebra de grandes bancos mundiais como o norte-americano Lehman Brothers, quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos. Essa quebra desencadeou uma crise de confiança no sistema, impedindo a concessão de crédito e dificultando assim a vida das empresas mundiais. Além disso, no Brasil também houve a elevação e aumento da volatilidade da taxa de câmbio dólar-real, conforme Anexo 1.

No período pré-crise, a Sadia, empresa brasileira do setor de alimentos prontos e congelados, conforme relatórios da administração divulgados para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), traçou uma estratégia de *hedge* – termo técnico dado à política de proteção financeira – baseada em instrumentos financeiros denominados como derivativos “exóticos” – deliberação 550 da CVM – superiores à finalidade de proteção das atividades da companhia. Como os contratos de derivativos da Sadia eram indexados com a taxa de cambio futura, o aumento na cotação do dólar provocou uma perda divulgada de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões de reais no exercício fiscal de 2008.

Em maio de 2009 foi divulgada ao mercado a fusão entre as empresas Sadia e Perdigão sendo que a nova empresa ficou denominada como Brasil *Foods* (BRF). A BRF será uma das maiores empresas de alimentos do Brasil (vide Anexo 2) e, segundo relatórios da administração das empresas, seus produtos, separadamente, estarão presentes em mais de 100 países: a Sadia conta com mais de 60 mil funcionários, portfólio de mais de 700 itens e 125 mil clientes; a Perdigão conta com mais de 59 mil funcionários, portfólio de mais de 2.500 produtos e mais de 100 mil clientes.

Neste contexto, este trabalho foi desenvolvido baseado no seguinte problema de pesquisa: ***A constituição da Brasil Foods é uma oportunidade estratégica para Sadia e Perdigão ou representa uma necessidade para a Sadia em virtude das perdas com os derivativos tóxicos?***

Dessa maneira, a pesquisa objetiva analisar as informações públicas a respeito da Sadia, Perdigão e Brasil *Foods* para identificar as possíveis oportunidades estratégicas advindas da fusão, como também, analisar os impactos das perdas com derivativos exóticos na Sadia, verificando os relatórios contábeis do período 2006-2008. O período estudado se justifica, pois em 2006 a Sadia fez uma oferta *hostil* para aquisição do controle acionário da Perdigão e em 2009 as duas empresas iniciaram processo de fusão mas com predominância da Perdigão no controle da nova empresa.

Como metodologia, será realizada uma pesquisa descritiva, pois de acordo com a Selltiz *et al* (1975): “Os estudos descritivos são aqueles que apresentam precisamente as características de uma situação, um grupo ou um indivíduo específico.” Justifica-se a utilização deste instrumento, pelo fato do objetivo do estudo estar bem definido, os pesquisadores sabem o que pretendem com a pesquisa, como buscar as informações e como verificar a frequência com que as mesmas ocorrem.

2. Revisão Teórica

2.1. Estratégia

Para Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2000) estratégia pode ser um plano – uma direção, um guia ou curso de ação para o futuro; um padrão – consistência em comportamento de longo prazo; uma posição – localização de determinados produtos em determinados mercados; uma perspectiva – a maneira fundamental de uma organização fazer as coisas; ou um truque – uma manobra específica para enganar um oponente ou concorrente. Os autores consideram ainda que apesar de não existir uma definição única ou simples para estratégia, seu papel principal é resolver as grandes questões da organização para que as pessoas possam cuidar dos pequenos detalhes.

A não existência de uma definição única para estratégia implica em críticas a algumas teorias padrões do ensino de estratégia. Ao longo dos anos, a estratégia foi definida em dez diferentes escolas de pensamento, baseadas no conhecimento acumulado pelos autores e em ampla pesquisa bibliográfica e as críticas estão concentradas em relação aos modelos utilizados atualmente como sendo estratégicos (MINTZBERG, AHLSTRAND e LAMPEL, 2000). Os autores defendem que estes modelos são simplesmente ferramentas para ajudar na implementação de algo que é maior e mais simples do que complicados métodos, modelos ou fórmulas matemáticas de implementação. Não é questionada a utilidade de ferramentas no dia a dia das empresas e, apesar de não explícito, podem ser úteis como direcionamento e também para auxiliar a quantificar questões. Dentre as ferramentas pode-se citar as matrizes BCG e SWOT e o modelo de Porter de análise competitiva.

Este artigo foi desenvolvido seguindo a Escola de Posicionamento (MINZTZBERG, AHLSTRAND e LAMPEL, 2000), baseada no modelo porteriano, segundo a qual existem cinco forças no ambiente de uma organização que influenciam a concorrência: Ameaça de novos entrantes; Poder de barganha dos fornecedores; Poder de barganha dos clientes; Ameaça de produtos substitutos e Intensidade da rivalidade entre empresas concorrentes (PORTER, 1986). Apesar das limitações apontadas por Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2000), a utilização deste modelo se justifica pela fácil implementação e por permitir identificar pontos chave da organização. É importante ressaltar que esse modelo é apenas uma ferramenta que pode compor o processo de formulação de estratégias.

2.2. Decisões financeiras

Conforme Fischer, Favato e Ribeiro (2007), as decisões financeiras de uma empresa podem ser resumidas em duas: decisões de financiamento – captação de recursos – que são lastreadas pelas contas do Passivo, e de investimento – aplicação de recursos – que são lastreadas pelas contas do Ativo. Sendo assim é uma exigência natural da empresa que as taxas de retorno das aplicações sejam maiores que as taxas de retorno das captações, para ser possível a geração de valor para a empresa.

Assaf Neto (2003) mostra que as decisões financeiras das empresas devem ser baseadas verificando seus efeitos nas contas circulantes – contas do Ativo Circulante (AC) e Passivo Circulante (PC), pois são estas que proporcionam à empresa o capital necessário para a manutenção da perenidade do negócio – a empresa deve ser capaz de se auto-financiar e proporcionar aumento na riqueza dos acionistas.

Rocha (2007) vai além e diz que as decisões de investimento envolvem riscos e que estes são inerentes à natureza do negócio e às características do mercado em que as empresas atuam. Como exemplos desses riscos, o autor cita a sazonalidade do mercado, tecnologia, concorrência, estrutura de custos, qualidade dos produtos, variações nas taxas de juros, etc.

Para mitigar os riscos inerentes ao negócio, Assaf Neto (2008, p. 251), cita os derivativos – “instrumentos financeiros que se originam (dependem) do valor de um outro ativo, tido como referência. Um contrato derivativo não apresenta valor próprio, derivando-se do valor de um bem básico (commodities, ações, taxas de juros etc.)”. Para o autor, o uso de derivativos oferece as seguintes vantagens: (i) maior atração ao capital de risco, permitindo uma garantia de preços futuros para os ativos; (ii) criar defesas contra variações adversas nos preços; (iii) estimular a liquidez do mercado físico; (iv) melhor gerenciamento do risco e, por conseguinte, redução dos preços dos bens e (v) realizar negócios de maior porte com um volume relativamente pequeno de capital e nível conhecido de risco.

A Sadia, conforme relatórios da administração de dezembro de 2008, utilizou de derivativos financeiros como estratégia de *hedge* para garantir a mitigação de seus riscos, pois sua operação é dependente de moeda estrangeira, portanto sensível às variações de câmbio – em 2008 a Sadia foi a 6ª maior exportadora brasileira; 45% de sua receita de 2008 veio de exportações ou vendas diretas no exterior e suas matérias primas são basicamente *commodities* agrícolas, portanto sujeitas aos preços do mercado internacional.

Ainda de acordo com os relatórios da administração divulgados em dezembro de 2008, a principal característica dos derivativos utilizados pela Sadia era a sua indexação ao dólar. A tabela abaixo resume, de maneira simplista, as operações com derivativos exóticos – denominação dada pela deliberação 550 da CVM – da Sadia, conforme divulgado na Tabela 1 a seguir:

	Valor em U\$	Taxa Câmbio Contratada	Taxa Câmbio Vencimento	Resultado
(A) Target forward	\$1.000,00	R\$ 2,00	R\$ 2,30	-\$600,00
(B) Target forward	\$1.000,00	R\$ 2,00	R\$ 1,70	\$300,00

Tabela 1: Modelo explicativo sobre o funcionamento dos derivativos exóticos contratados pela Sadia
Fonte: Os autores baseado na Deliberação 550 da CVM e nas notas explicativas, Sadia 2008.

Como pressuposto, sabe-se que as operações da Sadia com os instrumentos derivativos não envolviam desembolso inicial de caixa (notas explicativas de 2008). A ideia por trás desses contratos está evidenciada acima. Supondo uma operação de venda de U\$ 1.000,00 a uma taxa de câmbio, no dia da operação, de R\$ 2,00.

Na situação (A), no dia do vencimento do contrato, como a taxa de câmbio estava em R\$ 2,30, a Sadia deveria pagar o montante contratado (U\$ 1.000,00) mais duas vezes a diferença entre a taxa do dólar no dia do contrato e a taxa do dólar no vencimento, multiplicado pelo valor da operação.

Na situação (B), no dia do vencimento do contrato, como a taxa de câmbio estava em R\$ 1,80, a Sadia receberia do banco emissor, o valor da diferença entre a taxa do dólar no dia do contrato e a taxa do dólar no vencimento, multiplicado pelo valor da operação. Pelos relatórios da administração, poderia existir ainda uma cláusula no contrato limitando o ganho da Sadia se a média da diferença, em período determinado, entre as taxas de contratação e de vencimento fosse de R\$ 0,50.

Pela análise do relatório da administração da empresa conclui-se:

- as possíveis perdas da Sadia eram ilimitadas e em dobro; e
- os possíveis ganhos eram limitados.

2.3. Previsão de falências

A análise dos indicadores contábeis das empresas pode levar a conclusões se a estratégia financeira utilizada pela empresa auxilia a aumentar a riqueza dos acionistas ou se leva a empresa a uma possível falência. Contudo deve ser levado em consideração que a

análise de uma única empresa não deve ser utilizada como conclusão de fatalidade. É necessário (i) uma base de referência e esta pode ser a comparação com outras empresas do mesmo setor e de porte semelhante; (ii) os indicadores sozinhos raramente fornecem respostas, mas dão um direcionamento para solucionar o problema; (iii) é melhor utilizar de reflexão e bom senso do que aplicar cegamente as fórmulas e (iv) é importante ser seletivo nas escolhas dos indicadores, pois vários podem tornar a análise confusa ou simplesmente repetir a informação (BREALEY e MYERS, 1992, p. 699).

A escolha dos melhores indicadores para verificação da saúde financeira da empresa foi objeto de estudos de Matias (1978) e Sanvicente e Minardi (1998), que propuseram modelos matemáticos baseados nestes indicadores para a previsão de falências. Silva (2006) mostra que a utilização desses modelos deve ser cercada por cuidados, pois a análise de empresas deve levar em consideração dados quantitativos e qualitativos e que seu objetivo básico é mostrar aos gestores dados sobre a saúde financeira da empresa.

Ainda em Silva (2006) são citados alguns estudos sobre a utilização de modelos quantitativos para a previsão de falências: (i) modelos norte-americanos: Fitz Patrick (1932), Winakor e Smith (1932), Merwin (1945), Tamari (1964), Beaver (1966), Altman (1968), Backer e Gosman (1978); (ii) modelo argentino: Topa (1979) e (iii) modelos brasileiros: Kanitz (1974); Elizabetsky (1976); Altman (1979); Matias (1978) e Pereira (1982).

Silva (2006) ainda enfatiza que a análise por modelos matemáticos deve ser cercada por cuidados e que fatores como a época do estudo, a padronização dos demonstrativos contábeis, a taxa de acerto do modelo, dentre outros tem peso e devem ser levados em consideração na aplicação dos modelos. Dessa maneira, a escolha dos modelos de Matias (1978) e Sanvicente e Minardi (1998), se justificam pois ao analisar dois modelos de épocas diferentes e padronizações contábeis semelhantes pode-se, teoricamente, reduzir a possibilidade de distorção na resposta.

Modelo de Matias (1978):

$$Z = 23,792.X_1 - 8,26.X_2 - 9,868.X_3 - 0,764.X_4 - 0,535.X_5 + 9,912.X_6$$

Onde:

X_1 = Patrimônio Líquido / Ativo Total

X_2 = (Financiamentos + Empréstimos Bancários) / Ativo Circulante

X_3 = Fornecedores / Ativo Total

X_4 = Ativo Circulante / Passivo Circulante

X_5 = Lucro Operacional / Lucro Bruto

X_6 = Disponibilidades / Ativo Total

Modelo de Sanvicente e Minardi (1998):

$$Z = -0,042 + 2,909.X_1 - 0,875.X_2 + 3,636.X_3 + 0,172.X_4 + 0,029.X_5$$

Onde:

X_1 = (Ativo Circulante – Passivo Total) / Ativo Total

X_2 = (Patrimônio Líquido – Capital Social) / Ativo Total

X_3 = (Lucro Operacional – Despesas Financeiras + Receitas Financeiras) / Ativo Total

X_4 = Valor Contábil do Patrimônio Líquido / Valor Contábil do Exigível Total

X_5 = Lucro Operacional Antes de Juros e Imposto de Renda / Despesas Financeiras

3. Avaliação das empresas

3.1. Análise da Sadia S.A.

De acordo com os relatórios contábeis divulgados para o mercado, via site da CVM, a Sadia apresentou os resultados, referentes aos últimos 3 exercícios fiscais, demonstrados na tabela abaixo:

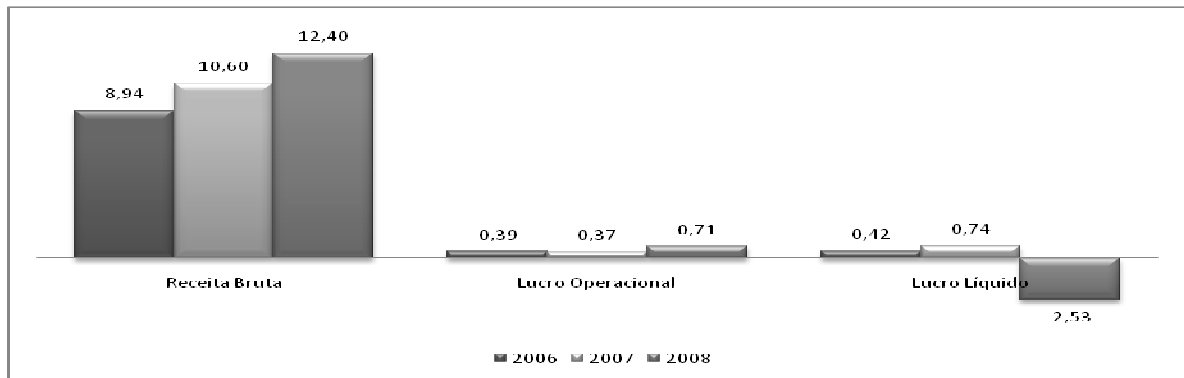


Gráfico 1: Análise dos principais resultados financeiros da Sadia S.A

Fonte: Elaborado pelos Autores a partir dos relatórios contábeis da Sadia S.A. Dados em bilhões de R\$ Indexado pelo IPCA.

Observa-se um crescimento de 19% e 17%, no faturamento de 2006 para 2007 e de 2007 para 2008, respectivamente, e o lucro operacional apresenta uma queda de 4% de 2006 para 2007, mas de 2007 para 2008 um expressivo crescimento de 91%. Finalmente, os números do lucro líquido, indicam que a empresa apresentou um crescimento de 75% de 2006 para 2007, mas uma queda de 441% no comparativo 2007 x 2008. Algo a ser observado é que o lucro líquido da Sadia, nos anos de 2006 e 2007, foi numericamente maior que seu lucro operacional, indicando que esta tinha uma estratégia de gerar lucro com atividades não operacionais.

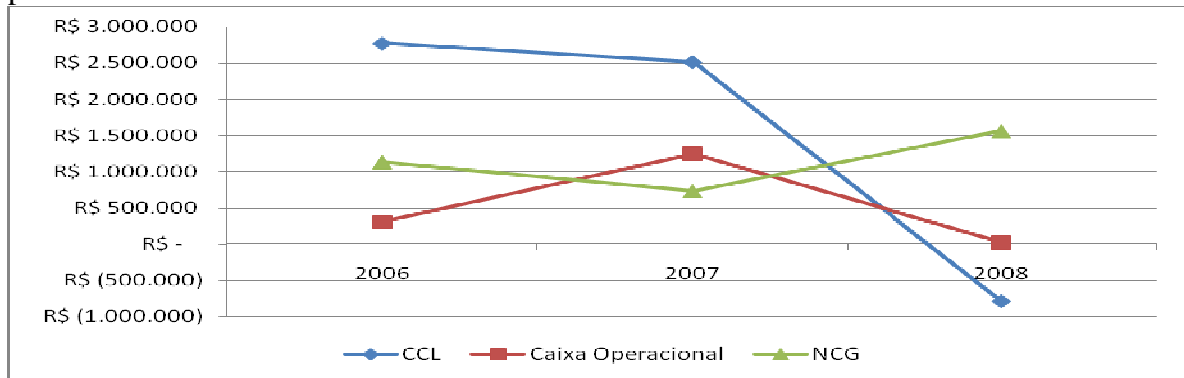


Gráfico 2: Comparativo Capital Circulante Líquido x Geração de Caixa operacional x Necessidade de Capital de Giro da Sadia

Fonte: Elaborado pelos Autores a partir dos relatórios contábeis da Sadia S.A. Dados em mil R\$ Indexado pelo IPCA.

O gráfico 2 traça a evolução histórica dos indicadores de Capital Circulante Líquido, Caixa Operacional e Necessidade de Capital de Giro - NCG. Sua análise indica que a Sadia estava tendo problemas para financiar sua operação. De 2007 para 2008, o CCL apresentou declínio, a NCG subiu e a geração operacional de caixa diminuiu drasticamente. O contexto macro-econômico, principalmente do último trimestre de 2008, alinhado com a especulação financeira com títulos derivativos é a parte principal para explicar a situação financeira da empresa neste ano.

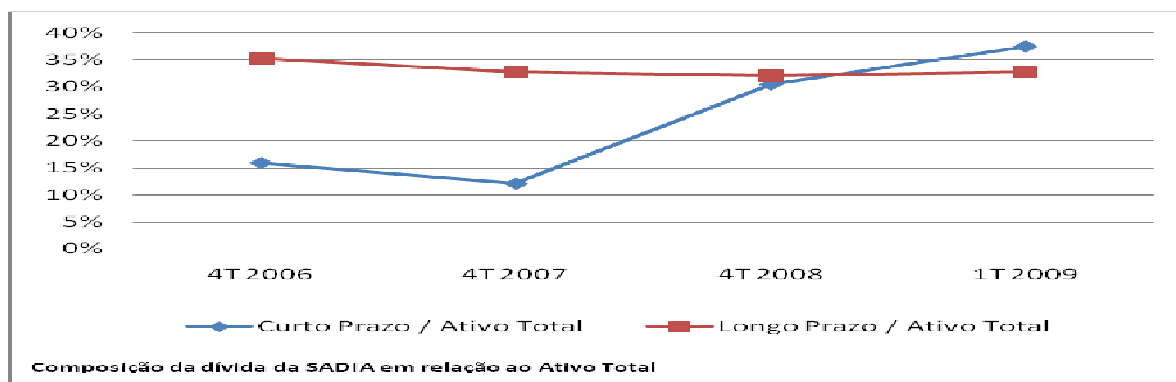


Gráfico 3: Comparativo entre as dívidas de longo e curto prazo Sadia S.A.
 Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos relatórios contábeis da Sadia SA.
 Dados percentuais em relação ao Ativo Total – Indexado pelo IPCA.

A comparação entre os gráficos mostra que a Sadia, mesmo apresentando aumento em seu faturamento bruto nos últimos 3 anos, teve um aumento expressivo de sua dívida de curto prazo, chegando a quase 40% de seu ativo total e não estava conseguindo gerar caixa, ou seja, sua situação financeira estava caminhando para a insolvência, indicando que a estratégia de *hedge* utilizada pela Sadia não era saudável.

Índices	4T 2006	4T 2007	3T 2008	4T 2008	1T 2009
<i>Estrutura de Capital</i>					
Participação de Capitais de Terceiros CT/PL	2,08	1,78	4,01	28,38	49,00
Composição do endividamento PC/CT	0,43	0,43	0,56	0,64	0,63
Imobilização do Patrimônio Líquido AP/PL	0,97	1,05	1,77	9,64	19,73
Imobilização de recursos não correntes AP/(PL+ELP)	0,44	0,52	0,64	0,86	1,03
<i>Liquidez</i>					
Liquidez Geral (AC+RLP)/CT	1,01	0,97	0,81	0,70	0,62
Liquidez Corrente (circulante) AC/PC	2,12	2,05	1,27	0,91	0,76
Liquidez Seca (AC-EST)/PC	1,63	1,52	0,90	0,69	0,51
<i>Rentabilidade</i>					
Giro do Ativo V / AT	0,91	1,05	0,63	0,79	0,22
Margem líquida LL / V	0,05	0,08	(0,06)	(0,23)	(0,10)
Rentabilidade do Ativo LL / AT	0,05	0,08	(0,04)	(0,18)	(0,02)
Rentabilidade do Patrimônio Líquido LL / PL	0,15	0,23	(0,18)	(5,35)	(1,05)

Tabela 2 – Principais indicadores contábeis da Sadia S.A.

Fonte: Elaborado pelos autores com a utilização dos demonstrativos contábeis disponíveis ao mercado.

Dados indexados pelo IPCA

Legenda: CT = Capitais de Terceiros; PL = Patrimônio Líquido; AP = Ativo Permanente; PC = Passivo Circulante; ELP = Passivo Exigível Longo Prazo; AC = Ativo Circulante; RLP = Ativo Realizável Longo Prazo; EST = Estoques; V = Vendas Líquidas; AT = Ativo Total; LL = Lucro Líquido.

A análise dos indicadores contábeis de liquidez, estrutura de capital e rentabilidade da empresa pode ajudar na conclusão, mas conforme Brealey e Myers (1992) o ideal é analisar os indicadores de determinada empresa com indicadores de empresas semelhantes, levar em consideração as condições macro-econômicas e ter bom senso com a utilização das conclusões. Dessa maneira, a tabela 2 acima traz alguns indicadores contábeis, com a análise desde o 4º trimestre de 2006. Apesar dos possíveis efeitos da sazonalidade nos resultados, foram colocados na tabela os dados referentes ao 3º trimestre de 2008 – início da crise financeira internacional e do 1º trimestre de 2009. Em 2009 a Sadia já estava implementando seu plano de recuperação financeira, indicando uma mudança estratégica, conforme notas da administração divulgadas.

A análise dos indicadores da Sadia mostra que no 4º trimestre de 2008 a empresa apresentou deterioração em quase todos os indicadores analisados, como na participação de capitais de terceiros sobre o capital próprio da empresa, alcançando o patamar de 28%. Esta mesma análise indica que a empresa não tinha problemas aparentes nos anos anteriores, sendo que o impacto de suas operações com derivativos foi no ano de 2008, mais especificamente nos 3º e 4º trimestres.

De maneira geral, as conclusões oriundas da análise dos indicadores da Sadia são:

- seus indicadores de liquidez (Geral, Corrente e Seca) diminuíram no período, indicando que a empresa poderia encontrar dificuldades para cumprir com suas obrigações de financiamento;
- o giro do ativo mede o volume de vendas em relação ao ativo total, ou em outras palavras, a eficiência das vendas em relação ao investimento total. A análise do indicador mostra que possivelmente a Sadia estaria em situação ruim no 1T de 2009, pois um giro de 0,22 vezes significa que apenas 22% de seu investimento estava sendo coberto por suas vendas;
- a margem líquida, indicador que mede a eficiência no controle das despesas. A Sadia, no final de 2008 apresentou uma margem líquida negativa, mostrando que a empresa não estava conseguindo cobrir suas despesas totais; e
- a análise da rentabilidade do patrimônio líquido indica que a empresa não estava conseguindo rentabilizar o capital próprio investido e provavelmente estava destruindo riqueza.

Continuando a procura por uma possível insolvência da Sadia, foi realizada análise pelas fórmulas de solvência de Matias (1978) – que indicou uma possível falência a partir do 4T de 2008 e com a fórmula de Sanvicente e Minardi (1998) – que indicou a possível falência após o 3T de 2008, conforme tabela 3 indicada abaixo:

	Modelo de Matias (Insolvente se < 0)	Modelo de Sanvicente (Insolvente se < 0)
3T 2008	1,64	(1,46)
4T 2008	(1,85)	(2,10)
1T 2009	(5,14)	(1,58)

Tabela 3 – Resultados das fórmulas de insolvência conforme modelos propostos

Fonte: Elaborado pelos autores conforme relatórios contábeis divulgados ao mercado
Dados indexados pelo IPCA.

Os períodos apresentados como insolventes pelos modelos coincide com o reconhecimento das perdas com as operações com os derivativos, conforme relatórios contábeis divulgados ao mercado. A corroboração da insolvência da empresa somente seria possível caso nada tivesse sido efetuado, pois conforme os estudos dos autores, a validade estatística de previsão dos modelos é de um ano antes da provável falência. Sendo assim, conforme tabela acima, seria de se esperar o agravamento da situação financeira da empresa a partir do quarto trimestre de 2009. A análise conjunta dos indicadores contábeis e das fórmulas de solvência indica que a estratégia utilizada anteriormente pela Sadia poderia levá-la para insolvência caso nada fosse feito pela administração da empresa.

3.2. Análise comparativa Sadia x Perdigão S.A

Conforme dito anteriormente, a análise de indicadores contábeis de uma única empresa é restrita e não deve ser utilizada para a tomada de decisões, sendo que o ideal é

comparar os resultados com as empresas do setor. No caso específico deste artigo, os resultados da Sadia serão comparados com os resultados da Perdigão, levando-se em conta dois aspectos principais:

- a empresa resultante da fusão, segundo dados das principais mídias de negócios do país será uma das maiores empresas alimentícias das Américas;
- a operação de fusão, segundo as informações dessa mesma mídia, foi desencadeada em virtude da possível insolvência da Sadia, fato que é objeto de estudo do presente artigo.

No comparativo da Receita Bruta, observa-se um crescimento no faturamento da Perdigão maior que o crescimento da Sadia, apontando que a primeira está com uma melhor estratégia gerencial. Enquanto a Perdigão apresentou um crescimento de 95% no período 2006 x 2008 em sua Receita Bruta, a Sadia apresentou um crescimento percentual menor, alcançando 39% de evolução. Em dados nominais, a Perdigão sai de um faturamento de R\$ 6,8 bilhões/ano para R\$ 13,3 bilhões/ano enquanto a Sadia sai de um faturamento de R\$ 8,9 bilhões/ano para R\$ 12,4 bilhões/ano. Apesar das estratégias internas de cada empresa não serem divulgadas ao mercado, aparentemente a Perdigão apresentou resultados mais consistentes no negócio, chegando inclusive a ultrapassar a Sadia em vendas no ano de 2008.

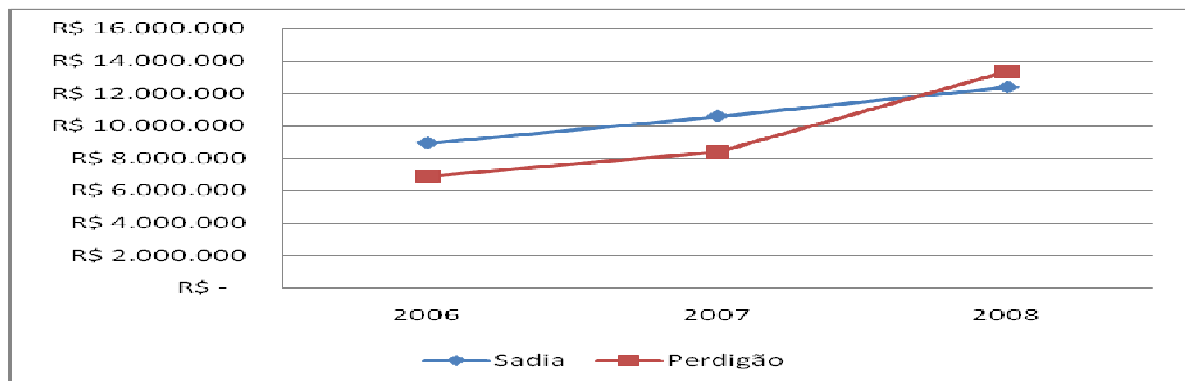


Gráfico 4: Comparativo evolução Receita Bruta Sadia e Perdigão

Fonte: Elaborado pelos autores com dados dos relatórios contábeis das empresas
Dados em R\$ mil – Indexados pelo IPCA.

Os efeitos dessa estratégia na variação do lucro líquido de cada empresa podem ser verificados no gráfico 5 abaixo. No período 2006-2007, o lucro de ambas as empresas apresentou um comportamento linear semelhante, porém no exercício fiscal de 2008 houve um descolamento, principalmente em função dos efeitos das operações com os derivativos de crédito na Sadia.

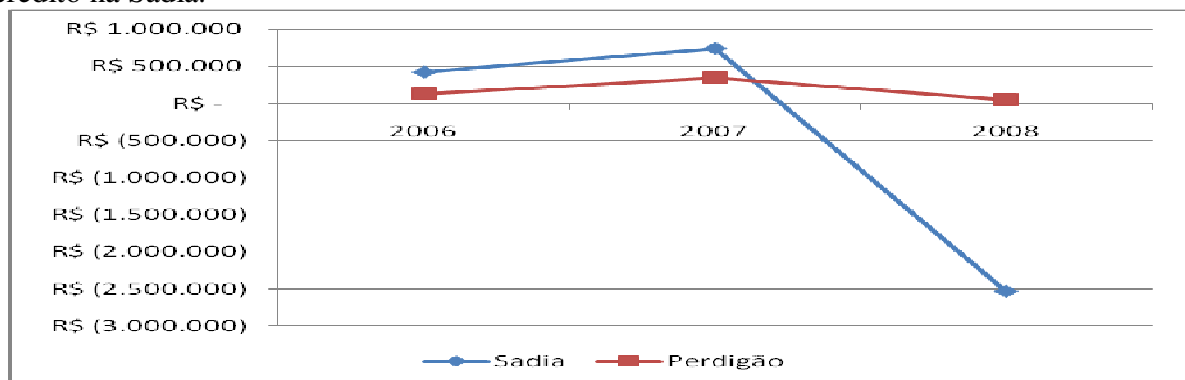


Gráfico 5: Comparativo evolução variação Lucro Líquido Sadia e Perdigão.

Fonte: Elaborado pelos autores com dados dos relatórios contábeis das empresas.
Dados em R\$ mil – Indexados pelo IPCA.

A análise do lucro líquido indica que a crise de 2008 afetou o resultado de ambas as empresas. Todavia, para a Sadia, devido principalmente às negociações com os derivativos, o impacto no seu lucro líquido foi significativamente mais relevante. A queda do lucro líquido, no exercício 2007 x 2008, foi de 455% para a Sadia, contabilizando um prejuízo de R\$ 2,5 bilhões em 2008 e na Perdigão a queda foi de 28%, mas com um lucro de R\$ 55 milhões no mesmo ano.

Comparando-se os principais indicadores contábeis relacionados com a estrutura de capital das duas empresas, observa-se que os dados referentes à Perdigão estão alinhados e consistentes historicamente, lembrando que essa consistência não indica que a Perdigão está alinhada com a média do mercado, mas apenas sua estratégia de operação é mais constante que a da concorrente (Tabela 03 abaixo):

	Participação de Capitais de Terceiros		Composição do endividamento		Imobilização do Patrimônio Líquido	
	SADIA	PERDIGÃO	SADIA	PERDIGÃO	SADIA	PERDIGÃO
4T 2006	2,08	1,25	0,43	0,47	0,97	0,81
4T 2007	1,78	1,03	0,43	0,59	1,05	0,78
3T 2008	4,01	1,39	0,56	0,46	1,77	1,11
4T 2008	28,38	1,73	0,64	0,43	9,64	1,13
1T 2009	49,00	1,81	0,63	0,45	19,73	1,19

Tabela 4: Comparativo indicadores de estrutura de capital Sadia x Perdigão

Fonte: Elaborado pelos autores. Dados indexados pelo IPCA.

Em relação aos índices de liquidez, os resultados encontrados coadunam com as conclusões mostradas anteriormente. É interessante observar o comportamento dos indicadores de liquidez da Perdigão: conforme os dados na Tabela 05 abaixo, esta foi afetada pela crise financeira de 2008, porém o impacto desta em seu resultado foi numericamente inferior aos impactos no resultado da Sadia.

	Liquidez Geral		Liquidez Corrente		Liquidez Seca	
	SADIA	PERDIGÃO	SADIA	PERDIGÃO	SADIA	PERDIGÃO
4T 2006	1,01	1,15	2,12	2,27	1,63	1,68
4T 2007	0,97	1,21	2,05	1,94	1,52	1,50
3T 2008	0,81	0,92	1,27	1,84	0,90	1,22
4T 2008	0,70	0,93	0,91	1,94	0,69	1,39
1T 2009	0,62	0,90	0,76	1,81	0,51	1,30

Tabela 5: Comparativo indicadores de liquidez Sadia x Perdigão.

Fonte: Elaborado pelos autores. Dados indexados pelo IPCA.

A análise conjunta das duas empresas mostra que a estratégia de ambas estava diferente em relação à manutenção e gestão de sua estrutura operacional. Os resultados sugerem que a Perdigão estava mais consistente e que a estratégia colocada em prática pela Sadia no período pré-crise poderia resultar em uma possível concordata.

3.3. Análise da Fusão: as 5 forças de Porter

Porter (1986) considera que a análise de suas 5 forças deve ser feita levando-se em consideração aspectos externos e internos da organização. A análise efetuada nesse artigo baseia-se exclusivamente em informações públicas disponíveis na CVM. Com os dados disponíveis nos relatórios da administração das empresas, montou-se o gráfico com a participação de mercado da Brasil Foods em alguns segmentos importantes de alimentos:

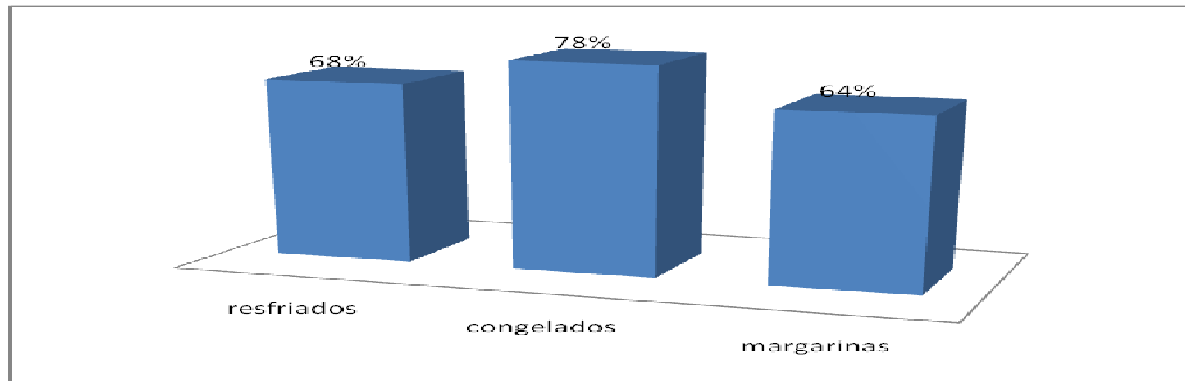


Gráfico 6: Possível participação de mercado da Brasil Foods em importantes segmentos de alimentos
Fonte: Elaborado pelos autores com os dados divulgados nos respectivos relatórios de administração

A seguir está apresentada a Tabela 6 com as análises referentes às 5 forças de Porter, de modo a mostrar as possíveis conseqüências da fusão:

Sadia - Perdigão (Brasil Foods)		Positivo	Negativo
Ameaça de novos entrantes			
<i>Economias de escala</i>	Possibilidade de ganhos de escala na consumação da fusão, pois seus portfólios de produtos, fornecedores e clientes tem perfis semelhantes.	X	
<i>Identidade da marca</i>	Conforme consultoria especializada em valor de marcas – <i>BrandFinance</i> – em 2007 a Sadia era a 18ª marca mais valiosa do Brasil e a Perdigão a 33ª. Em 2008 as posições devem ser diferentes, mas não foi possível localizar o relatório referente ao citado ano.	X	
<i>Acesso à distribuição</i>	Ambas as empresas tem acesso a amplo canal de distribuição conforme relatórios da administração.	X	
<i>Diferenciação em custos</i>	Em fusões do mesmo porte são esperadas reduções de custos devido às sinergias existentes na produção, principalmente porque as empresas apresentam linhas de produção semelhantes.	X	
Poder de barganha dos fornecedores			
<i>Diferenciação de insumos</i>	As empresas são dependentes de insumos agrícolas, portanto sujeitas a sazonalidade e apresentam pouca diferenciação.		X
<i>Presença de insumos substitutos</i>	São muitos os fornecedores das empresas. Apesar de serem basicamente os mesmos, a diferenciação de fornecedores pode ser um fator de peso na fusão.	X	
<i>Concentração de fornecedores</i>	A Sadia apresentou 10 mil fornecedores em 2008. A Perdigão não divulgou esse dado em seu relatório da administração, mas como é uma empresa de porte semelhante, é de se esperar que a quantidade de fornecedores seja parecida. Ou seja, não existe ou é baixa a concentração de fornecedores.	X	
<i>Importância do volume para o fornecedor</i>	São pequenos fornecedores para ambas as empresas. Em vários casos as empresas são os únicos compradores. Dessa maneira a empresa pode estar protegida em relação ao volume de compras para cada fornecedor.	X	
Poder de barganha dos clientes			
<i>Concentração de compradores</i>	As empresas são fornecedoras dos maiores varejistas do país. Praticamente todos grandes supermercados são seus clientes, o que provavelmente indica pouca concentração de compra em um único ou poucos compradores.	X	
<i>Volume dos compradores</i>	Não foi divulgado nos relatórios de administração das empresas qual o volume de compra dos compradores.		X

<i>Produtos substitutos</i>	Não foi feita uma análise sobre a possibilidade de entrada de produtos substitutos, mas as empresas são basicamente produtoras de alimentos acabados, e teoricamente não se esperam muitas novidades no setor. Uma prova disso é que os portfólios de ambas as empresas são semelhantes.	X	
<i>Identidade da marca</i>	Conforme consultoria especializada em valor de marcas – <i>BrandFinance</i> – em 2007 a Sadia era a 18ª marca mais valiosa do Brasil e a Perdigão a 33ª. Em 2008 as posições devem ser diferentes, mas não foi possível localizar o relatório referente ao citado ano.	X	
Produtos substitutos			
<i>Custo relativo dos substitutos</i>	Não foi possível fazer uma análise desse item. Mas provavelmente, com a concentração de mercado, com a força das marcas no Brasil e com os possíveis ganhos de escala com a fusão, a substituição de produtos pelos compradores tende a ser mais difícil. (Vide anexo 2)	X	
Intensidade entre empresas concorrentes			
<i>Crescimento da indústria</i>	Esse item foi prejudicado, pois não estavam disponíveis dados atualizados sobre as empresas concorrentes do agronegócios no Brasil.		X
<i>Identidade da marca</i>	Conforme consultoria especializada em valor de marcas – <i>BrandFinance</i> – em 2007 a Sadia era a 18ª marca mais valiosa do Brasil e a Perdigão a 33ª. Em 2008 as posições devem ser diferentes, mas não foi possível localizar o relatório referente ao citado ano.	X	
<i>Diversidade de concorrentes</i>	Apesar dos dados não estarem disponíveis, pelo gráfico 6 e as possíveis concentrações de mercado, pode-se inferir que a <i>Brasil Foods</i> não encontrará no início de suas operações muitos concorrentes de mesmo porte, pelo menos no mercado brasileiro.	X	

Tabela 6: Análise da fusão Sadia – Perdigão pelas 5 forças de Porter (1986).

Fonte: Elaborado pelos autores com a utilização dos relatórios de administração de ambas as empresas, Sadia e Perdigão.

Porter (1986) considera mais itens do que os analisados acima para definir os passos necessários para análise das 5 forças de análise como barreiras de entrada a novos competidores. A decisão de analisar as forças acima se deu no sentido de sua análise poder ser feita com os dados disponíveis. É uma limitação da pesquisa o fato dos autores não terem acesso aos demais dados das companhias envolvidas, o que proporcionaria uma visão mais ampla sobre os possíveis efeitos da fusão. A conclusão que esta análise dá é de que a fusão beneficiará a empresa resultante e seus impactos podem ser diferenciados para os diferentes *stakeholders* da companhia. As colunas Positivo e Negativo da tabela 6 acima indicam se a empresa terá possíveis ganhos com a fusão (Positivo) ou possíveis perdas (Negativo).

Alguns itens como em relação ao poder de barganha dos fornecedores e dos clientes tendem a demonstrar que o poder da companhia resultante poderá “sufocar” alguns integrantes de sua cadeia de valor. Órgãos de defesa da concorrência como o CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica tem como papel definido a análise mais apurada dos impactos de fusões desse porte em relação aos aspectos de concorrência em geral.

4. Considerações Finais

A análise dos principais indicadores contábeis das empresas provoca duas considerações. A primeira é que a fusão representou papéis diferentes para cada empresa. Para a Sadia a fusão pode ser apontada como uma saída para conseguir sua reestruturação financeira e acesso à capital de giro para suas operações. Para a Perdigão, a fusão pode ser analisada sobre a ótica de oportunidade de crescimento, redução de custos e ganhos de escala decorrentes da sinergia de operações. A segunda consideração é que as empresas devem ir atrás de sua função primordial que é aumentar a riqueza do acionista, porém de maneira

sustentável sem correr riscos excessivos com estratégias centradas em instrumentos de crédito “exóticos”.

As análises financeiras das empresas também indicam que a estratégia utilizada pela Perdigão permitiu resultados financeiros mais consistentes, devido ao foco de seu lucro em sua operação – comprar alimentos in natura e vender alimentos processados, ao contrário da Sadia que se expôs de maneira excessiva aos já citados derivativos. Sob a ótica financeira, o negócio está representando uma oportunidade estratégica ímpar para a Perdigão, pois esta terá acesso à todos os canais de distribuição de concorrentes, da carteira de clientes, ativos físicos, funcionários e demais *stakeholders*. Já para a Sadia a fusão tende a representar uma solução para seus problemas financeiros, pois praticamente todos seus indicadores financeiros demonstram fragilidade na gestão do negócio e possível necessidade de caixa operacional para garantir a perenidade do negócio.

Pelos dados financeiros de 2008, a empresa resultante apresentaria um faturamento de R\$ 25 bilhões/ano, sendo uma das maiores empresas do país. A análise das 5 forças de Porter indicam que a Brasil *Foods* terá grande poder de barganha tanto com fornecedores como com clientes, além de que a força de suas marcas representará uma grande barreira de entrada a novos concorrentes.

Dessa maneira, faz-se necessário uma análise mais aprofundada dos seus dados, principalmente dados internos, como concentração de clientes e fornecedores, para identificar com maior precisão quais serão os impactos dessa fusão para o contexto econômico do país. Não existem dúvidas que grandes empresas saudáveis são importantes para a economia. O questionamento que pode surgir é que estas empresas podem “sufocar” clientes, fornecedores, concorrentes e funcionários de modo a prejudicar a economia de mercado.

5. Referências

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre; TIBÚRCIO SILVA, César A.. **Administração do Capital de Giro**. 3ª Ed.. São Paulo: Atlas, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Dados sobre a paridade Real x Dólar**. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/PtaxRPesq.asp?idpai=TXCOTACAO>>, acessado em 19/06/09.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Carta Circular N. 003082 – Estabelece e consolida critérios para registro e avaliação contábil de instrumentos financeiros derivativos**. Disponível em < <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=102016364&method=detalharNormativo>>, acessado em 23/06/09.

BRASIL, **Relatórios contábeis das empresas brasileiras**. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>, acessado em 15/06/09.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 3ª Ed. Portugal: McGraw-Hill, 1992.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **A crise financeira de 2008**. *Revista de Economia Política* 29 (1), 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Deliberação CVM N° 550 de 17 de Outubro de 2008**. **Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros**

derivativos em nota explicativa às informações trimestrais – ITR. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/deli/deli550.doc>>, acessado em 28/06/09.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Deliberação CVM N° 566 de 17 de Dezembro de 2008. Aprova o pronunciamento técnico CPC 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento, mensuração e evidenciação de instrumentos financeiros.** Disponível em < http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=D&File=%5Cdeli%5Cdeli566.doc>, acessado em 23/06/09.

SANVICENTE, Antônio Z.; MINARD, Andrea Maria A. F. - **Identificação de indicadores contábeis significativos para previsão de concordata de empresas – 1998.** Disponível em < http://www.risktech.com.br/PDFs/indicadores_concordata.pdf>, acessado em 20/06/09.

FISCHER, Marcio A.; FAVATO, Verônica; RIBEIRO, Kárem C.S. - **Análise da evolução dos financiamentos das empresas de capital aberto do setor de fios e tecidos: estudo comparativo dos passivos onerosos e *underwriting*** - X Semead - Seminários de Administração, São Paulo, 2007.

MOREIRA, Carolina A. De S.; NIYAMA, Jorge Katsumi; SANTANA, Cláudio Moreira. – **Avaliação do nível de evidenciação contábil de operações com derivativos: Uma comparação entre as informações enviadas À CVM e à SEC pelas companhias abertas brasileiras emissoras de ADR – 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade – Anais FIPECAFI, São Paulo, 2006.**

MATIAS, Alberto B.. **Contribuição às técnicas de análise financeira: Um modelo de Concessão de Crédito.**São Paulo. 1978. Trabalho de formatura – Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo.

PERDIGÃO S.A.. **Relatório Anual 2008.** Disponível em <http://www.perdigao.com.br/ri/web/arquivos/Relatorio_Anuar_2008.pdf>. Acessado em 19/06/2009

PORTER, Michael E. **Estratégia Competitiva. Técnicas para analisar indústrias e competitividade.** Rio de Janeiro. 1986. Ed Campus 7ª edição.

REVISTA EXAME. - **Sadia e Perdigão confirmam megafusão.** Disponível em <<http://portalexame.abril.com.br/negocios/sadia-perdigao-confirmam-megafusao-471184.html>>. Acessado em 19/06/2009.

ROCHA, Ricardo H. **A política de *hedge* e o tratamento do risco das empresas não-financeiras.** São Paulo. 2007. Tese de Doutorado em Administração – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

SADIA S.A.. **Relatório Anual 2008.** Disponível em <http://ri.sadia.com.br/ptb/1632/sadia_ra2008.pdf>. Acessado em 19/06/2009.

SCHERR, Frederick C. **Modern Working Capital Management.** Prentice-Hall, 1989.

SELLTIZ, C. *et al.* **Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais,** 6ª. Reimpressão EPU. São Paulo: Editora USP, 1975.

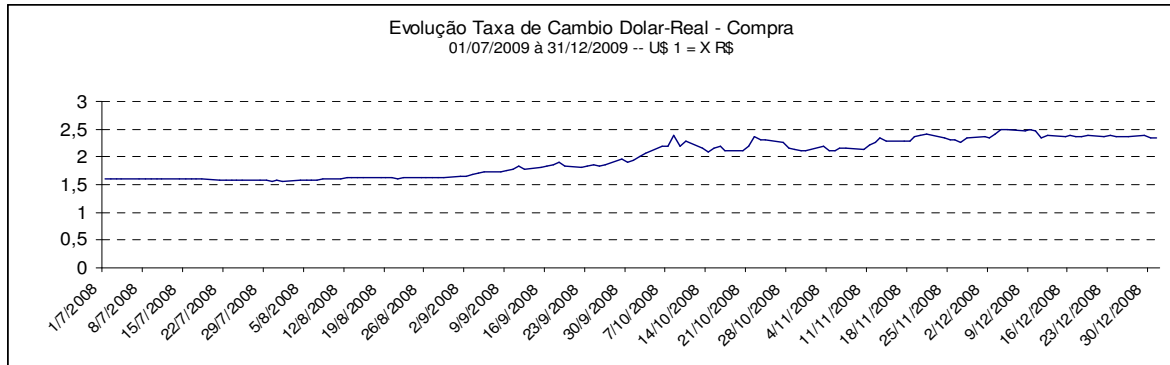
SILVA, José P. **Gestão e Análise de Risco de Crédito.** São Paulo. 2006. Ed. Atlas 5ª edição.

100 MARCAS MAIS VALIOSAS DO BRASIL EM 2007, **Relatório da consultoria Brand Finance**. Disponível em <http://www.brandfinance.com/Uploads/pdfs/Ranking%20Top%20100%20Marcas%20Brasil%20Epoca%20Negocios%2010%202008%20%20%20%20%20%20%2020072.pdf>, acessado em 29/06/09.

ANEXOS

Anexo 1 – Gráfico taxa de câmbio dólar-real no período 01/07/2008 à 31/12/2008 - Compra.

Fonte: Banco Central do Brasil



Anexo 2 – Maiores empresas do Brasil

Fonte: Revista Exame Maiores e Melhores 2008 e Anuário Exame - Agronegócio – 2008-2009

Dados das respectivas revistas, não atualizados e não indexados pela inflação – Apenas para efeito comparativo.

As maiores em Vendas 2007 – Agronegócios					
Vendas 2007 (R\$ milhões)			Vendas 2007 (Brasil Foods) (R\$ milhões)		
1.	Bunge	R\$ 14.384,80	1.	Brasil Foods*	R\$ 18.907,70
2.	Cargill	R\$ 11.656,00	2.	Bunge	R\$ 14.384,80
3.	Souza Cruz	R\$ 10.385,70	3.	Cargill	R\$ 11.656,00
4.	Unilever	R\$ 10.199,50	4.	Souza Cruz	R\$ 10.385,70
5.	Sadia	R\$ 9.592,70	5.	Unilever	R\$ 10.199,50
6.	Perdigão	R\$ 6.799,80			
27.	Eleva	R\$ 2.515,20			* Considera Sadia + Perdigão + Eleva

As maiores em Vendas 2007 – Bens de Consumo					
Vendas 2007 (R\$ milhões)			Vendas 2007 (Brasil Foods) (R\$ milhões)		
1.	Ambev	R\$ 26.743,81	1.	Ambev	R\$ 26.743,81
2.	Bunge Alimentos	R\$ 14.384,80	2.	Brasil Foods*	R\$ 18.907,70
3.	Cargill	R\$ 11.656,00	3.	Bunge Alimentos	R\$ 14.384,80
4.	Souza Cruz	R\$ 10.385,70	4.	Cargill	R\$ 11.656,00
5.	Unilever	R\$ 10.199,50	5.	Souza Cruz	R\$ 10.385,70
6.	Sadia	R\$ 9.592,70	6.	Unilever	R\$ 10.199,50
7.	Perdigão	R\$ 6.799,80			
N.D.	Eleva	R\$ 2.515,20			* Considera Sadia + Perdigão + Eleva