

**ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS**

**RELAÇÕES DE AGÊNCIA E RESULTADOS FINANCEIROS –  
ESTUDO DE CASO DA SADIA**

**AUTORES**

**JOSÉ ODÁLIO DOS SANTOS**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo  
j.odalio@pucsp.br

**ELISABETE CARDOSO COELHO**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo  
ecoelho@pucsp.br

**ANTONIO CARBONARI FILHO**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo  
3391.carbonari@bradesco.com.br

**ANA FATIMA DE BRITO**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo  
ana.brito@gmail.com

**RESUMO:**

O objetivo principal do artigo foi destacar a importância do adequado monitoramento de políticas de investimento e financiamento realizadas pelos gestores da empresa, que devem levar em consideração todos os riscos inerentes a atividade operacional da empresa, tanto internos como externos. Para embasar a análise dos resultados quantitativos, foram destacados na fundamentação teórica o conceito e alguns dos pressupostos da eficiência de mercado, governança corporativa, relações de agência e riscos com derivativos. Adotou-se como metodologia, a técnica de estudo de caso com foco em indicadores de desempenho da Sadia no período de 2004 a 2008. Notadamente em 2008, caracterizado pela crise *subprime* e forte valorização do real frente ao dólar, observou-se a contabilização do primeiro e expressivo prejuízo líquido da empresa em 64 anos de atuação (R\$2,5 bilhões), principalmente resultante de insucessos em apostas com derivativos. Contribuíram para isso, as falhas resultantes de inadequadas relações de agência e práticas de governança corporativa, análise e monitoramento imprecisos de agentes de mercado (empresas de *ratings* e auditoria) e a assimetria de informações que não possibilitava aos supridores de capital da empresa o conhecimento detalhado da efetiva exposição de riscos que assumiram em 2008.

**Palavras-chave:** Relações de Agência. Eficiência de Mercado. Governança Corporativa.

**AGENCY RELATIONS AND FINANCIAL RESULTS –  
A CASE STUDY OF SADIA**

**ABSTRACT:**

The aim of this article was to highlight the importance of adequate monitoring process of investment and financing policies undertaken by the company's management, which should take into account all the risks inherent in operating activities of the company, both internal and external. To support the analysis of the quantitative data were described in the theoretical basis the concept and some of the assumptions of the following itens: market efficiency, corporate governance, agency relation and risks with derivative transactions. The adopted methodology was the technique of case study, which was focused on performance indicators of Sadia, considering the period from 2004 to 2008. Notably in 2008, characterized by the subprime crisis and by the sharp appreciation of the real currency against the dollar currency, was recorded the first and significant net loss in the company's 64 years of operation, mainly due to losses in derivative transactions. Contributed to this the failure arising from inadequate agency relations and governance practices, inaccurate analysis and monitoring performed by investors – including auditing and ratings companies -, and asymmetric information that did not allow suppliers of company's capital a detailed knowledge of actual exposure to risks that they took in 2008.

**Keywords:** Agency Relations. Market Efficiency. Corporate Governance.

## 1. INTRODUÇÃO

Estudos acadêmicos destacam que a parcela do risco que deve ser considerada na tomada de decisão dos agentes de mercado é a relacionada ao risco sistêmico, ou seja, a sensibilidade do retorno das ações da empresa ao retorno de uma carteira referencial de mercado. Trata-se de risco relacionado à ocorrência de eventos externos, ou seja, não controláveis, ocorrentes no mercado (inflação, taxa de juros, câmbio, carga tributária etc.).

Todavia, pode-se propor que a parte do risco relacionada ao contexto interno das empresas também exerce importância no desempenho de seus indicadores de lucratividade e rentabilidade. Dentre os fatores que caracterizam o risco interno das empresas, destacam-se os resultantes de tomadas de decisões inadequadas de investimento, financiamento e distribuição de dividendos; e os conflitos de agência entre os proprietários e os gestores. Como exemplos que se enquadram nessa situação destacam-se as expressivas perdas financeiras observadas na Toyota, British Petroleum, Shering e Telefônica.

### 1.1 Objetivo

Destacar a importância do adequado monitoramento de políticas de investimento, financiamento e distribuição de dividendos, as quais são formuladas e implementadas pelos gestores da empresa. Por isso, são ações caracterizadas como controláveis e a eficácia da sua implementação é dependente da experiência adquirida e do nível de conhecimento técnico dos gestores da atividade operacional da empresa, de metodologias de análise contábil-financeira e de técnicas de projeções de resultados que levem em consideração, tanto os aspectos setoriais, como as expectativas de desempenho para importantes fundamentos de mercado (inflação, taxa de juros, câmbio, carga tributária etc.). Como exemplo, selecionou-se a principal empresa do setor alimentício nacional que, embora tenha apresentado histórico de sequenciais gerações de lucratividade operacional, no ano de 2008 contabilizou uma expressiva perda financeira com produtos derivativos que contribuiu para a geração de seu primeiro prejuízo líquido em 64 anos de história e, pior ainda, para a sua aquisição pelo principal concorrente (Perdigão).

### 1.2 Justificativa

A seleção do tema levou em consideração a tradição e liderança da empresa no setor de atuação, a rápida rotatividade de sua carteira de produtos, o histórico de desempenho favorável de índices contábeis, a liquidez e bom desempenho histórico do retorno de suas ações nas bolsas de valores e o considerável volume de vendas para o mercado externo exigindo a contínua realização de transações de *hedge* para proteger a sua posição de caixa contra eventos sistêmicos adversos inesperados.

### 1.3 Metodologia

O método utilizado foi o dedutivo, partindo-se da literatura global existente, para extraírem-se as conclusões e considerações. Também, utilizou-se na pesquisa o raciocínio indutivo, principalmente no levantamento de variáveis para análise dos dados quantitativos (MARCONI; LAKATOS, 2007).

O delineamento da pesquisa caracteriza-a também como bibliográfica, pois abrange o referencial já tornado público em relação as métricas de desempenho contábil e bursátil (BEUREN, 2008).

A pesquisa utiliza-se, ainda, do estudo de caso que tem por premissa, que um caso estudado com profundidade, pode ser considerado representativo de muitos outros e serve para aprofundar os conhecimentos (MARCONI E LAKATOS, 2007), (BEUREN, 2008), (YIN, 2009). De acordo Cervo e Bervian (2002), o estudo de caso classifica-se como uma

forma de pesquisa descritiva, já que, nesse tipo de pesquisa, os fatos são observados, registrados, analisados e interpretados, sem que haja a interferência do pesquisador neles.

Quanto ao delineamento, esta pesquisa pode ser classificada como bibliográfica e documental, já que se baseia em fontes secundárias, ou seja, material disponível ao público em geral, como livros, periódicos e artigos sobre os assuntos abordados e, além disso, em dados financeiros, tais como o retorno das ações ordinárias da Sadia e do IBOVESPA. Os dados coletados referem-se ao período de 2004 a 2008.

#### **1.4 Limitação**

Trata-se de estudo de caso, não devendo ser generalizado para outras empresas, tendo em vista, a adoção de posturas diferenciadas de exposição a risco e de relações de agências.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 Conflitos de Agência**

Silveira (2002), diz que o trabalho que inaugurou a linha de pesquisa sobre o problema de agência foi publicado por Jensen e Meckling (1976), que desenvolveram todo um corpo teórico tratando dos inevitáveis conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa. O raciocínio se baseia nas relações entre agentes e principais, nas quais os agentes representam, em tese, os interesses dos principais.

Segundo Jensen e Meckling (1976), as relações de agência geram os seguintes encargos:

- custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Lima, Romeu e Amaral (2008), disseram que a teoria de agência tem como premissa básica a existência de um mercado regido por contratos firmados entre os agentes econômicos, quer sejam empresas, governo ou pessoas físicas. Portanto, toda a atividade econômica reduzir-se-ia a uma série de contratos bilaterais que poderiam ser firmados ou rompidos a qualquer momento por qualquer uma das partes.

Conforme apresentado por Shleifer e Vishny (1997), uma questão essencial do conflito de agência está vinculado às regras contratuais entre acionistas e administradores, dada a dificuldade de criar um contrato completo e eficiente para a atuação do administrador, pois nele deveria constatar os limites de atuação na aplicação do dinheiro e na divisão do lucro, desdobrados através de instrumentos de controles internos.

Eles apontam ainda que a grande dificuldade está na descrição das futuras contingências passíveis de serem gerenciadas pelos administradores. Uma vez que, os contratos entre as partes são incompletos, e que os administradores muitas vezes possuem muito experiência e conhecimento técnico, eles podem agir além dos limites prudenciais de gestão.

### **2.2 Governança Corporativa**

A governança corporativa pode ser definida como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e Propriedade.

Os agentes de mercado recomendam às empresas a adoção de algumas práticas governança, que visam criar mecanismos corporativos para harmonizar as relações entre acionistas e gestores. Entre as principais práticas estão a necessidade de uma participação ativa e independente do Conselho de Administração, o fornecimento de informações precisas e transparentes para o mercado e igualdade de direitos entre todos os acionistas.

Um dos principais mecanismos de governança corporativa é o Conselho de Administração, que tem a função de controlar a alta gestão, ratificando as decisões relevantes tomadas e monitorando a gerência, além de atuar como elo nas relações entre acionistas e gestores e entre acionistas controladores e minoritários.

Desse modo, percebe-se que a governança corporativa existe para criar mecanismos que permitam controlar e monitorar os negócios, não somente pelos gestores internos, mas também pelos acionistas, possibilitando identificar e solucionar prováveis conflitos de agência que possam surgir dentro de uma organização.

### 2.3 Eficiência de Mercado

A hipótese de mercado eficiente foi considerada como um dos pilares da moderna economia financeira. Um mercado eficiente é aquele em que os preços de títulos refletem todas as informações disponíveis. Isto significa que cada título negociado no mercado é corretamente avaliado tendo em conta a informação disponível.

Assaf Neto (2005), destaca que na hipótese de mercado eficiente a informação é rápida e eficiente sendo incorporada nos preços dos ativos em qualquer ponto do tempo.

Santos e Santos (2004), afirmam que a teoria da eficiência de mercado considera-se que as expectativas dos investidores são racionais, isto é, eles têm acesso a todas as informações disponíveis sobre o ativo e tomam suas decisões de uma maneira racional. Por exemplo, entre diversas opções de investimento o indivíduo tenderá a optar por aquela que lhe garantirá o melhor rendimento futuro ou cuja característica de rentabilidade venha a mitigar os riscos diversificáveis de sua carteira. Isto compreende a visão de um investidor que é racional, técnico, sabe fazer contas e interpretar de uma forma plena as informações fornecidas pelo mercado.

Existem três formas de analisar a eficiência de mercado, que são: forma fraca, forma semi-forte e forma forte. A Forma fraca ao qual prevê que os preços dos ativos atuais já refletem todas as informações contidas no preço histórico. Isso implica que ninguém deve ser capaz de superar o mercado com algo que todo mundo sabe. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 266), a eficiência na forma fraca é o tipo menos exigente de eficiência que se espera de um mercado financeiro, pois a informação histórica sobre preços é a espécie mais fácil de informação que se pode adquirir a respeito de uma ação.

Na forma semi-forte os preços dos títulos não só refletem o seu histórico, como também todas as informações disponíveis publicamente, podendo ser obtidas através de Demonstrações das empresas, anúncios ao mercado, etc. De acordo com Fama (1970), na forma semiforte de eficiência as informações publicamente disponíveis já precisam estar refletidas no preço da ação. Assim sendo, os preços não refletem apenas o histórico passado, como também todas as informações disponíveis publicamente. Desse modo, nenhum investidor pode obter retornos anormais baseados em informações publicamente disponíveis, visto que os preços se ajustam rapidamente à divulgação de novas informações.

A forma forte estabelece que os preços refletem todas as informações existentes no mercado (históricas, públicas e privadas). Assim nenhum investidor poderia obter retornos extraordinários, mesmo utilizando dados confidenciais ainda não publicados, pois o ajuste dos preços no mercado é instantâneo.

Trata-se de conceito diretamente relacionado com o tema dessa pesquisa, uma vez que leva em consideração a seguinte premissa destacada por Fama (1970): as informações

relevantes e fidedignas das tomadas de decisão de investimento e financiamento das empresas estão disponíveis e sem custo a todos os investidores.

## 2.4 Derivativos

Pode-se definir derivativos como instrumentos financeiros, ou ferramentas, sempre derivados de um ativo, o que explica o seu nome. São utilizados por pessoas ou instituições nos mercados futuros e de opções para gerenciar riscos, proteger investimentos ou simplesmente especular (HULL, 1991).

Mayo (2006), destaca que um derivativo é derivado de outro ativo e seu valor é dependente do valor do ativo que lhe deu origem.

Bessada (1995), cita algumas vantagens do uso de derivativos:

- maior atração ao capital de risco, permitindo uma garantia de preços futuros para os ativos;
- estimular a liquidez do mercado físico;
- melhor gerenciamento do risco e, por conseguinte, redução dos preços dos bens;
- criar defesas contra variações adversas nos preços;
- realizar negócios de maior porte com um volume relativamente pequeno de capital é nível conhecido de risco;

Segundo Lozardo (1998), o mercado de derivativos consiste basicamente de quatro modalidades de contratos: a termo, futuro, de opções e de *swaps*. Segundo o autor, o mercado a termo consiste em um contrato de negociação de uma quantidade específica de um bem por um preço específico para ser liquidado em uma data futura determinada. O contrato futuro é o mercado onde são realizadas operações envolvendo lotes padronizados de commodities ou ativos financeiros, para liquidação em datas prefixadas. Um contrato futuro e, na essência, um contrato a termo, mas padronizado e negociado em uma bolsa organizada. No mercado de opções não se negociam ações-objeto, mas direitos sobre elas. O detentor de uma opção tem o direito, adquirido pelo pagamento de um prêmio, de comprar ou vender, em certa data futura, determinado ativo a um preço pré-acertado. Esse direito é exercido caso as condições econômicas sejam atraentes para o titular da opção; em caso contrário, o direito não é exercido, perdendo o prêmio pago (PINHEIRO, 2007). *Swaps* caracterizam operações financeiras que promovem a troca de um fluxo de caixa gerado por uma determinada taxa incidente sobre um valor durante um período de tempo por outro fluxo defluido de caixa gerado por outra taxa incidente sobre o mesmo valor durante o mesmo período de tempo. São contratos que preveem a troca de obrigações de pagamentos periódicos, indexados a determinado índice, por outras com diferente índice de reajuste (HULL, 1991).

O mercado de derivativos apresenta como participantes pessoas ou instituições que podem ser classificadas de acordo com seus interesses:

**Hedgers:** o hedge é o principal objetivo dos mercados futuros e derivativos. Os hedgers apresentam no mercado utilizando o derivativo como forma de proteção contra variações não desejáveis de preços.

**Especuladores:** São os que dão liquidez ao mercado, assumindo os riscos dos hedgers. São motivados pela possibilidade de ganho financeiro.

**Arbitradores:** Participa no mercado buscando tirar vantagens financeiras quando percebe distorção de preços entre dois ou mais mercados. Portanto, quando há discrepância entre preços, aproveita para realizar lucros com baixo risco. Um exemplo de arbitragem é a compra de ações de empresas no Brasil e venda simultânea de ADR (recibos de ações) em Nova Iorque, quando existe diferença de preços.

A maioria das empresas utiliza os derivativos como forma de proteção contra variações desejáveis de preços. Cabe aos especuladores assumirem essa parcela de risco. Isso



foi demonstrado através de pesquisa (SAITO & SCHIOZER 2007) mostrando que os derivativos serviam como instrumentos de gerenciamento de risco e não como especulação. Porém, com a crise do *subprime* o mercado acabou descobrindo que varias empresas, algumas listadas em bolsas, tiveram grandes perdas quando utilizou os derivativos como forma de lucro.

### 3. ANÁLISE FINANCEIRA DA SADIA

#### 3.1 A empresa Sadia

A Sadia era a maior indústria de alimentos do país, estava presente em 14 países e contava com mais de 55 mil empregados.

A empresa fazia parte do Nível 1 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo e mantinha títulos negociáveis no mercado de capitais norte-americano (ADRs). Com isso, estava sujeita aos regulamentos da lei Sarbanes-Oxley, que exigia a divulgação de suas demonstrações financeiras em conformidade com o rígido padrão contábil norte-americano.

A fiscalização de suas informações, tanto no mercado interno como no mercado externo, além da adoção de práticas de governança corporativa para torná-la cada vez mais transparente, eram requisitos que sustentavam a confiabilidade de suas informações divulgadas.

#### 3.2 As Operações de Derivativos efetuadas pela Sadia

A Sadia, até então a maior empresa do setor de alimentos no mercado nacional, realizou durante vários anos operações complexas de derivativos de uma forma especulativa. O produto que gerou a expressiva perda financeira para a Sadia em 2008 é conhecido como *Target Accrual Range Note (TARN)* ou *Target Range Forward (TARF)*.

Essa transação determinava entre as partes envolvidas uma taxa de câmbio pela qual as empresas venderiam seus dólares a cada mês (*Strike*). Caso o valor do dólar chegasse a ficar abaixo do *Strike* combinado, a empresa poderia vender uma quantidade de dólares para uma instituição financeira por esse valor. Porém, caso o câmbio se depreciasse, a empresa teria que vender a instituição financeira uma quantidade representando duas vezes a taxa combinada (*Strike*). Portanto, considerando o cenário negativo de desvalorização cambial, a empresa deveria vender uma quantidade duas vezes maior do que comprara em um cenário favorável, produzindo assim as grandes perdas.

O Quadro 1 ratifica a elevação exposição de risco cambial da empresa ao apresentar uma posição vendida líquida de US\$2,36 milhões a ser revertida com a compra de dólares em movimento de alta no segundo semestre de 2008.

**Quadro 1:** Posição em Contratos Futuros

<b>Em US\$</b>	<b>30/9/2008</b>
<b>Contratos Futuros</b>	<b>Exposto</b>

Posição Vendida	6.367.500
Posição Comprada	4.003.333

<b>Posição Líquida</b>	<b>2.364.167</b>
------------------------	------------------

**Fonte:** Relatório de Atividades Sadia 2008

Os resultados foram desastrosos para a Sadia, conforme valores de seus informes financeiros:

**Quadro 2:** Resultado Financeiro Líquido da Sadia

Em R\$ Milhões	2007	2008
<b>Despesas Financeiras</b>	<b>-33.804</b>	<b>-4.721.161</b>
Juros de Financiamentos	-240.039	-324.436
Resultado Negativo de Fundos de Investimentos	0	-512.721
Variações Monetárias Passivas	-11.240	-19.500
Variações Cambiais sobre Passivos Financeiros	413.206	-1.243.970
Variações Cambiais sobre Investimentos no Exterior	-99.655	0
<b>Resultados com Instrumentos Derivativos</b>	<b>-14.977</b>	<b>-2.551.255</b>
Outros	-81.099	-69.279

<b>Receitas Financeiras</b>	<b>165.848</b>	<b>828.825</b>
Juros de Aplicações Financeiras	69.092	64.453
Resultado Positivo de Fundos de Investimentos	113.076	32.712
Resultado Positivo na Alienação de Ações	162.983	7.614
Variações Monetárias Ativas	7.248	12.850
Variações Cambiais sobre Ativos Financeiras	-238.872	111.114
Variações Cambiais sobre Investimentos no Exterior	0	537.120
Outros	52.321	62.962

<b>Resultado Financeiro Líquido</b>	<b>132.044</b>	<b>-3.892.336</b>
-------------------------------------	----------------	-------------------

Fonte: Relatório de Atividades Sadia 2008

Nota-se na linha de resultado com instrumentos derivativos a empresa saindo de um resultado negativo de R\$ 15 milhões em 2007 para R\$ 2,5 bilhões em 2008.

Não bastasse tal risco, estes produtos costumavam ter um limite máximo de lucro acumulado via vendas de dólar para as empresas, enquanto a recíproca não era verdadeira para a instituição financeira. Ou seja, o ganho máximo é limitado. Já no ambiente desfavorável com o real depreciado, a empresa era obrigada a vender os dólares durante os 12 meses de vigência do produto, sem limite de perda para a empresa.

Em comunicado a sociedade, a Sadia informou que registrou em 2008 o primeiro prejuízo anual em 64 anos de história, reflexo de perdas financeiras com instrumentos derivativos de R\$2.551 milhões. Com isso, contabilizara um resultado líquido negativo no exercício de R\$2.485 milhões e, conseqüentemente, uma expressiva perda de capacidade financiamento de seus projetos de investimentos de curto e longo prazo com o seu patrimônio líquido.

### 3.3 Análise de Indicadores Financeiros

Os dados do Quadro 3, mesmo com oscilações, retrataram uma situação favorável no período de 2004 a 2007, medida pelo desempenho das margens de lucratividade (Bruta, EBITDA e Líquida) e do retorno sobre o patrimônio líquido. Verificou-se uma reversão de posição em 2008, resultante de perdas volumosas com transações de derivativos, que contribuíram para a contabilização do prejuízo líquido de R\$2.485 milhões.

Esse resultado contribuiu para uma significativa redução do patrimônio líquido de 87,09%, em relação ao ano anterior. Para agravar ainda mais a situação financeira da empresa, observaram-se aumentos expressivos, tanto da dívida líquida (829,97%) como da relação



entre a dívida líquida e o patrimônio líquido (1.448,50%), frente ao ano de 2007. Também contribui para evidenciar a situação de insolvência financeira da empresa, o fato de sua dívida líquida passar a representar 5,8 vezes o valor do seu *EBITDA* em 2008, enquanto a média do período de 2004 a 2007 era de 0,88 vezes.

**Quadro 3: Posição em Contratos Futuros**

Indicadores Financeiros - Em R\$ Milhões	2004	2005	2006	2007	2008
Receita Operacional Líquida	6.307	7.318	6.876	8.708	10.729
Lucro Bruto	1.845	2.007	1.691	2.396	2.619
LAJIDA / EBITDA	843	896	658	1.172	1.164
Lucro/Prejuízo Líquido	439	657	377	768	-2485

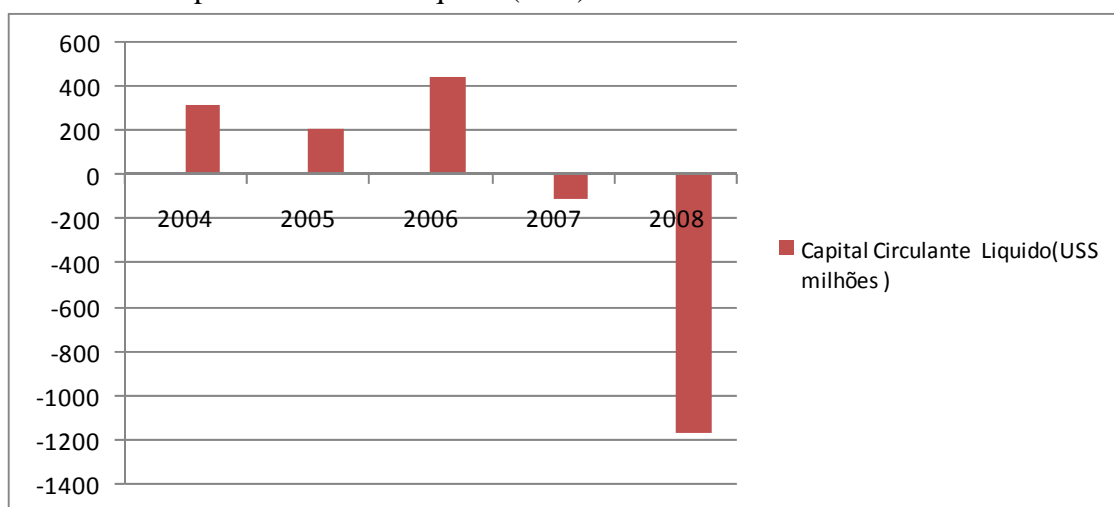
Margens / Taxa	2004	2005	2006	2007	2008
Margem Bruta	29,30%	27,40%	24,60%	27,50%	24,40%
Margem LAJIDA / EBITDA	13,40%	12,20%	9,60%	13,50%	10,90%
Margem Líquida	6,90%	9%	5,50%	8,80%	-23,20%
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	15,00%	20%	11,00%	15,80%	-516,80%

Contas Patrimoniais	2004	2005	2006	2007	2008
Ativo Total (R\$ Milhões)	5.726	6.495	7.576	8.625	13.659
Patrimônio Líquido (R\$ Milhões)	1.778	2.224	2.458	3.184	411
Dívida Líquida (R\$ Milhões)	317	418	1.318	724	6.733
Dívida Líquida / Patrimônio Líquido	17,80%	18,80%	53,60%	22,50%	1.448,50%
Dívida Líquida / EBITDA	0,4	0,5	2,0	0,6	5,8

**Fonte:** Relatório de Atividades Sadia 2008

As significativas perdas financeiras abalaram o caixa da empresa. Conforme demonstrado no Gráfico 1, seu capital circulante líquido apresentou queda significativa durante o ano de 2008:

**Gráfico 1: Capital Circulante Líquido (US\$)**

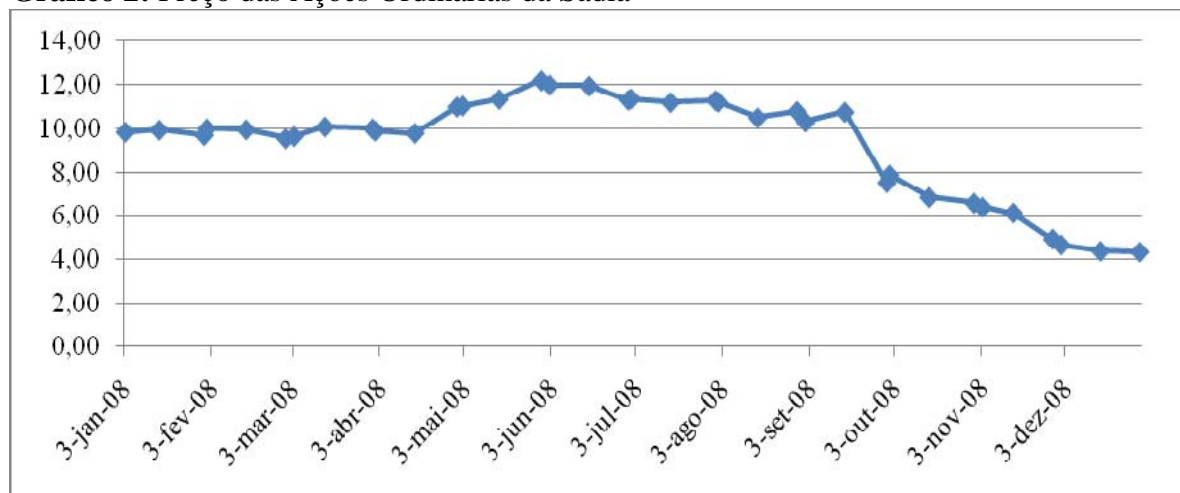


**Fonte:** Relatório de Atividades Sadia 2008

Devido as dificuldades financeiras geradas pelo prejuízo de 2008, a Sadia teve que buscar novas fontes de recursos para sair da situação delicada que se encontrava, e com isso, em maio de 2009, foi anunciada a fusão da Sadia com Perdigão, empresa que a própria Sadia havia tentado comprar em 2006.

Como reflexo das perdas financeiras, tanto a imagem quanto a confiabilidade das práticas de governança corporativa da Sadia foram prejudicados, contribuindo para a involução do preço de suas ações ordinárias, visualizado no Gráfico 2, a partir do anúncio das perdas com derivativos em setembro de 2008.

**Gráfico 2:** Preço das Ações Ordinárias da Sadia



Fonte: Guiainvest

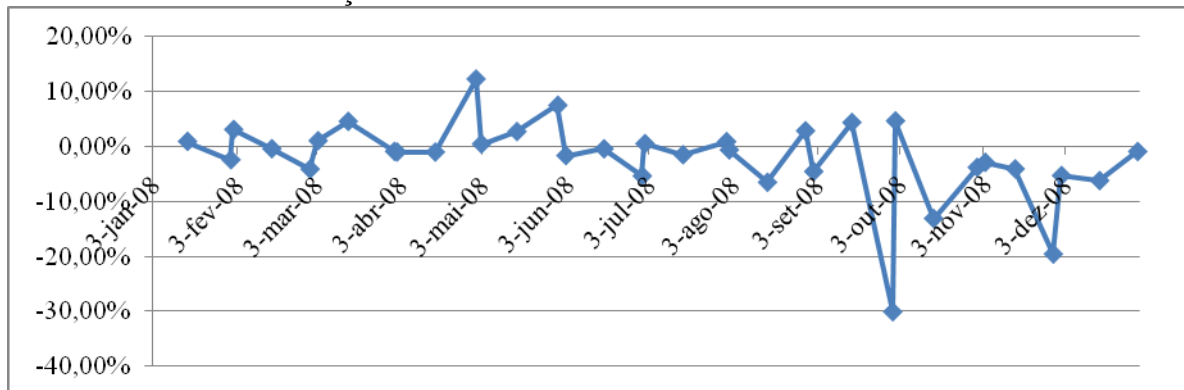
O Quadro 4 e o Gráfico 3 caracterizam a reação do mercado ao anúncio das volumosas perdas com derivativos, que acumulou retorno negativo de 81,10%, no período de 30/09/2008 a 29/12/2008.

**Quadro 4:** Preço e Retorno das Ações Ordinárias Sadia

Período	Preço de Fechamento das Ações Ordinárias	Retorno das Ações Ordinárias
30-set-08	7,53	-30,02%
1-out-08	7,88	4,65%
15-out-08	6,85	-13,07%
31-out-08	6,59	-3,80%
3-nov-08	6,40	-2,88%
14-nov-08	6,14	-4,06%
28-nov-08	4,94	-19,54%
1-dez-08	4,68	-5,26%
15-dez-08	4,39	-6,20%
29-dez-08	4,35	-0,91%
<b>Retorno Acumulado</b>		<b>-81,10%</b>

Fonte: Guiainvest

**Gráfico 3:** Retorno das Ações Ordinárias da Sadia



Fonte: Guiainvest

Farhy e Borghi (2009), destacam que as corporações que realizaram esse tipo de operação se concentraram nos resultados de curto prazo em detrimento de atividades de longo prazo, que englobam, por exemplo, os investimentos produtivos. Significa dizer que, a Sadia, ao invés de focar primordialmente na sua atividade principal e utilizar os derivativos como instrumento para mitigar o risco de descasamento de preços, alavancou-se financeiramente no sentido de obter ganho especulando com a queda do dólar. Como aconteceu o contrário do que foi esperado, as perdas foram volumosas, anulando o efeito dos resultados operacionais obtidos pela empresa ao longo dos anos.

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Sadia buscava demonstrar para o mercado que era uma empresa com um sistema de Governança Corporativa muito bem estruturado, que primava pelo cumprimento da transparência de divulgação de suas informações financeiras. No entanto, após avaliação dos fatos que provocaram o prejuízo e a geração de retorno negativo das ações ordinárias, verificou-se que havia falhas no seu processo governança, tais como: ausência de divulgação de operações com elevado risco e existência de conselhos de administração e fiscal que negligenciaram a responsabilidade de fiscalizar os administradores.

Decorrido o fim da empresa, não é possível julgar com precisão, mas se houvesse ocorrido divulgação mais precisa sobre o tipo de transação que sustentava os resultados que eram divulgados, o mercado não teria atribuído um desconto no preço das ações em função do risco que ela estava correndo? Ou quem sabe, os próprios conselhos de administração e fiscal não teriam freado esse tipo de operação ao avaliar os efeitos nos preços?

Em relação a eficiência de mercado, chega-se a conclusão que o mercado não foi eficiente, tendo em vista que uma das exigências da eficiência, é a de que as informações devam estar disponíveis a todos os investidores e detalharem adequadamente as decisões de investimento e financiamento das empresas. No caso da Sadia, constatou-se que as transações de derivativos, nos valores de apostas que eram realizados, não eram conhecidos pelo mercado investidor e, como agravante, poderiam gerar expressivas perdas financeiras que comprometeriam os seus indicadores de liquidez, alavancagem, lucratividade e rentabilidade

Além disso, não se observou coerência nas análises realizadas pelas agências de auditoria e de atribuições de *ratings*, que poderiam ter alertado os supridores de capital quanto ao efetivo risco que assumiriam, caso destinassem recursos para o financiamento dos projetos da empresa, como período de recuperação para o segundo semestre de 2008.

Considerando os desfavoráveis resultados contabilizados pela Sadia em 2008, constatou-se que, além dos eventos externos que podem afetar o desempenho contábil e o

comportamento do retorno das ações no mercado de capitais, os eventos internos representados pela qualidade das relações de agência e de monitoramento de decisões de investimento e financiamento também contribuem significativamente para a determinação do risco total assumido.

## 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo. Editora Atlas. 2010.
- BESSADA, O. *O mercado futuro e de opções*. São Paulo. Record.1995.
- BEUREN, I. M. *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: teoria e prática*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. *Metodologia Científica*. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- FAMA, E. F. *Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*. The Journal of finance. Cambridge, v. 25, p. 383-417, 1970.
- FARHI, M; BORGHI, R.A.Z. *Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergente*. Estudos Avançados.2009.
- HULL, John. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. S. Paulo: BM&F .1991.
- JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, n. 3, October, pp. 305-360, 1976.
- LIMA, ROMEU E., ARAÚJO, MARCELO B. V.; AMARAL, HUDSON F. *Conflitos de Agência: um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito*. RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP. 2008.
- LOZARDO, Ernesto. *Derivativos no Brasil – Fundamentos e Práticas*. São Paulo. Editora BM&F.1998.
- MARCONI; M. A; LAKATOS, E. M. *Metodologia Científica: Ciência e conhecimento científico. Métodos científicos. Teoria, hipóteses e variáveis. Metodologia jurídica*. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- MAYO, H.B. *Investments: an instruction*. Ney Jersey. Thomson.2006.
- PINHEIRO, J.L. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo. Atlas. 2007.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira (corporate finance)*. São Paulo: Atlas, 1995.
- SAITO, R; SCHIOZER, R.F. *Uso de derivativos em empresas não financeiras listadas em Bolsa no Brasil*. *Revista de Administração da USP/RAUSP*. 2007.
- SANTOS, J. O. e SANTOS, J. A. R. *Mercado de Capitais: Racionalidade Versus Emoção*. Congresso USP. 2004.
- SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*; *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), pp. 737-783.
- SILVA NETO, Lauro A. *Derivativos: Definições, emprego e risco*. São Paulo. Editora Atlas. 1990.
- SILVA NETO, L.A. *Opções – do tradicional ao exótico*. São Paulo. Atlas.1996.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Dissertação. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. FEA/USP. São Paulo. 2002.
- VERLOET,W; GARCIA, M. *Incentivo perverso das reservas internacionais: o caso das empresasw exportadoras brasileiras*. *Revista de Comércio Exterior*. 2010.
- YIN, R. *Case study research: design and methods*. 4. ed. California: SAGE Publications, 2009.