



IMPLICAÇÕES DA CIA SAUDÁVEL

Adaptado por Adriano Leal Bruni a partir de informações disponíveis na web.

Versão de 19/08/2022 17:13.

DERIVATIVOS TRAZEM PREJUÍZOS PARA A SADIA¹

As operações com derivativos cambiais levaram a Sadia a um prejuízo de R\$ 2,484 bilhões em 2008, o maior de sua história de 64 anos. Balanço divulgado há pouco apontou que a companhia perdeu nada menos que R\$ 2,55 bilhões com os instrumentos que ficaram conhecidos como "derivativos tóxicos".

Também por apostar excessivamente neste instrumento, a fabricante de celulose Aracruz anunciou hoje um prejuízo de R\$ 4,2 bilhões no ano passado. O aporte neste tipo de derivativo cambial tem o objetivo de proteger as exportações das companhias contra desvalorização excessiva do dólar.

Ocorre que tanto Sadia quanto Aracruz compraram um volume de derivativos bem superior às suas necessidades operacionais, já que o instrumento vinha gerando ganhos financeiros em um cenário de dólar baixo. Quando a crise explodiu, no entanto, a moeda americana disparou e as duas empresas se viram diante de um gigantesco rombo financeiro.

Em seu balanço, a Sadia informou que o agravamento da crise também gerou estragos no desempenho operacional. Apesar de a receita bruta ter crescido 18% sobre o mesmo período do ano anterior, para R\$ 3,519 bilhões, a geração de caixa medida pelo Ebitda (lucro antes de impostos, juros, amortizações e depreciações) caiu 21,7%, para R\$ 343 milhões. O prejuízo apenas entre outubro e dezembro foi de R\$ 2,042 bilhões.

Resultante das operações com derivativos tóxicos e dos empréstimos tomados para cobrir as perdas, a dívida bruta de curto prazo da Sadia chegou a R\$ 4,164 bilhões em 31 de dezembro de 2008. A dívida total somava R\$ 8,549 bilhões. Os principais executivos da companhia estão falando à imprensa neste momento para comentar o resultado anual. A grande expectativa, no entanto, recai sobre a estratégia da empresa para recuperar a saúde financeira. Entre as possibilidades mais consideradas pelo mercado estão a venda de alguns ativos ou a união com a rival Perdigão.

¹ CAMAROTTO, Murillo. Derivativos levam Sadia a prejuízo de R\$ 2,48 bilhões em 2008. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/>. Acesso em: 19 ago. 2022.

SADIA PRECISA DE R\$ 2,1 BILHÕES²

Com o endividamento fortemente comprometido pelas perdas de R\$ 2,55 bilhões com derivativos cambiais, a Sadia necessitaria hoje de algo entre R\$ 2,1 bilhões e R\$ 3,2 bilhões para colocar a casa em ordem. Esses seriam os montantes necessários para devolver a patamares considerados "adequados" a relação entre a dívida líquida e a geração de caixa operacional da companhia.

De acordo com o presidente executivo da Sadia, Gilberto Tomazoni, a relação ideal para esse indicador é de 3 e 4 vezes, porém estava em 5,8 vezes ao final de 2008. Inflada pelas perdas com derivativos, a dívida líquida da companhia fechou o ano passado em R\$ 6,733 bilhões, para um Ebitda (geração de caixa operacional) de R\$ 1,164 bilhão.

Para que ficasse no patamar considerado ideal, a dívida líquida teria que ser de R\$ 2,1 bilhões a R\$ 3,2 bilhões menor para o mesmo Ebitda. O executivo acredita que a volta à normalidade só deve ocorrer em 2010.

Para este ano, o desafio da empresa será conseguir dinheiro para tocar suas operações. Com cerca de R\$ 900 milhões em caixa, a Sadia terá que carregar uma dívida pesada durante o ano, ao mesmo tempo em que pretende investir R\$ 600 milhões na manutenção dos projetos em andamento e na melhoria das operações.

Entre as alternativas de capitalização, ganha cada vez mais força a venda de ativos. Além do banco e da corretora Concórdia, estão na prateleira terras reflorestadas, centros de distribuição, fábricas de ração, a operação de bovinos e até mesmo a fábrica da companhia na Rússia.

Ainda assim, a direção da companhia demonstrou certo otimismo com reação aos próximos meses. Segundo Tomazoni, a demanda do mercado externo já dá sinais de recuperação, enquanto que o mercado interno vem absorvendo parte do repasse referente à disparada ocorrida em 2008 nos preços das commodities alimentícias.

Com relação aos compromissos financeiros para o ano, Tomazoni informou que a dívida líquida de curto prazo está hoje em R\$ 2,6 bilhões, dos quais R\$ 1,4 bilhão, que venceriam no primeiro trimestre, já teriam sido "renovados". A próxima carga pesada virá no mês de setembro, quando mais R\$ 2 bilhões terão que ser amortizados. Até lá, a Sadia já espera ter levantado um recurso significativo com a venda de ativos.

Outra alternativa para a capitalização da Sadia, já bastante discutida no mercado, é a associação com a Perdigão. Dessa vez, no entanto, Tomazoni preferiu não entrar no assunto, mas continua considerando a possibilidade da transação. "Não descartamos nada", completou o presidente da Sadia.

ACIONISTAS DA SADIA PROCESSAM DIRETOR FINANCEIRO³

Os acionistas da Sadia aprovaram hoje (06/04), por unanimidade, a abertura de uma ação de responsabilidade contra o ex-diretor financeiro da empresa Adriano Lima Ferreira "pelos prejuízos causados à companhia em razão da celebração de operações com derivativos".

² CAMAROTTO, Murillo. Sadia precisa de pelo menos R\$ 2,1 bilhões. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/>. Acesso em: 19 ago. 2022.

³ VALOR ONLINE. Acionistas da Sadia decidem processar ex-diretor financeiro. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/>. Acesso em: 19 ago. 2022.

Em meados de março, o conselho de administração da Sadia tinha decidido que ia deixar a definição sobre a abertura ou não de um processo judicial contra o ex-diretor financeiro a cargo dos acionistas.

As operações com derivativos cambiais levaram a Sadia a um prejuízo de R\$ 2,484 bilhões em 2008, o maior de sua história de 64 anos.

O PRESIDENTE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO FALA SOBRE A CRISE ⁴

Walter Fontana Filho, presidente do conselho de Administração da Sadia, continua a ofensiva. Afirma que as tais operações com derivativos não constavam do Risk Control, um software de gestão de risco que alerta para o caso de exposições excessivas ou operações que estejam fora dos padrões da companhia – desenquadradas, como se diz no jargão corporativo. “Adriano e sua equipe controlavam as operações por meio de um currency book, um sistema paralelo. E monitoravam as operações através de um email do terminal Bloomberg, ou seja, não usavam o sistema tradicional da companhia”. Segundo ele, esses emails estão no processo e mostram que um mês antes Adriano e equipe já discutiam os riscos da operação. Walter sustenta que se o ex-diretor financeiro tivesse alertado a empresa com certa antecedência o prejuízo teria sido bem menor.

Ao saber das acusações, Adriano foi enfático: “O Walter mente. Todas as operações estavam no Risk Control. O que ocorre é que o sistema não estava preparado para algumas operações específicas, caso dos derivativos dois por um. Foi feita uma adaptação. O dois por um nada mais é do que duas operações de venda para uma de compra de dólares, daí o nome. Estava tudo lá, só não leu quem não quis”. Questionado sobre as declarações escritas de próprio punho, Adriano observou o documento, reconheceu letra e assinatura e respondeu com tranquilidade: “Foi escrito sob pressão. E foi ditado por eles”. Eles, segundo o executivo, eram os responsáveis pela auditoria interna. Sem citar nomes, Adriano explica que os auditores fizeram várias perguntas a cada um dos principais representantes da equipe financeira e depois começaram a ditar o conteúdo”, diz. Procurado por Época NEGÓCIOS, Álvaro Ballejo, que hoje mora em Minas Gerais, confirmou a história: “Pressão foi pouco para aquilo que eles fizeram. Os caras nos diziam aos berros o que escrever” (leia mais na entrevista com Ballejo).

Fica difícil, no entanto, entender porque o ex-diretor financeiro e sua equipe aceitaram redigir os documentos. Adriano justifica: “Analisando agora é fácil perceber o erro e até a minha ingenuidade. Mas na hora em que você está dentro do furacão, com tudo aquilo acontecendo em volta, sob pressão, vem alguém dizendo que aquilo é necessário e você faz”. Época NEGÓCIOS entrou em contato com os remanescentes da auditoria interna da Sadia. Eles alegaram que a política de comunicação da companhia os impede de se manifestar.

Adriano sustenta que, apesar da pressão, o documento deve ser avaliado com muita responsabilidade. O que está dito ali, segundo ele, é que as operações não eram relatadas individualmente. “E não precisavam mesmo. O conselho e o comitê tinham acesso ao total, às posições globais, e esta sempre foi a política da empresa”, diz. “Eu tinha alçadas por operação. Tudo era registrado no sistema”.

E quanto ao efeito prático destas declarações para a Justiça? Até agora, nenhum.

Mesmo com todos os problemas, Adriano faz um balanço extremamente positivo de sua passagem pela Sadia. Diz que foi um período de muitas realizações, muito lucro e que todos

⁴ OLIVEIRA, Darcio. Walter Fontana Filho fala pela primeira vez sobre a crise da Sadia. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/>. Acesso em: 19 ago. 2022.

participaram – de investidores, que sempre souberam que a companhia atuava assim, até acionistas, controladores, executivos, funcionários. Os derivativos 2x1, segundo ele, renderam a Sadia, no primeiro semestre de 2008, o correspondente a 80% dos lucros da empresa. “No final das contas, todo mundo recebe os bônus e os dividendos. Aí ninguém reclama, né?”, diz Adriano. “Quando entrei na Sadia a ação da empresa valia R\$ 0,80. Quando saí, estava em R\$ 7,00”.

Para especialistas em governança corporativa, o saldo da troca de chumbo entre Adriano e Walter Fontana Filho é um só: havia sérios problemas nos processos de fiscalização da Sadia. A própria investigação da consultoria BDO Trevisan, base para o processo que a Sadia moveu contra Adriano, dizia que “falhas de estrutura permitiram que a diretoria financeira contratasse as operações”. César Amendolara, advogado do escritório Velloza, Giroto e Lindenbojm e um dos maiores especialistas em direito societário do país, lembra que em direito há a figura da culpa in eligendo e culpa in vigilando, ambas primas-irmãs da falha de governança. Traduzindo: é a culpa de quem escolheu (determinada pessoa para determinada função) e de quem não vigiou. “Não acompanhei o caso por dentro, mas me parece um pouco estranho que apenas uma pessoa seja apontada como culpada numa estrutura gigantesca de uma das maiores empresas do país”, afirma o advogado. “Há os comitês, as auditorias, o conselho, uma série de mecanismos criados justamente para que isso não ocorra”.

Ao ser consultado por Época Negócios para avaliar o caso Adriano/Sadia, um experiente jurista de São Paulo resumiu em poucas linhas a tragédia corporativa: “Juntaram um garoto brilhante e sem freios com um conselho omissivo numa empresa de governança capenga. Deu no que deu”.

UMA PROFISSÃO DE RISCO⁵

A mensagem piscou na tela do BlackBerry por volta das 11h20 da quinta-feira, 26 de agosto. “Ganhamos. 2 a 1”, dizia a nota, curta e direta, como devem ser os torpedos de celular. Adriano olhou a mensagem, interrompeu uma teleconferência com investidores, apanhou o paletó nas costas da cadeira e não trabalhou mais naquele dia. Queria ver a esposa, os três filhos, falar com os familiares em Salvador, replicar a mensagem para os amigos mais próximos. Ele acabara de vencer uma importante e talvez decisiva batalha contra a Sadia, sua antiga empregadora. Um ano e meio depois de ser apontado pelos acionistas da empresa como o único responsável por um rombo bilionário no balanço de 2008 – causado por operações com derivativos cambiais –, Adriano Lima Ferreira fora inocentado em segunda instância no tribunal de direito privado em São Paulo. A seu favor, a ata da Assembleia Geral Ordinária (AGO), de abril de 2009, dava quitação de todas as contas do ano anterior, sem ressalvas. Aos olhos da Justiça, o ex-diretor financeiro não havia feito nada sem o consentimento dos controladores da Sadia, que, após o episódio, acabou sendo incorporada à Perdigão. “A sensação é de alma lavada”, diz Adriano.

“Ganhamos uma questão de direito. Se uma AGO deu quitação, ela isenta de responsabilidade todos os administradores. Não houve nenhum culpado pelo episódio. Nem executivos, nem conselheiros, nem acionistas”, explica Massami Uyeda Junior, advogado de Adriano. Ainda cabe recurso, mas a decisão de ir à terceira instância, o Supremo Tribunal Federal, ainda não é certa. Caberá a BrFoods – empresa resultante da fusão de Sadia e Perdigão – optar pela continuidade ou não da briga. “Acho pouco provável que a BrFoods queira arrastar o caso. Eles têm coisas mais importantes com que se preocupar, como as possíveis restrições do Cade à fusão”, diz um dos conselheiros da Sadia. Procurados, os advogados da BrFoods não quiseram se pronunciar.

⁵ OLIVEIRA, Darcio. Profissão de risco. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/>. Acesso em: 19 ago. 2022.

Adriano Lima Ferreira é um soteropolitano de 40 anos, 1m80, de pele clara e cabelos escuros. Na entrevista que concedeu a *Época NEGÓCIOS*, num final de tarde no início de setembro, ele apareceu vestindo calça social preta, camisa listrada e blazer azul-marinho. Sem gravata. A despeito das pressões que sofreu nos últimos anos, não aparenta sinais de envelhecimento precoce. Sorri com facilidade e diz que se tornou uma pessoa e um profissional mais completos durante esses 700 dias que separam a demissão em setembro de 2008 e o processo jurídico no início de 2009 da vitória de agosto passado nos tribunais. “A gente aprende mais nos períodos de dificuldades”, diz. Também afirma que não alimenta ódios nem guarda rancores, mas deixa clara a frustração por não lhe terem dado a chance de consertar as contas da empresa. “Se havia alguém na Sadia capaz de arrumar o estrago ou pelo menos minimizá-lo era o Adriano”, diz o próprio. Eis outro traço característico do executivo: ele fala sobre si mesmo em terceira pessoa, à moda de Pelé. “Se perguntarem hoje quem entende de produtos financeiros não tem dúvida que o Adriano entende. Quem entende de derivativo? O Adriano entende. Se o assunto for gestão de riscos, o Adriano entende. Se a questão for governança corporativa, podem me chamar que eu digo exatamente onde tem problema de gestão numa empresa, sobretudo aos familiares.”

Adriano entende também que sua passagem pela Sadia foi extremamente positiva, mesmo com a crise dos derivativos. Diz que foi um período de muitas realizações, muito lucro e que todos participaram dos resultados – de investidores, que sempre souberam que a companhia atuava assim, até acionistas, controladores e executivos. “Todo mundo ficava feliz da vida com os bônus e os dividendos. Mas quando estourou a bomba, só o bode aqui pagou a conta.”

Houve um tempo em que os diretores financeiros se restringiam à tarefa de cuidar da seção contábil de uma companhia. Eram controllers ou contadores, responsáveis por contas a pagar e receber, além de estruturação do balanço financeiro. Essa era já passou. A estabilidade da economia e a sofisticação e complexidade do mercado de capitais, bem como do sistema bancário, deram novas alternativas de investimento às empresas e catapultaram os “caras” que cuidavam da burocracia contábil ao time daqueles que pensam o desenvolvimento da companhia. O contador de antigamente virou estrategista financeiro e não tardou a aderir à moda dos anglicismos corporativos. Quem chefia a equipe financeira, mesmo no Brasil, agora é chamado de Chief Financial Officer – ou CFO. Sentado à direita do CEO (Chief Executive Officer, ou presidente executivo), esse profissional ganhou poder igual ou superior aos vice-presidentes das demais áreas. Afinal, é de sua caneta que saem as autorizações para investimentos, operações financeiras tradicionais ou apostas em derivativos. Poucos na companhia serão capazes de contestá-lo, tecnicamente, sobre a viabilidade ou não de algo como target forward (o derivativo dois por um, pivô do rombo da Sadia). E muitos o estimularão a aumentar os dividendos dos acionistas e os bônus de final do ano. “A combinação de ego, remuneração e autonomia, principalmente em uma empresa de grande porte, aumenta a fantasia de deus dos CFOs”, diz Betania Tanure, professora da PUC de Minas Gerais e dona da consultoria que leva o seu nome. “Quando as estruturas ficam menos importantes do que as pessoas, o risco é iminente.”

Tem o outro lado. O cargo de CFO também é um dos mais sensíveis pelo seu alto nível de exposição externa e responsabilidade perante a sociedade em geral. Cabe lembrar que em qualquer empresa de capital aberto ele é o contato oficial com os investidores, além de responder estatutariamente aos órgãos de controle. Se algo sair errado em sua área, não tem volta. Ele sempre estará na linha de tiro. “O CFO é o único profissional culpado até por mudanças bruscas na conjuntura econômica, aquelas que ninguém seria capaz de prever”, diz Charles Holland, diretor da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (Anefac). Em suma, uma profissão que combina grande poder e alto risco.

Um episódio vivido por Adriano dá uma boa medida da evolução da área financeira dentro de algumas corporações. Quando desembarcou na Sadia, em agosto de 2002, ele encontrou uma estrutura bem diferente de tudo o que havia visto em outras companhias pelas quais passou, como Odebrecht e Telefônica. “Era uma empresa não financeira com uma corretora debaixo dela e uma tesouraria extremamente ativa”, diz Adriano. “Eles tinham até títulos brasileiros em carteira, como C-Bonds.” Geralmente, a área financeira de uma indústria é montada para dar suporte ao negócio principal, que no caso deveria ser a venda de alimentos. Na Sadia, as contas mostravam, no entanto, outra realidade: boa parte dos lucros, algo como 60%, era proveniente de operações no mercado financeiro. “O bom de tudo isso é que tive oportunidade de ampliar meus conhecimentos. Hoje posso ser um CFO de empresas financeiras ou de qualquer banco”, afirma Adriano.

O problema pode estar no modelo de gestão do departamento financeiro. Muitas empresas acabam transformando suas áreas de finanças em células autônomas e autossuficientes, descoladas do resto da corporação. Adriano, por exemplo, reportava-se diretamente ao presidente do conselho, Walter Fontana Filho, e não ao presidente executivo, Gilberto Tomazoni. E a área de operações, que englobava fusões e aquisições, também estava sob os cuidados de Fontana. Tratava-se de uma aberração corporativa, que alguns conselheiros independentes da companhia tentaram corrigir. “Tomazoni exibia grande conhecimento na área comercial e habilidade na parte industrial, mas não tinha familiaridade com finanças. Quando ele se tornou o presidente executivo, em 2004, eu sugeri a criação de um comitê informal para auxiliá-lo nessa questão”, diz Alcides Tápias, ex-ministro de Desenvolvimento do governo Fernando Henrique Cardoso, ex-conselheiro da Sadia e atual diretor da consultoria Aggrego.

A proposta de Tápias consistia na criação de um comitê transitório, quase um coaching, até que Tomazoni tomasse pé da situação. “Não fazia o menor sentido um CEO comandar apenas parte de uma empresa e deixar outra a cargo do conselho. O papel do conselho é estratégico, não operacional”, afirma. Apesar das sugestões, a estrutura continuou exatamente a mesma: Adriano se reportando a Walter Fontana Filho e o restante da empresa sob o manto de Tomazoni. E mesmo havendo um comitê de finanças a assessorar o conselho, uma equipe de gestão de riscos, uma auditoria interna e softwares para detectar operações que estivessem fora dos padrões da companhia, a Sadia vergou sob o peso dos derivativos tóxicos. O prejuízo no exercício de 2008 chegou perto de R\$ 2,5 bilhões.

Questionado se havia falhas de governança na Sadia, Walter Fontana Filho pensa por alguns instantes e afirma que o único problema era ter o profissional responsável pela gestão de riscos sob o comando do diretor financeiro. “Deveríamos ter prestado mais atenção”, diz ele. Era mais do que isso. O próprio relatório da consultoria BDO Trevisan, encomendado pela Sadia e que apontou Adriano como único culpado da crise dos derivativos, dizia que “falhas de estrutura permitiram que a diretoria financeira contratasse as operações”.

Na Aracruz, fabricante de papel e celulose, que em setembro de 2008 informou ter perdido US\$ 2 bilhões com os mesmos derivativos tóxicos, a governança, aparentemente, não apresentava falha. O ex-diretor financeiro Isac Zagury reportava-se ao presidente executivo, e o conselho de administração tinha diversos comitês de assessoramento, inclusive um financeiro. “Além disso, foi a primeira companhia brasileira a emitir ações no exterior, no ano de 1992, e também a implantar um comitê de auditoria”, disse Zagury a *Época NEGÓCIOS*. “A Aracruz [hoje Fibria] é hexacampeã mundial no índice Dow Jones de Sustentabilidade no seu setor, competindo com grandes empresas de diferentes países.” O que deu errado, então? Segundo ele, a crise afetou sobremaneira os exportadores brasileiros que faziam hedge da moeda para compensar a perda de competitividade nos custos. A organização internacional Bank for International Settlements (BIS) mostrou que os prejuízos com derivativos cambiais no Brasil em 2008 foram superiores a US\$ 20 bilhões. “Aracruz e Sadia foram apenas os casos mais famosos de um problema

enfrentado por várias empresas”, afirma Zagury, que se desligou da companhia logo após as perdas. Hoje, ele está aposentado e vem se dedicando basicamente à preparação do material de defesa com o qual pretende enfrentar a ação movida pela Aracruz. A empresa quer responsabilizá-lo pelos danos financeiros.

A pergunta é: como minimizar os riscos de ser um CFO hoje em dia? Não há uma fórmula pronta, mas Zagury arrisca uma solução, preventiva. Para o ex-diretor da Aracruz, o melhor instrumento é a adoção de sistemas colegiados de decisão. Algo parecido com o que faz o BNDES, onde todas as decisões financeiras são resultados da participação e do consenso de técnicos e diretores em vários estágios da hierarquia. Convém também se certificar das políticas de governança corporativa das empresas e se essas práticas são realmente levadas a sério. “O CFO deve escolher a empresa, e não o oposto”, afirma a consultora Betania. Outra sugestão é se certificar que a empresa tem seguro D&O (directors e officers). É um santo remédio para financistas em pânico e conselheiros na berlinda. Trata-se de uma modalidade de seguro que se tornou mundialmente famosa em 2002, após os escândalos envolvendo Enron e WorldCom, nos Estados Unidos. Tem como objetivo preservar o patrimônio dos executivos envolvidos em processos corporativos. Mas é a empresa – não a pessoa física – que contrata o seguro.

No Brasil, essa modalidade existe há pouco mais de dez anos. A Sadia, por exemplo, tinha um D&O de R\$ 10 milhões, contratados junto ao Bradesco e ao Chubb. Adriano e 11 conselheiros, responsabilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de não cumprirem com seus deveres de diligência, estão usando o benefício. São duas coberturas básicas: 1) indenizar terceiros prejudicados por um ato de gestão de algum executivo; e 2) pagar custos de defesa para honorários advocatícios.

Segundo Gilberto Reina, superintendente técnico da AD Corretora, o preço de um seguro D&O caiu de 3% no começo da década para atuais 0,3% do limite contratado – efeito direto da demanda. Entre janeiro e dezembro de 2009, a Superintendência de Seguros Privados registrou 11 milhões de sinistros do D&O. Somente neste ano, de janeiro a julho, já foram 40 milhões. “Hoje os executivos chegam às empresas querendo saber se têm D&O. Virou benefício de cargo”, afirma Reina. Um aviso às empresas interessadas: não estar alinhada aos princípios de governança corporativa faz com que o risco aumente, elevando o preço do seguro. “Usamos como base os padrões da Sarbanes-Oxley, Basileia e demais normas regulatórias praticadas em cada região do mundo”, afirma Edson Toguchi, superintendente da Allianz, líder mundial em seguros corporativos.

Toda essa exposição do caso Sadia trouxe à tona a discussão sobre o atual momento da governança corporativa no mercado brasileiro. A opinião da maioria dos especialistas é que houve, sim, uma evolução nos últimos anos, mas que ela está longe de ser a ideal. “Os avanços na governança não acompanharam a velocidade das mudanças econômicas, que colocaram as empresas brasileiras em um novo patamar de competição”, avalia Heloisa Bedicks, diretora executiva do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Estudo feito em parceria entre o IBGC e a consultoria Booz&Co, relativo ao período 2003-2009, dá um bom panorama de como o mercado vem tratando o tema. Os pesquisadores ouviram presidentes de conselho de administração, conselheiros, presidentes executivos e diretores de relações com investidores de 85 empresas com controle nacional e faturamento acima de R\$ 200 milhões.

Da amostra total, 57 empresas estão listadas na bolsa de valores, sendo 28% no Novo Mercado. Uma das conclusões é que existe hoje maior aderência das empresas às melhores práticas, mas que a percepção dos benefícios dessas práticas ainda é preocupante. Quase metade dos executivos ouvidos pela consultoria considera pouco importantes pontos cruciais de governança, como “saber separar questões familiares das questões societárias” ou “facilitar o processo de sucessão”. Em 2003, 40% dos entrevistados responderam que o conhecimento das

melhores práticas de governança corporativa era uma característica valorizada nos conselhos. Hoje, esse item nem aparece na amostra. E apenas 47% dos executivos se mostraram satisfeitos com as contribuições dos conselhos nas discussões importantes da empresa.

Outro levantamento, feito por Renato Chaves, ex-diretor da Previ e especialista em governança corporativa, mostra que das 59 empresas listadas no iBovespa (posição de agosto), apenas sete não tinham nenhum comitê de assessoramento, peça indispensável para auxiliar os conselhos na vigilância estratégica das companhias. “Mas é importante salientar que a pesquisa é quantitativa, sem entrar no mérito da efetiva colaboração desses comitês para o negócio da empresa”, diz Chaves. Segundo a amostra, a grande maioria das empresas tem, por exemplo, comitê de risco, e mais de 70% delas conselhos fiscais. Algumas surpreendem, como a Redecard, com 11 comitês. “O intenso movimento de IPOs nos últimos anos não veio acompanhado de ferramentas suficientes de governança. Tudo foi feito meio no afogadilho para aproveitar a janela do mercado”, diz Chaves. “Agora é hora de estruturar as regras de boas práticas, utilizando ferramentas que aumentem o nível de segurança e transparência.”

Nesse sentido, lembra Chaves, a instrução 480 também veio em boa hora. Trata-se de uma nova regulamentação da CVM que visa à substituição da norma 202, editada em 2000 e já defasada. A nova regra induz ao aumento da qualidade das informações prestadas por companhias abertas. Será criado um formulário de referência muito mais completo que o antigo relatório de informações trimestrais, onde as empresas fornecerão atualizações de suas práticas. Tudo em nome de maior transparência. A 480, explica Chaves, não impõe, mas indaga se a companhia adota a governança. É o conceito do pratique ou explique. “Foi inspirada nas normas americanas e europeias. É um grande avanço para o mercado brasileiro”, diz ele.

Depoimentos sobre a crise vivida pela Sadia

Claudio Rosa Junior (Presidente da Kasinski): “Conhecia os problemas enfrentados pelo Adriano, mas minha leitura foi a seguinte: esse cara deve estar com uma fome danada de levantar sua carreira”

Alcides Tápias (ex-ministro e consultor): “Não fazia sentido o CEO da Sadia comandar uma parte da empresa e o presidente do conselho comandar outra. O papel do conselho não é operacional”

Betania Tanure (consultora): “A combinação de ego, bônus e autonomia, principalmente numa empresa de grande porte, aumenta a fantasia de deus dos CFOs”

Walter Fontana Filho (ex-conselheiro da Sadia): “O único problema de governança da Sadia era o fato de o profissional responsável pela gestão de riscos ser subordinado ao diretor financeiro”

Adriano diz que acompanha atentamente toda essa discussão, impulsionada nos últimos anos pelos problemas envolvendo Sadia e Aracruz. Entre as lições que ele mesmo tirou do episódio, gosta de destacar a capacidade que adquiriu de gerir a crise pessoal com extrema frieza, como se estivesse olhando de fora a situação. Fala que é herança da própria natureza de sua atividade profissional. “Um financista tem de ser extremamente racional”, afirma. Nos dias de maior angústia, costumava refugiar-se nos livros. Seus preferidos eram os que tratavam do mercado financeiro e de inteligência emocional. Exercícios físicos também o fizeram ocupar o tempo, assim como a música – ele é violonista e tecladista. Diz ser católico, mas confessa que a religião pouco lhe serviu nesse momento. Também não procurou psicólogo, embora não faltassem

apelos familiares para que buscasse ajuda profissional. “Meu divã foi minha família. Ia buscar o Adrianinho na escola todos os dias e vi que isso era importantíssimo para ele”, conta. O primogênito, Adrianinho, tem 6 anos. Completam a prole do casal Ferreira as gêmeas Fernanda e Manuela, de 2 anos.

As meninas nasceram prematuras e ficaram uma semana na Unidade de Terapia Intensiva do hospital Albert Einstein, em São Paulo. O parto ocorreu no dia 2 de outubro, um mês antes do previsto e sete dias após a demissão de Adriano. Ele conta que a cabeça estava a mil. “Minha mulher, Luciana, viveu toda a carga emocional comigo. E o resultado imediato disso foi o parto antecipado das meninas.” Segundo ele, não havia outra saída senão tocar a vida. Prudente, o financista tinha suas economias e contava com as verbas rescisórias da Sadia. Além disso, sua mulher, sócia de um escritório de advocacia, se encarregava de manter o padrão da família. O problema, portanto, não era a parte financeira, mas as dúvidas quanto ao futuro, os riscos à imagem de Adriano.

Adriano viajou durante três meses. Diz que precisava esfriar a cabeça. Em novembro de 2008, ele decidiu viajar para esfriar a cabeça. Enfiou-se numa temporada de três meses a bordo de um XC90, utilitário da Volvo, rumo ao Nordeste brasileiro. Acompanhado de um primo, foi parando em várias cidades até alcançar Salvador, sua terra natal. “Em São Paulo, me sentia sufocado. Meu telefone não parava de tocar, a imprensa me procurava, os jornais exibiam todos os dias manchetes da Sadia. Queria dar um tempo de tudo isso”, afirma. No Natal daquele ano, Luciana e os filhos se encontraram com Adriano em Salvador. Reviram parentes distantes, amigos de infância, conversaram sobre outros assuntos. Nenhuma palavra sobre o caso Sadia. Como Luciana ainda estava em período de licença-maternidade, a família estendeu as férias até o fim de janeiro de 2009. De volta a São Paulo no mês seguinte, Adriano soube da notícia do relatório da BDO Trevisan feito para a Sadia e que o apontava como único culpado pelo episódio com derivativos. Uma assembleia de acionistas naquele mesmo mês decidira levar Adriano aos tribunais. A Sadia queria cobrar na Justiça as perdas causadas, segundo ela, pela irresponsabilidade do ex-diretor. A intenção era cobrar algo como R\$ 2,5 bilhões.

Adriano tinha algo mais imediato a resolver, a sua recolocação no mercado. Ouviu dos headhunters que era melhor deixar a poeira baixar, porque seria difícil conseguir alguma coisa naquele momento. “Foram dois ou três meses de contatos e portas fechadas”, conta Adriano. Os trabalhos esporádicos de consultoria, geralmente em empresas indicadas por amigos, acabaram abrindo novas possibilidades. Em setembro de 2009, um ano após ser demitido da Sadia, ele foi procurado por um grupo que estava sendo formado no Brasil, o CR Zongshen, parceria entre chineses e o empresário Claudio Rosa (o CR da sociedade). O projeto era ambicioso: tornar-se um dos maiores fabricantes de motocicletas do país num prazo de cinco anos. A empresa tinha acabado de adquirir 100% da Kasinski e buscava um diretor financeiro para tocar o projeto. Adriano foi chamado. “O Claudio, que também acumulava o cargo de presidente, me entrevistou mais de uma vez e não me perguntou absolutamente nada sobre o episódio Sadia. Estranhei, porque todo mundo que falava comigo me questionava sobre o assunto”, diz Adriano.

“Conhecia os problemas enfrentados por ele, mas minha leitura foi a seguinte: esse cara é bom e deve estar com uma baita gana de levantar novamente sua carreira”, diz Claudio. “Para uma empresa que pretende crescer rapidamente, nada melhor do que ter um executivo com fome.” Com uma frase, Adriano resume seu momento atual: “A vida está entrando nos eixos novamente”.

“Saí sem ter a chance de me defender.” Outra vítima dos derivativos, Isac Zagury dá sua versão sobre as perdas de US\$ 2 bilhões da Aracruz e prepara-se para enfrentar um processo movido pelos acionistas

Em setembro de 2008, pouco antes de estourar o caso Sadia, o mercado brasileiro foi sacudido pela notícia de perdas de US\$ 2 bilhões na Aracruz, decorrentes de operações com derivativos cambiais. “Fazíamos hedge da moeda para compensar a perda de competitividade nos custos”, diz Isac Zagury, de 59 anos, ex-diretor financeiro que se desligou da empresa após o episódio. Aposentado e morando no Rio de Janeiro, passa boa parte do tempo preparando o material de defesa para enfrentar uma ação movida pela Aracruz. Zagury falou a Época NEGÓCIOS:

Quais as semelhanças, além da natureza das operações, existentes nos casos Sadia e Aracruz?_A crise de 2008 foi a maior da história desde a Grande Depressão. O valor de mercado das bolsas mundiais passou de US\$ 62 trilhões, em outubro de 2007, para US\$ 25 trilhões, em março de 2009. Os governos dos países injetaram cerca de US\$ 5 trilhões nas economias com o objetivo de normalizar a atividade econômica. A moeda brasileira vinha tendo uma forte apreciação desde 2003. O Relatório Focus nunca estimou ao longo do ano uma taxa de câmbio para o final de 2008 superior a R\$ 1,78. A volatilidade histórica do câmbio no Brasil jamais havia passado de 12% e, em outubro de 2008, alcançou patamar superior a 60%. Assim, a crise afetou os exportadores brasileiros que faziam hedge da moeda para compensar a perda de competitividade nos custos em nível internacional. As semelhanças dos casos Aracruz e Sadia foram basicamente as ações movidas pelas empresas contra seus diretores.

Na Sadia, 60% dos lucros vinham das operações financeiras. Como era na Aracruz?_Na Aracruz, 99% das receitas operacionais eram em dólar, como decorrência das exportações, e 80% dos custos de produção estavam associados ao real. A questão do hedge sempre foi fundamental para a empresa. O lucro das operações financeiras de proteção buscava compensar a perda nos custos decorrente da apreciação da moeda.

Esperava ser acionado judicialmente pela empresa? A ação foi proposta em uma assembleia geral de acionistas. Porém, não me foi concedido o direito de participar e de apresentar defesa. Isso foi muito grave. Não tive oportunidade de dar minha versão.

Em que estágio está a ação? É uma ação de responsabilidade sobre as perdas, que corre em segredo de justiça. Não posso dar informações.

Do ponto de vista pessoal, como foi o período que se seguiu, de setembro de 2008 até hoje? Tive vários problemas de saúde. Mas o apoio da família e dos amigos foi fundamental.

Quais os riscos de ser um CFO?_O papel do CFO em empresa de capital aberto é preponderante, uma vez que ele é o contato oficial com os investidores e responde estatutariamente aos órgãos de controle.

Como os executivos financeiros podem se proteger das frequentes pressões por resultados?_O melhor instrumento é ainda a adoção de sistemas colegiados de decisão. Fazendo uma analogia, um modelo tipo BNDES, onde as decisões são resultados da participação e do consenso do corpo técnico e diretivo.

Qual sua avaliação sobre o caso Adriano? É rigorosamente igual a todos os demais da época, quando dezenas de empresas tiveram perdas financeiras em função de uma oscilação exagerada na taxa de câmbio. A rigor, o papel do Banco Central é essencial para evitar movimentos bruscos na taxa. A autoridade monetária, preocupada com a apreciação exagerada da moeda – em razão do forte ingresso de divisas decorrentes de operações de bonds e de emissão de novas ações –

, realizou em setembro até dois leilões diários de compra no mercado. Em 2008, só havia iniciado operações de leilões de venda três semanas após a quebra do banco Lehman Brothers. Em um regime de taxas de câmbio flexíveis, é imprescindível a atuação do BC quando ocorre excesso de volatilidade. Uma atitude mais diligente por parte do banco, naquela época, teria evitado perdas tão grandes.

ENTREVISTA COM O PRESIDENTE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO⁶

"Fui traído por Adriano". Em entrevista exclusiva à Época NEGÓCIOS, Walter Fontana Filho, Presidente do Conselho de Administração da Sadia na época da crise, diz que nunca tinha ouvido falar de derivativos dois por um, que a Sadia não apresentava falhas de governança corporativa e que a crise só ocorreu porque Adriano Ferreira e parte de sua equipe driblaram os sistemas tradicionais de controle financeiro da companhia.

Época NEGÓCIOS: Adriano venceu uma importante batalha na Justiça. Os acionistas pretendem recorrer?

Walter Fontana Filho: Não posso falar desse processo em que o Adriano obteve uma vitória parcial. E a decisão de recorrer ou não cabe agora a BrFoods.

EN: Qual sua opinião sobre o profissional Adriano?

WFF: Gostava muito do Adriano. Tratava-o como um talento. Tanto é que ele foi promovido várias vezes. Quando o Murat saiu (Luiz Murat, ex-diretor financeiro, acusado de usar informação privilegiada para comprar ações da Sadia pouco antes da oferta hostil que a empresa fez pela Perdigão no ano de 2006), Everaldo Santos Nigro, conselheiro antigo, representante dos minoritários e coordenador de nosso comitê de estratégia, me disse que precisávamos blindar o Adriano, porque ele era muito bom e não poderíamos perdê-lo para o mercado financeiro. Tenho o email de outro conselheiro que diz o seguinte: "Walter, o Adriano é um cara imperdível. Imperdível significa dizer que estaremos dispostos a fazer qualquer coisa para não perdê-lo". O que nós fizemos, então? Promovemos o Adriano a diretor financeiro, ligado ao conselho e ao comitê de finanças, e demos mais um cargo a ele, o de diretor de desenvolvimento corporativo. Ele desfrutava da confiança de todos os acionistas, embora alguns o achassem um tanto arrogante.

EN: E ele é arrogante?

WFF: Eu o defendia, dizendo que ele não era arrogante, mas que tinha um body language (linguagem corporal) arrogante. Era o jeito de se sentar, quase deitado, de ficar muito à vontade em situações que exigiam certa formalidade. Coisa de garotão. Cheguei a alertá-lo sobre isso.

EN: Qual o sentimento atual em relação ao ex-diretor financeiro?

WFF: Nenhum. Fui traído por ele.

⁶ OLIVEIRA, Darcio. Walter Fontana Filho fala pela primeira vez sobre a crise da Sadia. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/>. Acesso em: 19 ago. 2022.

EN: Ele diz que vocês tinham uma relação muito próxima, que andavam de moto e se encontravam nos finais de semana. Mas também afirma que quando foi demitido você sequer foi falar com ele?

WFF: Claro. O cara tinha quebrado a empresa. Eu tinha duas alternativas se o visse: partir para a briga, que não é meu estilo, ou ignorá-lo. Adotei a segunda opção. A saída do Adriano foi inevitável. Não tinha nenhuma condição de ele ficar.

EN: O ex-diretor financeiro queixa-se também de terem lhe tirado o computador sem aviso prévio e de saber da demissão pelos jornais?

WFF: Tiraram o meu computador também e de alguns outros conselheiros e executivos. Isto fazia parte da investigação. É um procedimento normal para casos dessa natureza. Mas deixa eu te mostrar uma declaração que o Adriano fez de próprio punho e que consta de todos os processos. Está registrada em cartório. Nesta declaração, Adriano diz que não conhecia os detalhes da operação 2 por 1 e que só foi informado quando a tal operação ultrapassava 10% do patrimônio líquido, ou seja, quando estava desenquadrada em relação à nossa política financeira. Também diz que em momento algum comunicou o comitê de finanças ou o conselho sobre qualquer operação individualizada de dois por um. Tenho declarações também de Álvaro Ballejo, gerente financeiro; Daniel Azevedo, responsável pela tesouraria e Bruno Tsuji, gerente de risco.

EN: Quando eles escreveram as declarações?

WFF: No final de setembro, pouco antes de Adriano e Álvaro serem demitidos.

EN: E por que redigiram estes documentos?

WFF: Lógico que este documento tem valor reduzido para a Justiça, porque eles vão dizer que foi feito sob pressão. Mas havia várias testemunhas com eles. As declarações foram feitas em dias diferentes e de próprio punho, um acusando o outro. E eles não desmentiram isso aqui. Ora, se alguém te obriga a fazer um testemunho em falso, você vai a Justiça e processa essa pessoa ou empresa. Eles nunca questionaram isso. Mas deixa eu ler mais algumas partes do relatório para você. A equipe de Adriano sabia que no final de julho de 2008 as operações 2 por 1 começavam a mostrar sinais de fraqueza. O fato, segundo a declaração de Álvaro Ballejo, já era de conhecimento dele, do Daniel e do Adriano. Em 19 de agosto, segundo a declaração de Bruno Tsuji, a exposição era de US\$ 1,2 bilhão. E a equipe chefiada pelo Adriano manteve as posições porque achava que as oscilações cambiais eram passageiras. É incrível: deu stoploss em agosto, estourou as posições e eles não levaram isso ao nosso conhecimento. Se eles tivessem levado o problema para o comitê e o conselho naquele mês, o prejuízo seria de cerca de US\$ 140 milhões, segundo mostra um relatório que a consultoria KPMG fez para a Sadia. Mas o Adriano só veio a minha sala no dia 12 de setembro.

EN: Como foi esse dia?

WFF: Era uma sexta-feira. Eu estava de jeans, porque trabalhava até o meio dia e invariavelmente seguia para alguma viagem ou happy hour. Era o lado bom de ser conselheiro.

Quando o Adriano entrou na sala dizendo que estávamos quebrados eu fiquei branco. Lembro de perguntar o seguinte: qual o tamanho do prejuízo? Ele respondeu que, naquele momento, passava de US\$ 700 milhões. O fato mais inusitado de tudo isso é que um dia antes de entrar na minha sala para anunciar o caos, ele me trouxe uma proposta de compra da Frangosul (do grupo francês Doux). Já havíamos feito até due diligence na empresa. Pois bem. Eu assinei o documento, no valor de US\$ 1,3 bilhão, perante os outros conselheiros da Sadia e o enviei a Doux. Como é possível um cara estruturar uma aquisição de US\$ 1,3 bilhão em um dia e menos de 24 horas depois entrar na minha sala chorando para dizer que a empresa estava quebrada?!

EN: Quais as providências seguintes?

WFF: Aí chamei o Tomazoni (Gilberto, presidente executivo) e Eduardo (Fontana, vice-presidente do conselho) e pedi para que Adriano explicasse o problema a eles. Em seguida chamamos outros conselheiros, como o Cássio Casseb (ex-presidente do Banco do Brasil e do Pão de Açúcar) e o Everaldo Nigro. Não sabíamos o que era esse dois por um. Nunca tínhamos ouvido falar nisso na companhia. Ficamos nos familiarizando com o assunto e quando deu oito horas da noite nós conseguimos desfazer uma operação com o Barclays, pagando uma multa de US\$ 150 milhões. Na segunda de manhã (dia 15) fui ao Real que era o principal banco que trabalhava com a Sadia. Os diretores falaram que iriam resolver, mas ficou por isso mesmo. Foi uma decepção. Tivemos melhor sorte com o Deutsche. Conseguimos reverter um terço da posição, pagando US\$ 40 milhões de multa. Horas depois, o Lehman Brothers quebrou e nenhum banco do mundo seria capaz de apresentar qualquer alternativa para a Sadia. De uma hora para outra estávamos com US\$ 5 bilhões de posições vendidas, descobertas. Minha maior preocupação foi o caixa da companhia. Antes da crise, nosso caixa batia em R\$ 1,5 bilhão. Naquele momento já estava em R\$ 700, 600 milhões. Isso ocorria porque nós éramos obrigados a zerar diariamente nossas posições, fazendo depósitos na BM&F para honrar os compromissos. Às vezes a gente dizia para os bancos: eu não tenho mais margem para dar. E eles nos executavam. Era terrível.

EN: Adriano diz que poderia ter ajudado muito mais se tivesse ficado na companhia...

WFF: O que ocorreu foi que fizemos uma intervenção na área financeira. O Adriano e o Álvaro Balejjo, gerente financeiro, ficaram operando sob a supervisão de João Rabello, do Banco Concórdia, e o José Gragnani, de nossa corretora. Enquanto isso, os demais conselheiros agiam. O Cássio (Casseb) falou com o presidente do Banco do Brasil, que acabou nos emprestando R\$ 900 milhões. O Bradesco também nos ajudou com R\$ 300 milhões. Passamos a operar no dia-a-dia. Tentamos até falar com o Banco Central para pedir aos "caras" que dessem liquidez para o dólar, pois a moeda subia e a gente estava "desenquadrando" de uma maneira substancial. Quando o dólar chegou perto de R\$ 2,00 o desenquadramento era tamanho que não havia mais saída. Foi uma coisa horrível.

EN: O senhor não sabia das operações com derivativos dois por um?

WFF: Repito: ninguém na companhia, com exceção da turma de Adriano, tinha ouvido falar disso.

EN: Mas a Sadia operava bastante no mercado financeiro, não? Adriano diz que se surpreendeu com a estrutura da empresa e que boa parte dos lucros vinha das operações financeiras e não da venda de frangos?

WFF: Antes de te responder eu acho importante contar uma coisa. Eu perdi meu pai, que era o filho mais velho do fundador (Attilio Fontana), quando tinha 21 anos. Imediatamente após a sua morte eu fui trabalhar na Sadia. Nesses 35 anos de carreira, passei pela área de vendas, marketing e alcancei a presidência executiva até assumir a presidência do conselho. Quando eu assumi a presidência executiva, em 1994, a empresa estava num momento difícil. Tinha 37 mil funcionários. Três anos depois foi para 22 mil. Eu e minha equipe fizemos grandes transformações na companhia. Eram seis empresas de capital aberto e nós transformamos em apenas uma. Existiam negócios diversos e fomos reduzindo aqui, eliminando ali. Dos 60 diretores permaneceram apenas 16. Foi uma reestruturação muito grande, muito sofrida numa empresa familiar. Ficamos apenas eu e o Eduardo (Fontana), da terceira geração da família, como executivos da companhia. Em 2005, fizemos a profissionalização completa da companhia. Eu e o Eduardo, os dois únicos acionistas com cargo executivo, fomos alçados ao conselho. Quando ocorreu a crise, nós já estávamos preparando a entrada da quarta geração. Não para trabalhar na empresa, mas para ser acionista. Queríamos novos e bons acionistas.

EN: E as operações financeiras?

WFF: Em relação a sua pergunta, devo dizer que a Sadia sempre operou no mercado financeiro de uma maneira, digamos, relevante. Nossa indústria é uma indústria de alto capital empregado, que financia desde a compra do milho, as matrizes, a criação até a venda no exterior. O custo do dinheiro é muito grande. E a empresa, como grande exportadora, tinha acesso a recursos lá fora a uma taxa muito menor. Quando o Adriano comenta que a empresa operava muito no mercado financeiro é verdade. Ela operava de fato, mas operava fundamentalmente na arbitragem de taxas. Como tinha muita credibilidade e acesso favorável à banca, a empresa conseguia captar um dinheiro muito barato e fazia a arbitragem, conseguindo uma taxa de juro menor. Era algo necessário para o negócio. Cabe lembrar que as exportações chegaram a representar 50% de nosso faturamento. Conseguimos resultados muitos bons com nossa política financeira. Em 2008, começamos o ano com o câmbio a R\$ 1,90. Em junho, a moeda estava em R\$ 1,60. Como a empresa era exportadora e tinha dívidas em dólar era normal você ter resultados positivos. Aos nossos olhos, tudo ia bem até o caos de setembro.

EN: Do ponto de vista pessoal, como foram os dias posteriores ao episódio?

WFF: Eu tive que tomar remédio para dormir. Também perdi sete quilos. O mais legal nessas horas é você ver que tem amigos e o apoio incondicional da família. Posso dizer que metabolizei o problema, mas jamais o esquecerei. Ainda hoje olho todos esses documentos (ele aponta para a mesa do escritório) e não consigo acreditar no que aconteceu. Este aqui, por exemplo (apanha uma das pastas), é um relatório da BDO Trevisan, contratada para fazer uma auditoria forense, ou seja, uma investigação para apurar a responsabilidade civil dos envolvidos. Ele mostra 133 operações dois por um, todas elas feitas desde o dia 21 de fevereiro de 2008. Desse total, 25 estavam fora das normas de riscos da companhia. Ou seja, eram superiores ao valor de alçada estabelecido para a diretoria financeira. Havia limites. Eles não poderiam ter feito essas operações.

EN: Houve falha de governança?

WFF: Tínhamos a auditoria interna e cinco comitês. Os mais importantes eram o comitê de estratégia e o de finanças. O de finanças, que se reunia mensalmente, era coordenado até 2007 por Alcides Tápias (ex-ministro do desenvolvimento do governo FHC). Depois, veio o Cássio Casseb. O secretário desse comitê era o Murat (Luiz) e depois o Adriano. Desde a época em que o Alcides Tápias começou a ser conselheiro e assumiu a coordenação do comitê de finanças é notório o esforço que fizemos para instituir políticas financeiras de alçadas e limites. Tínhamos limites de aplicação, limites de crédito, limites de exposição cambial. Esta política financeira era compulsoriamente revalidada para o exercício seguinte, após aprovação do conselho. Além disso, fizemos investimentos em um software, o mesmo usado pelo Banco do Brasil e outras instituições, que se chama Risk Control. É um software de gestão de risco. Funciona assim: você estabelece um valor de risco (um VAR - value at risk) para as operações e coloca limites superiores e inferiores de indicadores como inflação, câmbio, etc. Pois bem. Você, então, insere as operações neste software e o programa, por meio de cálculos matemáticos, te “desenquadra” quando você estiver fora do limite de risco estabelecido pela companhia. O que quero dizer é o seguinte: Havia ferramentas e processos organizacionais, além de comitês e auditoria interna, para controlar as operações financeiras.

EN: E ainda assim houve o prejuízo e a inevitável venda para a Perdigão...

WFF: O que aconteceu é que a equipe de Adriano não usou as ferramentas tradicionais. As operações não poderiam ser inseridas no Risk Control porque o sistema as desenquadraria. Ele faziam o controle dos derivativos 2 por 1 num currency book, um sistema paralelo, e controlavam essas operações através de um email bloomberg. Ou seja, não usavam o sistema tradicional da empresa. Está tudo documentado. Repito: eles sabiam antes dos riscos e não comunicaram.

EN: Quem estava acima do Adriano?

WFF: O comitê de finanças.

EN: Ele era diretor financeiro e secretário do comitê de finanças. Não se reportava a você?

WFF: A mim, não, ao conselho. Eu queria algo republicano. Eu não tinha subordinado, apenas coordenava os comitês e cuidava das relações da companhia com o mercado. Eu recebia o Adriano em minha sala, claro. Mas o dia-a-dia das finanças era tocado por ele, que, aliás, era diretor estatutário. Todos os diretores da Sadia eram estatutários, eleitos pelo conselho e com responsabilidades ativas e passivas.

EN: O fato de Adriano se reportar diretamente ao conselho e não ao presidente executivo não configura uma distorção corporativa?

WFF: Acho que nada mudaria se ele se reportasse ao Tomazoni. Aliás, toda a contabilidade das operações financeiras era feita pela equipe do diretor de administração e finanças, subordinado ao Tomazoni. Veja o exemplo da própria BR Foods. Existe um vice-presidente de administração e finanças e, embaixo dele, um diretor de administração e controle e um diretor financeiro. Que dizer, eles segregam na parte inferior do organograma, mas não na parte de cima. Na Sadia, nós segregávamos embaixo e em cima. É uma forma diferente de pensar e agir. Onde havia de fato

uma falha organizacional, na minha opinião, era o fato de o gerente de risco não ter acesso ao comitê de auditoria e ao comitê de finanças. Ele era subordinado à diretoria financeira.

EN: Faltou vigilância, então?

WFF: Não ocorreu falha de estrutura nem problema organizacional. Foi um grupo de gente que atuou, prejudicando a Sadia. Jamais uma pessoa conseguiria quebrar uma empresa. Era um grupo controlando operações fora do sistema tradicional, trocando emails fora do hard disk da companhia, deixando de se reportar aos superiores. Nenhuma empresa está livre disso.

EN: Houve uma Assembleia em fevereiro de 2009 e o conselho da Sadia decidiu processar Adriano, apontando-o como único culpado pelo prejuízo causado em 2008 pelos derivativos. Dois meses depois, numa nova assembleia, o mesmo conselho aprova todas as contas dos administradores no exercício de 2008, sem ressalvas. Alguma ideia do que motivou esse comportamento contraditório?

WFF: Não sei, eu não estava mais lá. Quem gostou disso foi o advogado do Adriano que, de forma competente, conseguiu essa vitória de dois votos a um no tribunal de direito privado.

EN: Por que saiu da companhia?

WFF: Quando chamamos o Furlan (Luiz Fernando, ex-ministro do desenvolvimento de Lula, primo de Walter e acionista da Sadia) para nos ajudar a tentar encontrar uma solução para a crise, ele disse que toparia voltar desde que eu e Eduardo Fontana deixássemos a empresa. Era sua condição e assim foi feito.

EN: Você se dá bem com o Luiz Fernando Furlan?

WFF: Não. Mas isto nunca atrapalhou a companhia.

EN: Qual foi sua reação ao saber que não houve culpado no episódio dos derivativos?

WFF: O Adriano é o culpado. Ele entrou em um cassino cambial apostando que o dólar não iria subir e perdeu a aposta.

EN: Estava me referindo à decisão da Justiça.

WFF: É. Ninguém foi culpado. Essa questão, para mim, é menos importante. O Adriano nunca vai ter condições de ressarcir a empresa. Pensando de uma forma republicana, eu acho que se ninguém foi culpado ninguém também pode ser vitorioso. Todos nós perdemos muito com isso. Os acionistas da Sadia perderam metade de seu patrimônio. Os 50 mil funcionários da Sadia perderam participação nos resultados. Muitos perderam emprego. Outros perderam oportunidades. Ninguém ganhou.

“Derivativo 2 por 1 era brincadeira de criança para a Sadia”. Segundo Álvaro Ballejo, ex-gerente financeiro, a empresa fazia operações muito mais complexas do que aquela que detonou a crise.

Álvaro Ballejo Fiúza de Castro, ex-gerente financeiro da Sadia, viveu bem de perto os dias de agonia naquele setembro de 2008. Assim como seu ex-chefe Adriano Ferreira, ele acabou demitido dez dias depois de os derivativos tóxicos destruírem as finanças da empresa. E a exemplo de Adriano também escreveu e assinou uma declaração cujo teor soa quase como uma confissão de culpa da equipe financeira nas operações cambiais. São documentos recheados de acusações recíprocas entre os subordinados de Adriano, mas com poucas citações sobre o papel do conselho e o comitê de finanças no episódio. Ontem à noite, Álvaro Ballejo falou a Época NEGÓCIOS. Acompanhe:

Época NEGÓCIOS: Por que você, Adriano e mais dois integrantes da equipe financeira da Sadia escreveram, em setembro de 2008, declarações que soam quase como uma confissão de culpa no episódio com derivativos?

Álvaro Ballejo: Esses documentos foram ditados por dois auditores da Sadia. Eram Daniel Belle e um tal de Fachetti (Wagner), um brutamontes. O diretor de RH da empresa (Eduardo Noronha), que teoricamente deveria zelar pela ética, também estava presente neste dia. Eles fizeram um monte de perguntas e depois foram ditando o que deveríamos escrever. Além disso, tivemos de assinar um termo de Non Disclosure que nos impedia de comentar qualquer coisa sobre os derivativos no prazo de um ano. (Procurados por Época NEGÓCIOS, Daniel Belle e Wagner Fachetti informaram que um procedimento interno da empresa os impede de se manifestar sobre qualquer assunto de auditoria interna, por sua natureza sigilosa. A assessoria de comunicação da Sadia segue a mesma linha).

EN: Não lhe ocorreu de levar o fato à Justiça?

AB: Conte todos os detalhes deste episódio aos meus advogados e também na sabatina feita pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) com todos os envolvidos no caso dos derivativos. Acho que a justiça não se ocupou muito das declarações porque foi algo produzido num ambiente de grande instabilidade emocional.

EN: Walter Fontana Filho declarou recentemente que ninguém na companhia, com exceção da equipe de Adriano, tinha ouvido falar nestes derivativos dois por um?

AB: É piada, né? Adriano falava todos os dias com o Walter, andava de moto com o cara, suas famílias se encontravam nos finais de semana. Além do mais, o derivativo dois por um é brincadeira de criança para a Sadia. A empresa tinha operações muito mais complexas. Qualquer “vendedor” de operações de hedge do mercado sabia disso.

EN: Mas Fontana Filho sabia do nível de exposição do “dois por um”?

AB: Estava tudo lá, no software de gestão de riscos e nos sistemas adicionais de controle, como o currency book. Além disso, ele e Adriano conversavam todos os dias. É como a história do camarada que vê pingar R\$ 50 milhões na conta corrente todo mês e acho tudo muito

⁷ OLIVEIRA, Darcio. Walter Fontana Filho fala pela primeira vez sobre a crise da Sadia. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/>. Acesso em: 19 ago. 2022.

natural, bonito. O dia em que pinga R\$ 100 milhões e alguém o questiona ele diz: ué, de onde veio isso? Como disse, as declarações de Walter são uma piada.

EN: Por que apenas o Adriano foi processado, apontado como o único culpado pelo episódio?

AB: Porque eles precisavam culpar alguém. Levar o Adriano aos tribunais é uma forma de blindar os acionistas controladores para que os minoritários não os processem.

O CASO SADIA⁸

Após um acidente aéreo, uma comissão de experts é constituída para investigar o ocorrido. Depois de uma extensa análise do caso, divulga-se um relatório que apresenta causas e recomendações para a prevenção de episódios similares. Colapsos empresariais poderiam ser tratados da mesma forma. A queda de uma grande empresa é resultado de um conjunto de erros, omissões e, às vezes, ações intencionais. Entretanto, ao contrário dos desastres com aeronaves, as grandes falhas corporativas não passam por nenhum processo sistemático de dissecação. Consequentemente, de tempos em tempos, o mercado se depara com colapsos cujas origens, muitas vezes, são semelhantes a fracassos anteriores.

Um dos casos que merecem uma análise profunda é o da Sadia. Em poucos meses, a empresa passou de paradigma de sucesso a uma situação de insolvência financeira, que a levou a ser incorporada pela principal rival. Para analisar essa história, o artigo está dividido em duas partes. Nesta edição, abordamos as questões internas que ocasionaram os problemas da companhia.

A Sadia aparentava ser uma opção de investimento muito atraente. Tinha grande porte e tradição, estava muito bem posicionada em um setor com forte crescimento no Brasil e no exterior e era rentável — havia obtido um retorno sobre o patrimônio líquido da ordem de 25% nos quatro exercícios anteriores à quebra, em setembro de 2008, e lucros em todos os seus 64 anos de história.

A empresa também parecia ter um modelo de governança exemplar. Era listada no Nível 1, um dos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa; e possuía American depositary receipts (ADRs) na Bolsa de Nova York desde 2001, submetendo-se aos requisitos da lei norte-americana Sarbanes-Oxley. Criado em 1964, seu conselho de administração possuía comitê de auditoria desde 1994, e a família controladora havia sido separada da gestão diária já em 2004. Era uma das raras companhias em nosso mercado a classificar como independentes a maioria dos membros de seu conselho (6 de 11 assentos). Entre os conselheiros estrelados havia ex-presidentes dos maiores bancos nacionais e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), um CEO de empresa do Novo Mercado e um dos maiores consultores de gestão do País. Havia quatro comitês no conselho (auditoria, finanças, tributário e de recursos humanos) e um conselho fiscal permanente. Não faltavam nem comitês de gestão dedicados às questões de finanças e riscos (eram quatro no total). A companhia tinha, inclusive, uma política financeira aprovada pelo conselho de administração contemplando regras para a gestão de riscos.

Como grande exportadora, a Sadia necessitava proteger sua receita em moeda estrangeira contra variações cambiais. Ao apostar, todavia, na continuidade da tendência de apreciação do real, a companhia passou a operar com derivativos cada vez mais exóticos, deixando de usar esses instrumentos como simples proteção para também especular no mercado de câmbio. Com

⁸ Fonte: <<https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/o-caso-sadia-parte-i/>>. Acesso em: 19 ago. 2012.

a erupção da crise financeira de 2008 e a disparada do dólar, as decisões da alta administração deixaram a Sadia com um enorme prejuízo financeiro: cerca de R\$ 3,8 bilhões.

Com uma estrutura administrativa aparentemente consistente e adequada às melhores práticas, por que a empresa acabou se envolvendo em operações especulativas dessa magnitude? Podem-se elencar ao menos sete fatores internos de governança que contribuíram para isso:

1. Modelo de governança — A companhia apresentava uma estrutura organizacional disfuncional que contribuiu substancialmente para os problemas. Primeiro: o diretor financeiro era simultaneamente responsável por tomar risco e por realizar seu controle, já que a gerência de riscos da companhia se reportava a ele. Um erro básico foi bem ilustrado pelo relator do processo na CVM: “As pessoas envolvidas com o sistema de gerenciamento de riscos não podem estar unicamente subordinadas aos executivos responsáveis pelas operações. Executivos financeiros possuem interesses conflitantes com a gestão de riscos e devem ser monitorados de forma independente”. Segundo: o diretor financeiro não se reportava ao diretor-presidente, como é de praxe, mas, sim, ao presidente do conselho de administração, deixando o CEO desinformado acerca de suas atividades. Em terceiro lugar, o presidente do conselho de administração tinha um papel confuso. Em vez de atuar de forma colegiada com os demais conselheiros, gozava de poderes especiais, com direito a expediente diário na empresa. Todos os interrogados pela CVM — exceto o próprio presidente do conselho — reconheceram essa anomalia.

2. Efetividade dos comitês do conselho — Os comitês do conselho que tinham a função de monitorar os riscos aos quais a companhia estava exposta não funcionaram adequadamente. O comitê de finanças, que deveria atuar mensalmente, ficou sem se reunir desde o fim de abril de 2008 ao início de setembro do mesmo ano, cerca de um terço do seu mandato. Já o comitê de auditoria recebeu um material com a descrição das problemáticas operações com derivativos em março de 2008, quase seis meses antes do colapso. De acordo com os autos, um especialista em controladoria da Sadia que havia preparado tal material para realizar uma demonstração sobre a contabilização dos instrumentos de hedge afirmou que “na reunião do comitê de auditoria em que faria sua apresentação, não houve tempo para tal, embora o assunto constasse da agenda; devido a isso, foi definido que a apresentação seria feita em uma reunião futura, o que nunca ocorreu”.

3. Diligência dos membros do conselho de administração — Apesar de terem revalidado a política financeira da companhia em janeiro de 2008, os conselheiros desconheciam um aspecto crítico de seu teor: o responsável pelo acompanhamento das alçadas relativas às operações financeiras contratadas. Quando interrogados sobre essa questão, os conselheiros forneceram respostas desencontradas. No total, nove órgãos ou personagens diferentes foram apontados pelos conselheiros, sem contar uma resposta pitoresca de um deles, que afirmou que a responsabilidade era de um certo “sistema de informática”. A CVM não encontrou registros de discussão sobre operações de hedge ou assuntos ligados ao controle das operações financeiras nas atas de reunião do conselho no segundo semestre de 2007, o que contribuiu para a posterior punição de vários conselheiros por descumprimento do dever de diligência.

4. Política financeira — A política financeira da companhia não era clara em vários aspectos-chave, tais como os responsáveis pela realização dos testes de cenários de estresse e de limitação de perdas (stop-loss). O encarregado do cumprimento da política seria o “diretor de administração, finanças e relações com investidores”, cargo que simplesmente não existia no período analisado pela CVM.

5. Mecanismos de compliance — Ainda que a política fosse bem formulada, a companhia não dispunha de controles internos efetivos que assegurassem seu cumprimento. O relatório de uma

auditoria independente contratada para avaliar o caso concluiu que “não foram encontradas evidências consistentes de aplicação e reporte dos efeitos de cenários de stress, embora a política financeira fizesse referência a sua utilização, no mínimo, em bases semestrais”.

6. Resultados das operações com derivativos sobre a remuneração variável dos gestores — Aparentemente, o sistema de remuneração da área financeira — um centro eminentemente de custo e não de resultado — tinha um componente variável associado aos ganhos financeiros em operações com derivativos, o que pode ter induzido os executivos a assumir um comportamento mais propenso a riscos.

7. Transparência — Os derivativos poderiam ter sido apresentados de forma bem mais transparente aos investidores. A companhia optava por alocar parte substancial dos ganhos com derivativos não como receita financeira, mas como operacional. Além disso, mostrava no balanço apenas os resultados já realizados, deixando para as notas explicativas o valor de mercado de ganhos ou perdas ainda não realizados.

A adoção do regime de caixa, em vez do de competência, para as operações com derivativos era permitida à época em função de uma regulação relativamente frouxa sobre contabilização de derivativos — tema a ser abordado na próxima coluna sobre o caso Sadia.

Na coluna de junho, identificamos sete questões internas que contribuíram para o caso Sadia, companhia que sofreu perdas bilionárias no fim de 2008 devido a operações especulativas no mercado de derivativos. Nesta edição, nos voltamos para o papel da regulação e dos guardiões da boa governança; para as consequências que se abateram sobre os envolvidos; e para as principais lições aprendidas.

A opacidade das operações com derivativos da Sadia foi possível porque as regras de contabilização de derivativos vigentes até 2008 eram relativamente frouxas. A principal regulamentação existente à época — a Instrução 235 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) — não exigia nenhuma padronização da forma como esses complexos instrumentos deveriam ser reportados pelas companhias. No caso da Sadia — que lançava grande parte dos ganhos com derivativos como receita operacional e adotava uma espécie de regime de caixa em vez do de competência nessas operações —, a falta de padronização dificultou a visualização correta de sua exposição a esses instrumentos. Para se ter uma ideia dos montantes envolvidos, no fim do primeiro semestre de 2008, a Sadia havia optado por não reconhecer em seu balanço um ganho financeiro não realizado da ordem de R\$ 326 milhões, valor ligeiramente superior ao lucro operacional do mesmo período. A apresentação clara desses números poderia ter alertado investidores sobre a enorme exposição da companhia a esses contratos.

Logo após a emergência de problemas com derivativos na Sadia e em dezenas (talvez centenas) de companhias nacionais, a CVM emitiu a Instrução 475, de 2008, passando a exigir informações muito mais detalhadas sobre os derivativos contratados, incluindo a elaboração de um quadro de análise de sensibilidade. Somado o CPC 14, aprovado em dezembro de 2008 pela Deliberação CVM 566, elevou-se substancialmente o padrão de regulação do tema no País. Apesar de não ter se antecipado aos problemas, pode-se considerar o aprimoramento da regulação como uma consequência direta de uma reflexão sobre a queda do “avião” Sadia.

Além do papel da regulação, cabe notar o de entidades que deveriam atuar como guardiãs dos investidores. Elencadas a seguir, elas poderiam ter sinalizado ao mercado alguns dos riscos da companhia:

1. Auditores — Permitiram que a empresa não contabilizasse os resultados não realizados com contratos derivativos, uma prática possivelmente questionável conforme os princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos (US Gaap) — aos quais a Sadia estava sujeita em função

da listagem de American depositary receipts (ADRs) na Bolsa de Nova York —; e os International Financial Reporting Standards (IFRS). Em processo administrativo sancionador, a auditoria foi acusada pela CVM de descumprir várias normas técnicas em seus trabalhos, incluindo a não divulgação nas notas explicativas da possibilidade da perda em dobro da Sadia em algumas operações celebradas. A assinatura de um termo de compromisso de R\$ 1,5 milhão com o regulador reforça a percepção de que os serviços de auditoria poderiam ter sido mais bem executados.

2. Bancos de investimento — Ao proporem instrumentos com excessiva complexidade e caráter especulativo, os bancos também colaboraram para os problemas, atuando mais como predadores do que como parceiros de longo prazo. A conduta amoral desses personagens contribuiu para prejuízos arcados, em última instância, pelos investidores.

3. Analistas de ações — A grande maioria dos analistas apostava em bons resultados da empresa para o exercício de 2008. Tome-se como exemplo um relatório de análise de 22 de setembro daquele ano (quatro dias antes da divulgação dos prejuízos), o qual indicava que o resultado do terceiro trimestre da Sadia não seria prejudicado pela alta do câmbio graças às operações de hedge para as dívidas em dólar. É o caso de perguntar se os analistas examinaram com cuidado os demonstrativos contábeis da companhia e questionaram em profundidade os riscos aos quais estava exposta uma empresa que vinha computando ganhos financeiros como operacionais durante anos.

4. Agências de classificação de risco de crédito — Poderiam ter oferecido sinais de alerta aos investidores. Numa ironia do destino, a Sadia teve seu rating de crédito de longo prazo elevado pela S&P para BB+ em junho de 2008, sob o argumento de que a empresa teria “maior estabilidade” de suas margens, incluindo as medidas tomadas para proteger seu fluxo de caixa.

Como todos sabem, o prejuízo foi enorme para os stakeholders da companhia. Para os acionistas, observou-se uma destruição líquida de cerca de 60% do valor da Sadia apenas nos 15 dias ao redor do anúncio dos problemas. Ademais, a empresa celebrou um acordo de US\$ 27 milhões com investidores norte-americanos detentores de ADRs. Eles haviam ingressado na Justiça alegando que a Sadia teria apresentado seus números de forma deturpada nos anos anteriores, algo que teria elevado artificialmente o preço de suas ações.

Houve também punição, na esfera administrativa, de alguns administradores. O diretor financeiro foi inabilitado por três anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta. De forma inédita, a CVM puniu conselheiros de administração individualmente. Quatro conselheiros foram multados em R\$ 400 mil; e cinco, em R\$ 200 mil, por descumprimento do dever de diligência. A discrepância entre os valores deveu-se fundamentalmente à presença de alguns deles em comitês que deveriam, em tese, monitorar o cumprimento da política financeira da companhia. Outros quatro conselheiros foram absolvidos em função do curto espaço de tempo ocupado no conselho antes dos problemas. Surpreendentemente, o ex-presidente do conselho de administração, personagem central e condenado à multa máxima pela CVM, não só permanece no conselho da Brasil Foods (BRF) — empresa resultante da reorganização societária que reuniu Perdigão e Sadia — como é considerado “conselheiro independente”.

Ao menos cinco grandes lições podem ser extraídas desse episódio emblemático:

1. A qualidade da governança corporativa deve ser vista como algo contínuo e não estático. Empresas consideradas casos de sucesso em um determinado momento podem envolver em suas práticas de governança. O fator-chave para a manutenção do êxito é perenizar o tema como prioridade de suas lideranças.

2. O funcionamento do sistema de governança é muito mais importante do que a mera composição dos órgãos de administração. O caso deixa evidente que conselhos compostos de “figurões” de mercado e comitês ornamentais não asseguram as melhores práticas.

3. Os conselheiros devem fazer os questionamentos corretos e procurar ativamente por informações a fim de agir de modo diligente. Saber fazer as perguntas que podem agregar valor ou evitar sua destruição é papel essencial dos conselheiros. Poderiam ter sido questionadas, por exemplo, a estrutura organizacional problemática do ponto de vista da segregação de funções, bem como a forte evolução dos ganhos financeiros de 2007 para o primeiro semestre de 2008. Fica patente nos autos do processo da CVM a visão de que os conselheiros não devem confiar cegamente em informações prestadas por fontes isoladas. Conforme bem apontado pelo relator do caso: “Se não receberam nenhuma informação, deveriam ter procurado por alguma. Se as informações eram insuficientes, deveriam ter buscado por mais...”.

4. O cumprimento das políticas corporativas por meio de controles internos eficazes deve ser pauta-chave da agenda do conselho de administração. Não basta ao conselho aprovar e revalidar políticas; é preciso, principalmente, solicitar a presença de um programa efetivo de compliance que contemple mecanismos de aferição do cumprimento dos regramentos da organização.

5. A boa governança deve refletir-se na vontade de prestar contas ao investidor, de forma transparente, sobre os resultados e riscos reais incorridos pela empresa. Apesar de atuar dentro da legalidade, a companhia deixou de lado esse princípio, já que poderia ter apresentado com mais nitidez suas operações com derivativos.

Por fim, o caso Sadia deixa a mesma lição de outros colapsos corporativos: o que importa é a governança para valer, praticada no dia a dia, e não aquela para inglês ver, baseada em formalismos. A análise mostra que a queda de uma grande companhia como a Sadia, tal qual um acidente aéreo, foi resultado de diversos erros interligados. Resta agora internalizarmos as lições para prevenirmos catástrofes similares.

REFERÊNCIAS

Estão apresentadas nas notas de rodapé das seções deste caso.

LIVRO EM QUE O USO DO CASO É SUGERIDO

BRUNI, A. L. **Administração financeira de empresas no Brasil**. Texto em elaboração.

PROBLEMATIZAÇÕES POSSÍVEIS

Caso você esteja matriculado em alguma das turmas do Prof. Adriano Leal Bruni, apresente suas respostas no formulário disponível em <<https://forms.gle/Fg8x47p3GAUGzZEw5>> antes da aula em que este caso será usado (consulte o planejamento da disciplina). A apresentação dessas respostas pode ser usada para repor notas de atividades de sala de aula (caso a disciplina cursada por você registre notas em atividades de sala de aula). Se lembre que um caso pode conter diferentes problematizações, com códigos apresentados entre colchetes no início de cada conjunto de perguntas. Responda à problematização proposta para a sua aula!

[IMPLICACOES_CIA_SAUDAVEL_FIN_CONFL] AULAS DE FINANÇAS: Conflitos. No livro sugerido, leia o capítulo sobre "", estudando especificamente as informações nele contidas. Responda:

[1]