

Financeirização e reestruturação produtiva: evidências pós-crise financeira de 2008

*Armando Dalla Costa**

*Elson Rodrigo de Souza-Santos***

Resumo: A chegada da crise financeira mundial ao Brasil no segundo semestre de 2008 revelou como as empresas não financeiras operavam com derivativos para obter proteção e ganhos de curto prazo. Este fato colocou firmas aparentemente sólidas em dificuldades devido às perdas no mercado financeiro, especialmente em função dos derivativos cambiais, atingindo cerca de 200 companhias, das quais entre 60 a 70 ficaram em situação dramática. Tal situação forçou a reestruturação das companhias através de fusões, aquisições, venda de divisões, em nome de absorver os impactos negativos das perdas financeiras auxiliadas pela coordenação do BNDES e com apoio estatal. Neste trabalho o objetivo é apresentar como as perdas no mercado financeiro forçaram a reestruturação produtiva tomando como base os efeitos da crise financeira sobre o país em 2008.

Palavras-chave: Financeirização; Reestruturação produtiva; Empresas brasileiras.

Classificação JEL: G01; G32; L26.

* Pós-Doutor pela Université de Picardie Jules Verne, Amiens, França e Doutor pela Université de Paris III (Sorbonne Nouvelle). Professor do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná (UFPR) e Coordenador do Núcleo de Pesquisa em Economia Empresarial (NUPEM). Endereço eletrônico: ajdcosta@ufpr.br.

** Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Membro do Núcleo de Pesquisa em Economia Empresarial (NUPEM). Endereço eletrônico: elson129@gmail.com.

1 Introdução

A partir dos anos 1970, se tornou cada vez mais comum as empresas produtivas aprofundarem a participação no mercado financeiro inicialmente nos países desenvolvidos e, a partir da década de 1990, ampliando para países emergentes. Constituindo o fenômeno genericamente denominado de financeirização, as empresas não financeiras (ENF) são levadas a aplicarem elevadas parcelas da receita e planejamento relacionadas às operações financeiras que potencialmente podem influir nas atividades reais. Em paralelo, Crotty (2003) chama a atenção que as pressões dos acionistas por resultados de curto prazo podem resultar no fomento de operações especulativas de elevado risco, deixando em segundo plano o investimento real. Além disso, tal situação pode expor as firmas a cenários desfavoráveis que podem rapidamente gerar prejuízos, afetando o lado real das companhias.

No Brasil, a utilização de derivativos pelas grandes e médias empresas se tornou relativamente comum a partir dos anos 1990, como mostra Rossi Junior (2007), especialmente utilizando derivativos cambiais para a proteção das empresas exportadoras da volatilidade cambial. Entretanto, no governo Lula (2003-2010) o ambiente de prosperidade econômica, estabilidade e perspectiva de valorização do real frente ao dólar, favoreceu a montagem de operações com derivativos cambiais visando a proteção contra a valorização, melhora dos resultados de curto prazo e fortalecimento da posição de mercado. Entretanto, quando a crise financeira mundial chegou ao país, na segunda metade de 2008, revelou o tipo de operação que as firmas realizaram e o alto risco que correram não prevendo uma mudança rápida de cenário. O resultado foi que cerca de 200 companhias entraram em dificuldades e, destas, cerca de 60 a 70 ficaram em situação crítica, forçando a reestruturação do lado real das firmas para a absorção dos impactos negativos do lado financeiro.

Deste cenário emerge a proposta do trabalho de aprofundar como a financeirização pode influir no comportamento da firma e a relação entre o negócio produtivo principal e as operações na esfera financeira. O estudo utilizado como base é a chegada da crise financeira mundial ao Brasil no segundo semestre de 2008, enfatizando a trajetória de duas companhias de alimentos rivais, Sadia e Perdigão. A crise, mais fortemente sentida pela Sadia, levou ambas a alterarem

sua relação de competição, dando início a um processo de fusão. Para isso, o artigo está dividido em duas partes. A primeira apresenta os efeitos teóricos e estudos empíricos sobre movimento de financeirização das ENF's. A segunda traz o foco para o Brasil e destaca os efeitos da crise financeira mundial sobre as empresas brasileiras tendo como base o caso da Sadia e da Perdigão.

2 Financeirização e uso de derivativos

A financeirização é caracterizada pelo aumento da importância das atividades financeiras para as ENF's, sendo um fenômeno relativamente novo que ganhou força com o movimento de liberalização e desregulamentação financeira a partir de 1970 nos países desenvolvidos e, mais recentemente, atingindo os países emergentes. Segundo Crotty (2003), alterando o cenário de "*paciente finance*" para "*impatient finance*", em que os ganhos no mercado financeiro aparecem como uma opção atraente para complementar e mesmo constituir uma nova fonte de receita. Este movimento é particularmente estudado nas economias desenvolvidas da América do Norte e Europa, especialmente nos Estados Unidos, que traz mais e melhores dados e informações que outros países, transformando-o no foco de grande parte dos estudos.

A materialização da financeirização, segundo Orhangazi (2007) e Bartram *et al.* (2003), não se dá apenas com a abertura de capital das companhias, mas principalmente pelo uso de produtos financeiros dos mais diversos para diferentes fins, especialmente em relação a proteção e alavancagem. Os produtos mais utilizados pelas companhias são os derivativos, que são títulos que têm seu valor derivado de preços de mercado ou instrumentos financeiros. Segundo a Bovespa (2011), podem ser:

Hedge: uma espécie de seguro de preço com o objetivo de proteção contra as volatilidades diversas como taxas, moedas ou preços;

Alavancagem: os derivativos têm grande poder de alavancagem na medida em que exigem menos capital do que a compra do ativo à vista, permitindo que ao adicionar derivativos aos investimentos a rentabilidade total cresça a menor custo;

Especulação: pode-se tomar uma posição no mercado futuro ou de

opções sem uma posição correspondente no mercado à vista jogando com a possibilidade de mudança de preços no futuro;

Arbitragem: o objetivo é aproveitar as discrepâncias no processo de formação de preços dos diversos ativos e mercadorias e entre vencimentos;

Os principais tipos de derivativos utilizados pelas empresas não-financeiras são: taxa de juros; câmbio; e *commodities*. Em destaque as operações envolvendo câmbio, devido a volatilidade provocada pela adoção de taxas flutuantes nas últimas décadas em conjunto com o crescimento do comércio internacional e investimento direto.

Olhando para os países desenvolvidos em que a financeirização é mais avançada, Crotty (2003) enfatiza a concepção chandleriana de que as empresas não financeiras possuem recursos ilíquidos (físicos, por exemplo) que servem para o crescimento de longo prazo e inovação e que não podem ser transformados rapidamente em dinheiro e líquidos (financeiros, por exemplo). O sucesso de longo prazo é combinado ao acesso a recursos de curto prazo. Neste ambiente, na medida em que as empresas não financeiras passaram a ser controladas por instituições rentistas, a obsessão pelos ganhos de curto prazo oriundos do mercado financeiro cresceram.

Os estudos empíricos de Stockhammer (2002) e Orhangazi (2007) colocam como efeitos perversos da financeirização o foco das empresas se deslocar para o curto prazo e a satisfação dos acionistas, colocando em segundo plano a atividade produtiva e os investimentos de longo prazo. Acompanhados da visão de Crotty (2003), acabam por colocar a financeirização como potencialmente ruim para objetivos reais das empresas produtivas ao desviar o foco do negócio original para o financeiro, podendo redundar na destruição da empresa no longo prazo, com efeitos negativos micro e macroeconômicos.

De outro lado, Dohring (2008), ao observar o uso de instrumentos financeiros pelas empresas europeias, conclui que estes são importantes para proteção das firmas das variações cambiais, ao amenizar o impacto da valorização do euro sobre as exportadoras. Para Adam (2002), o uso de derivativos é importante para a firma conseguir recursos para fortalecer o investimento produtivo na medida em que pode driblar as restrições de crédito e alto custo de capital externo. Desta forma, Dohring (2008) e Adam (2002)

colocam a financeirização como uma influência positiva para o crescimento e fortalecimento da firma no longo prazo, na medida em que criam canais de proteção e financiamento de projetos produtivos que permitem o aumento da competitividade.

Segundo Fornazier *et al* (2011), o problema das empresas não está em usar derivativos como proteção (hedge), mas sim passar a utilizá-los para finalidade especulativa mantendo posições líquidas sem cobertura do ativo usado no negócio. Além do mais, é muito tênue a fronteira que divide as finalidades em relação a utilização dos derivativos. Por exemplo, uma posição inicialmente tomada como proteção pode rapidamente se transformar em uma operação de alavancagem e especulação. Mesmo nas ENF's de capital aberto que, teoricamente, deveriam apresentar informações mais detalhadas sobre a governança corporativa e aplicações financeiras, é difícil identificar como a empresa pensa a atuação e o tipo de operações que está se envolvendo no mercado financeiro. Devido às operações não serem totalmente claras, os gestores podem ser seduzidos a assumirem posições extremamente arriscadas em nome de ganhos de curto prazo com a especulação e alavancagem, esquecendo-se dos riscos envolvidos. O resultado pode ser, em situações críticas como de crises ou volatilidades econômicas, colocar empresas aparentemente sólidas em dificuldades provocadas pelas perdas do mercado financeiro afetando a capacidade real da firma.

3 Financeirização e as empresas brasileiras

Quando a crise financeira mundial chegou ao Brasil, no segundo semestre de 2008, levou a mudanças rápidas nas variáveis econômicas, revelando os tipos de operações realizados pelas grandes e médias empresas brasileiras, especialmente exportadoras, durante os anos anteriores, que foram de boas perspectivas econômicas. O resultado, segundo Luciano Coutinho (2011), então presidente do BNDES, em entrevista dada aos *Cadernos de Desenvolvimento* do Centro Celso Furtado, revelou que cerca de 200 empresas entraram em dificuldades, especialmente devido a prejuízos provocados por derivativos cambiais. Entre as firmas envolvidas, de 60 a 70 ficaram em situação dramática. Este fenômeno fez com que surgisse a necessidade de intervenção do BNDES como fornecedor de recursos e coordenador de solução para salvar as companhias em dificuldades.

Recentemente diversos trabalhos, como Garcia e Vervloet (2009), Fornazier *et al* (2011), Rossi Junior (2007) e Pinese e Silva (2009), passaram a estudar como e o que aconteceu com as empresas produtivas e a financeirização revelada durante a crise. Entretanto, carecem de dados e estudos mais aprofundados a respeito do que aconteceu, abrindo margem a novos trabalhos.

3.1 Construção das operações

Estudos como de Rossi Junior (2007) enfatizam o uso de derivativos cambiais pelas ENF's brasileiras utilizados no período 1996-2004, justificado pelas volatilidades do período, como a mudança de política cambial, com a crise de 1998, para sistema de câmbio flutuante e os choques externos frequentes. Entretanto, durante a gestão Lula (2003-2010) as operações de derivativos passaram a ser mais comuns e a serem incorporadas ao planejamento das empresas não produtivas. Iniciou-se um movimento de valorização do real frente ao dólar conjugado com o crescimento da economia nacional e internacional, encorajando as empresas exportadoras a montarem operações com derivativos que apostavam que o real continuaria se valorizando frente ao dólar. Esta combinação de fatores tanto permitiu a proteção contra a valorização cambial, quanto angariava bons resultados no mercado financeiro, que favoreciam o investimento produtivo e os bons resultados de curto prazo que valorizavam as companhias. Entretanto, as operações traziam em seu pacote elevados riscos, especialmente em relação à possibilidade do real voltar a se desvalorizar em relação ao dólar devido a fatores externos que eventualmente poderiam ocorrer.

Segundo Garcia e Vervloet (2009) o produto financeiro favorito das empresas exportadoras era conhecido como *Target Accrual Range Note-TARN* ou *Target Accrual Range Forward-TARF*. O produto funcionava de tal forma que as partes envolvidas acordavam uma taxa de câmbio pela qual as empresas venderiam seus dólares a cada mês (*strike*). Caso o câmbio se apreciasse de forma a ficar abaixo do *strike* combinado, a empresa poderia vender uma quantidade de dólares para a instituição financeira por esse valor. Caso o câmbio se depreciasse, indo parar acima do *strike*, a empresa teria que vender uma quantidade de dólares à instituição financeira, à taxa de câmbio combinada (*strike*). Ou seja,

em um cenário desfavorável (real depreciado), a empresa se veria obrigada a vender, a baixo preço, quantidade de dólares duas vezes maior do que compraria no cenário favorável, produzindo potenciais grandes perdas. Além disso, esses produtos costumavam ter um limite máximo de lucro acumulado via vendas de dólar para as empresas, enquanto a recíproca não era válida para a instituição financeira.

O movimento de construção destas operações era encorajado pelo bom momento da economia brasileira e internacional, permitindo que existissem boas perspectivas de expansão das atividades das companhias. Tomando como exemplo os casos das companhias de alimentos Sadia e Perdigão (ver Tabela 1), o triênio 2006-2008 indicava forte crescimento na capacidade produtiva, volume de produção e lucratividade, conjugado com a tendência de redução da dívida líquida incluindo os ativos financeiros. Entretanto, quando a crise financeira mundial chegou ao Brasil, em 2008, através de desvalorização do real e redução da oferta de crédito, as operações com derivativos começaram a emergir e revelar o risco implícito nos bons resultados.

Tabela 1 - Principais números de Sadia e Perdigão - 2006-2008

	Sadia			Perdigão		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Lucro líquido (em R\$ milhões)	377	689	-2.485	117	321	54
Margem líquida (em %)	5,5	8,0	-23,2	2,3	4,8	0,5
Volume de vendas (em mil toneladas)	1.892	2.146	2.326	1.513	1.813	3.163
Receita bruta interna (em R\$ milhões)	4.482	5.320	6.607	3.644	4.589	8.104
Receita bruta externa (em R\$ milhões)	3.458	4.500	5.585	2.461	3.199	5.057
Dívida líquida (em R\$ milhões)	1.318	1.148	6.733	633	429	3.390
Nº de empregados	47.304	52.422	60.580	39.048	44.752	59.008

Fonte: Elaboração dos autores com base nos dados divulgados pelas empresas.

No caso da Sadia, os efeitos foram aprofundados pela gestão agressiva dos derivativos para alavancar o crescimento e fortalecer a empresa como uma das grandes multinacionais brasileiras e bem posicionada no mercado. Porém, o alto risco assumido foi revertido em um prejuízo de R\$ 2,4 bilhões e dívida de R\$ 6,7 bilhões, forçando a empresa a se reestruturar e buscar ajuda externa para sobreviver. Apesar do prejuízo, as vendas, receita bruta interna e externa, acompanhada da ampliação da capacidade produtiva continuavam crescendo. Por outro lado, a Perdigão foi menos otimista em relação ao risco das operações com derivativos e sofreu um impacto menor quando o cenário mudou, conseguindo manter a solidez da companhia. Mesmo assim, apresentou um grande salto na

capacidade produtiva e de receita entre 2007 e 2008, aproximando-se e superando a Sadia em termos reais. Isso poderia indicar uma dedicação maior da Sadia em obter resultados de curto prazo no mercado financeiro e da Perdigão em focar na ampliação da capacidade produtiva e fortalecimento da posição no mercado.

3.2 Repercussões da crise financeira

A crise financeira revelou as operações com derivativos das empresas brasileiras, principalmente envolvendo as exportadoras com operações de alto risco. O montante atingiu cerca de 200 firmas, entre as quais de 60 a 70 ficaram em situação crítica e necessitavam de ajuda. O socorro veio através de medidas estatais, envolvendo o BNDES, por ação direta fornecendo recursos e coordenando operações de reestruturação. Entre os casos mais evidentes divulgados pela mídia, estavam as notícias de perdas iniciais de R\$ 760 milhões da Sadia e R\$ 1,95 bilhões da Aracruz (Uol Economia, 2008). Ironicamente grande parte das empresas aparentavam serem sólidas e ter uma trajetória de crescimento sustentada no longo prazo com a ampliação de capacidade de investimentos e vendas no Brasil e exterior.

Voltando ao caso da Sadia e Perdigão, eram duas empresas que sofreram prejuízos com operações financeiras e precisavam ser absorvidas pelo lado real da companhia que estava em crescimento. Entretanto, a situação da Sadia era crítica e teria grandes dificuldades em arcar com o ônus da crise. Assim, as conversas que existiam sobre uma eventual associação entre as duas companhias voltaram a tona, como foi mostrado no trabalho da época, Dalla Costa e Souza-Santos (2009), que depois de uma década de tratativas e fracassos a negociação acabou evoluindo com o incentivo da crise. O resultado do processo foi o nascimento de uma nova companhia denominada Brasil Foods, que foi vendida como uma fusão, mas que apresenta características de uma incorporação da Sadia pela Perdigão, justificada pela situação dramática em que a Sadia se encontrava.

Desta forma, o incentivo colocado pela crise financeira permitiu o nascimento da Brasil Foods, que constitui uma empresa com elevado poder de mercado no setor de alimentos, o que pode ser potencialmente ruim para a competição no setor, ao estreitar as opções do consumidor. Esta preocupação

ficou evidente quando a nova companhia solicitou aprovação junto ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Este órgão preocupou-se em encontrar uma saída que permitisse a união das companhias sem prejudicar a concorrência, considerando que ambas são donas de marcas que lideram mercados como de pizzas, carnes congeladas e massas. É inegável que a Brasil Foods será uma grande multinacional de alimentos brasileira, mas poderiam também ter continuado sendo duas empresas competindo entre si e criando opções para o consumidor e alternativas para os fornecedores, caso a crise não as tivesse afetado com tamanhos prejuízos.

4 Considerações finais

O trabalho teve como objetivo mostrar como a financeirização das ENF's pode gerar alterações na estrutura produtiva e na competição empresarial. Na primeira parte foram apresentados os estudos teóricos e empíricos a respeito da influência no comportamento da firma e possíveis extensões sobre a atividade produtiva. Em seguida, o tema foi trazido para o Brasil enfatizando as operações com derivativos de empresas exportadoras brasileiras, colocando como exemplo o caso de duas grandes companhias de alimentos brasileiras, até então concorrentes: Sadia e Perdigão.

No caso apresentado como exemplo, a Sadia se destacou como a que mais deu atenção ao mercado financeiro, o que se traduziu em elevados prejuízos quando a crise se precipitou na segunda metade de 2008. Em contraponto, a Perdigão se mostrou mais conservadora nas operações financeiras com derivativos e conseguiu amortecer o impacto das perdas. Ambas apresentavam crescimento nos anos anteriores a crise, em que pese a Perdigão estar em uma curva ascendente em relação à Sadia, tendendo a superá-la. Este poderia ser um sinal de como as firmas encaram de forma diferente a relação entre lado real e financeiro das atividades das companhias inseridas no contexto organizacional, institucional, micro e macroeconômico. O resultado foi uma empresa em extrema dificuldade, a Sadia, que passou a ver a fusão (ou venda) para Perdigão como forma de salvar a companhia, sendo o que aconteceu com a criação da Brasil Foods, uma grande empresa de alimentos que possui um forte poder de mercado a ponto de demandar aproximadamente dois anos até que o CADE aprovasse

a fusão. A explicação do órgão para a demora foi a de evitar efeitos negativos sobre a concorrência em relação aos consumidores e fornecedores. Dessa forma, o país deixou de ter duas grandes concorrentes, mas viu surgir uma firma com potencial tanto para disputar *market share* no mercado interno como para tornar-se uma multinacional brasileira.

Os estudos a respeito da financeirização das empresas brasileiras e impactos sobre a estrutura produtiva são deficitários pela falta de dados mais precisos e mesmo por ser um tema relativamente novo em termos mundiais. Tanto que a maioria dos principais estudos empíricos voltam a atenção para as empresas norte-americanas por terem dados mais ricos e organizados. Por outro lado, o problema da financeirização das ENF's acontece com empresas de outros países, e o fato de não haver estudos detalhados e conclusivos gera um vácuo teórico e empírico. O aprofundamento dos estudos, com dados reais das empresas, envolvendo aspectos micro e macroeconômicos, poderiam contribuir para esclarecer o fenômeno da financeirização e ajudar as empresas a tomarem medidas mais adequadas.

Referências

- Adam, T. (2002). "Do firms use derivatives to reduce their dependence on external capital markets?". *European Finance Review* 6: 163-187.
- Bartram, S. *et al.* (2003). International evidence on financial derivatives usage. *Financial Management* 38(1): 185-260.
- Bovespa. (2011). "O que são derivativos". URL [on-line]: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 6 de dezembro de 2011.
- Coutinho, L. (2011). "Entrevista com Luciano Coutinho". *Cadernos do Desenvolvimento* 6(9): 406-419.
- Crotty, J. (2003). "The neoliberal paradox: the impact of destructive product competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era". *Political Economy Research Institute (PERI) Research Brief*, 2003-5.
- Dalla Costa, A. J.; Souza-Santos, E. R. (2009). "Brasil Foods: a fusão entre Perdigão e Sadia". *Economia & Tecnologia* 5(17): 165-176.
- Dohring, B. (2008). "Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure: a euro-area perspective". *European Economy Economic Papers*, 299.
- Fornazier, A. *et al.* (2011). "Condicionantes macroeconômicos da tomada de decisão nas empresas não-financeiras no Brasil: uma análise no contexto da crise de 2008". In *IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)*, Revista Economia & Tecnologia (RET) Vol. 8(1), p. 35-46, Jan/Mar 2012

Rio de Janeiro.

- Garcia, M.; Vervloet, W. (2009). “Incentivo perverso das reservas internacionais brasileiras: o caso das empresas exportadoras brasileiras”. URL [on-line]: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td564.pdf>. Acesso em: 29 de novembro de 2011.
- Orhangazi, O. (2007). “Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation of the U.S. economy: 1973-2003”. *Political Economy Research Institute (PERI) Working Paper*, n. 149.
- Pinese, H. P.; Silva, B. A. (2009). “A crise financeira internacional e o efeito dos derivativos cambiais: a operação de target forward da Aracruz Celulose”. In *XII SEMEAD Empreendedorismo e Inovação*. URL [on-line]: <http://www.ead.fea.usp.br/semead/12semead/resultado/trabalhosPDF/345.pdf>. Acesso em: 02 de dezembro de 2011.
- Rossi Junior, J. L. (2007). “The use of currency derivatives by brazilian companies: an empirical investigation”. *Revista Brasileira de Finanças* 5(2): 205-232.
- Stockhammer, E. (2002). “Financialization and the slowdown of accumulation”. *Cambridge Journal of Economics* 28(5): 719-141.
- Uol Economia. (2008). “Acompanhe os principais fatos da crise financeira mundial”. URL [on-line]: <http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/10/10/ult4294u1723.jhtm>. Acesso em: 08 de dezembro de 2011.

