

## **Perdigão: Um Exemplo que os Custos de Agência Colaboram na Criação de Valor de Uma Empresa?**

### **Autoria**

Stephanie Cristina Garcia Trapp Passos - [stephaniecgt@gmail.com](mailto:stephaniecgt@gmail.com)

PPGCcont / UnB - Universidade de Brasília

Cleidinara Ribeiro Dias - [cleidinara48@gmail.com](mailto:cleidinara48@gmail.com)

### **Resumo**

Esse caso de ensino tem como objetivo fomentar uma análise entre os discentes sobre os custos de agência que uma empresa pode utilizar para mitigar seus riscos de assimetria da informação entre o agente-principal e, conseqüentemente, criar/melhorar seu valor de mercado. Para isso, utilizou-se o caso da fusão entre a Perdigão e a Sadia. Entretanto, o principal foco será na história da Perdigão, sua ascensão e seus prejuízos que levaram a tentativa de aquisição hostil da Sadia e, posteriormente a fusão. Para isso, foram coletadas informações de sites de notícias, relatórios divulgados pelas empresas, artigos e dissertações com coletânea de dados e documentos de agências reguladoras. Busca-se, à luz da teoria da agência, determinar qual foi a percepção dos acionistas sobre o nível de assimetria de informação entre os participantes e quais os custos de agência incorridos pela empresa. Assim, espera-se que os discentes reflitam sobre os impactos da teoria da agência e as formas de minimizar os riscos por meio dos custos de agência. Diante de todos os pontos expostos, espera-se incitar uma reflexão a respeito de como identificar e minimizar os impactos da assimetria de informação na relação entre agente principal com o objetivo de criar/aumentar valor de mercado.

## **Perdigão: Um Exemplo que os Custos de Agência Colaboram na Criação de Valor de Uma Empresa?**

### **RESUMO**

Esse caso de ensino tem como objetivo fomentar uma análise entre os discentes sobre os custos de agência que uma empresa pode utilizar para mitigar seus riscos de assimetria da informação entre o agente-principal e, conseqüentemente, criar/melhorar seu valor de mercado. Para isso, utilizou-se o caso da fusão entre a Perdigão e a Sadia. Entretanto, o principal foco será na história da Perdigão, sua ascensão e seus prejuízos que levaram a tentativa de aquisição hostil da Sadia e, posteriormente a fusão. Para isso, foram coletadas informações de sites de notícias, relatórios divulgados pelas empresas, artigos e dissertações com coletânea de dados e documentos de agências reguladoras. Busca-se, à luz da teoria da agência, determinar qual foi a percepção dos acionistas sobre o nível de assimetria de informação entre os participantes e quais os custos de agência incorridos pela empresa. Assim, espera-se que os discentes reflitam sobre os impactos da teoria da agência e as formas de minimizar os riscos por meio dos custos de agência. Diante de todos os pontos expostos, espera-se incitar uma reflexão a respeito de como identificar e minimizar os impactos da assimetria de informação na relação entre agente-principal com o objetivo de criar/aumentar valor de mercado.

**Palavras-Chave: Custo de agência, Perdigão, Sadia, Teoria da Agência.**

### **ABSTRACT**

This teaching case aims to promote an analysis among undergraduate and graduate students, on the agency costs that a business company can use to mitigate its risks of information asymmetry between the principal-agent and, consequently, create/improve its market value. For this, the case of the merger between Perdigão and Sadia was used. However, the main focus of this teaching case will be on the history of Perdigão, its rise, its losses that led to the hostile takeover attempt of Sadia and finally, the merger of both companies. For this, information was collected from News sites, reports released by the companies, articles and dissertations with data collection and documents issued by regulatory agencies. Through this trajectory it is sought, in the light of the agency's theory, to determine what was the perception of shareholders about the level of information asymmetry present among the participants and what agency costs incurred by the company. Through this teaching case, students are expected to reflect on the impacts of agency theory on a company and its participants. In addition to looking for ways to try to minimize the risks of asymmetry through agency costs. In view of all the points exposed, through this process of learning with facts, it is expected to incite a critical reflection on how to identify and minimize the impacts of information asymmetry present in the relationship between principal agent in a company with the objective of creating/increasing its market value.

**Key Words: Agency cost, Perdigão, Sadia, Agency Theory.**

### **INTRODUÇÃO**

A indústria brasileira de alimentos é a maior do país, representando 10,6% do Produto Interno Bruto brasileiro e gerando uma alta oferta de empregos. Sendo assim, o Brasil é o segundo maior exportador de alimentos industrializados do mundo<sup>1</sup>. Uma das líderes na produção de alimentos é a BRF S.A, empresa que surgiu após a fusão de duas grandes marcas: Perdigão e Sadia.

Desde a década de 70, a empresa ocupa o segundo lugar na produção nacional e nas exportações, não apenas no abate, mas também na indústria e venda de mercadorias de carnes de aves e de suínos<sup>ii</sup>. Tendo forte participação no mercado brasileiro, e uma mudança organizacional relevante ao longo dos anos, considera-se uma análise sobre a Perdigão de forte relevância.

Dessa forma, esse caso de ensino apresentará o contexto histórico da Perdigão, desde seu surgimento como uma pequena empresa em Santa Catarina até a fusão com a principal concorrente, o que fez surgir uma nova marca: a BRF SA. <sup>iii</sup> Com base na história dessa empresa, serão analisados possíveis problemas de agência decorrentes da relação agente-principal e quais foram os custos de agência incorridos para mitigar tais riscos com o intuito de criar valor de mercado para a empresa.

### **Surgimento da Perdigão: da empresa familiar ao capital aberto<sup>iv</sup>**

A empresa foi fundada em 1934 pelas famílias de imigrantes italianos, Panzoni e Brandalise. E ao longo de várias décadas, permaneceu sob a gestão familiar, sendo passada de geração a geração. A principal estratégia da empresa era diversificar investimentos ao associar-se a empresas do setor agroindustrial, aumentando assim suas unidades operacionais em diversas atividades.

Já na década de 70, a Perdigão tinha se tornado uma empresa de grande porte da agroindústria, sendo a segunda maior no setor. O crescimento da empresa foi tão grande que estava entre as sessenta maiores empresas brasileiras.

Entretanto, mesmo com o forte crescimento, a empresa estava com problemas aparentes de um crescimento não planejado. Foram realizadas diversas aquisições em atividades não relacionadas ao setor alimentício, como: aquisição da emissora de TV Barriga Verde, o hotel San Rafael e o supermercado Perdigão. Além disso, a Perdigão não tinha uma estrutura formal de governança, diferentemente da sua principal concorrente do setor (Sadia). Dessa forma, os prejuízos apareceram devido ao forte financiamento de capital de terceiros, uma excessiva diversificação sobre o *core business* e aparente administração não capacitada para lidar com as demandas que surgiram na empresa.

Nesse contexto, em meados da década de 80, a holding Perdigão abriu o capital em uma condição de governança desfavorável, pois era uma empresa familiar com potenciais conflitos entre controladores e minoritários. Alguns membros da família Brandalise, que ocupavam cargos de gestão dentro do Grupo Perdigão, também exerciam atividades políticas em Santa Catarina, o que poderia indicar uma certa sobreposição entre interesses políticos e empresariais. Um mecanismo de expropriação de minoritários na Perdigão pode ser observado devido a relatos da prestação de serviços de empresas terceiras dentro da Perdigão, que seriam propriedades dos controladores, e que por tal razão eram contratadas sem passar por cotação de preços ou, muito menos uma análise de qualidade sobre a contratada.

Entre os anos 80 e 90, além da questão administrativa, a Perdigão sofreu uma recessão econômica que resultou em uma crise de liquidez e endividamento. Tinha uma constante demanda interna por empregar diretores familiares, priorização dos pró-labore em detrimento de reinvestimentos que não foram feitos fazendo com que o parque industrial da empresa ficasse desatualizado para a época. O impacto financeiro demandou que a família Brandalise iniciasse um processo de reestruturação, mas sem abrir mão da gestão da empresa.

A empresa Perdigão teve diversas influências em atividades políticas, como Saul Brandalise, presidente do grupo, que tinha participação ativa na Federação das Indústrias de Santa Catarina, e seu genro e diretor financeiro da empresa, que atuou como secretário da Fazenda no estado. Existia assim, uma forte relação empresarial e política, que poderia indicar uma sobreposição de funções.

Com a reestruturação, e esse contexto políticos, os gestores-herdeiros da Perdigão foram pressionados por acionistas minoritários, liderados por Eggon João da Silva (WEG Motores), a renunciarem à gestão, passando Eggon<sup>v</sup> a assumir a presidência e a incentivar a saída da família Brandalise da Perdigão. Tal fato ocorreu em 1994, com a venda de 70,6% das ações familiares para um *pool* de fundos de pensão.

### A evolução da Perdigão com a entrada do Fundo de Pensão

Com a mudança interna decorrente da saída da família fundadora da empresa, foram criados o conselho de administração e o fiscal. O presidente escolhido, Nidelmar Secches, conduziu o plano de reestruturação da empresa, com foco no *core business* e no enxugamento da estrutura operacional. As empresas que faziam parte do grupo, mas não tinham relação com o *core business* de alimentação, foram vendidas pelo grupo, focando em investimentos sobre a capacidade produtiva do negócio de alimentação. Sendo umas das novas estratégias, investir na produção de alimentos pré-processados, pratos prontos de massa e carnes, produtos de maior valor agregado. A Perdigão mudou então sua categoria de "agroindústria" para "processadora de alimentos".

Além da estratégia operacional, ocorreu uma reestruturação administrativa e redução dos níveis hierárquicos gerenciais, focando na descentralização e flexibilização da estrutura decisória. Dessa forma, a empresa abdicou de ser conhecida como uma empresa familiar para uma mais estruturada e transparente frente ao mercado. Um momento claro sobre a mudança de postura gerencial da Perdigão, é quando são lançadas ADRs nível II na bolsa de NY em 2000. Além disso, ao emitir o relatório anual a empresa ressalta sua preocupação com a governança corporativa, divulgando mais, sendo mais transparente e incentivando a participação de preferencialistas e minoritários nas assembleias.

Outro ponto relevante sobre a nova gestão da Perdigão, é que sua posição como exportadora aumentou consideravelmente, incrementando seu valor de mercado, por se tornar mais lucrativa (aumento de 16% sobre o EBITDA entre 1996 e 2006). Além disso, o Retorno dos Ativos (ROA), na gestão familiar estava negativo e com a nova gestão o ROA médio passou a ser de 4,41%. Percebe-se pela tabela a seguir que o faturamento da empresa foi aumentando consideravelmente ao longo dos anos, junto com seu quadro de funcionários e, por fim, seu lucro líquido.

**Tabela 1 - Resumo das Demonstrações Perdigão**

	1994	1996	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Faturamento Bruto Interno (R\$ MM)	354	773	1108	1554	1754	2135	2533	1984	3036	3644
Faturamento Bruto Externo (R\$ MM)	116	244	307	512	1035	1206	1206	2006	2837	2461
Faturamento Bruto Total (R\$ MM)	470	1017	1415	2066	2789	3341	3739	3990	5873	6105
Funcionários (mil)	12,3	14,3	15,2	19,3	22,4	24,2	28	30,9	35	39
EBITDA (R\$ MM)	29	68	75	94	131	206	160	421	293	383
Margem EBITDA/ Receita Bruta	8,2	8,8	6,8	6	7,5	9,6	6,3	21,2	9,7	10,5
Lucro Líquido (R\$ MM)	12	31	10	43	60	47	45	168	8	124

Fonte: Elaborado pelos autores

A estratégia, como um todo, aplicada pela nova gestão da Perdigão resultou em pontos positivos à empresa. Como resultado, a Perdigão aderiu, em 2001, ao Nível 1 de governança corporativa e em 2002 concede *tag along* de 80% dos preferenciais. Também ganharam diversos prêmios, em destaque o prêmio ouro da ABAMEC (Associação Brasileira de Analistas de Mercado de Capitais). Em 2005, a empresa implementa o comitê de auditoria e passa a ser a única empresa do setor de alimentação a integrar o Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa, sinalizando de forma positiva a governança e a sustentabilidade social da empresa. Complementar a esses fatos, o valor de mercado da Perdigão, a partir de 2006, passou a ser maior que o da sua principal concorrente: a Sadia.

### Quem seriam os novos gestores?

A empresa tinha como objetivo principal o de promover um modelo de controle difuso de ações, de modo que os fundos de pensão seriam detentores de 48,98% das ações da empresa. Entretanto, em 2006, os fundos optaram por celebrar acordo de votos, e assim passaram a reunir-se previamente às assembleias para deliberar sobre as pautas e decisões. Dessa forma, surgiu um novo grupo de controle, que tinha significativo poder sobre os demais acionistas.

A Perdigão divulgou em seu relatório anual que o presidente do grupo, Eggon João da Silva seria o representante dos acionistas minoritários. Entretanto, o presidente do grupo era também representante da WEG motores que integrava o fundo de pensão que era acionista da Perdigão. Além disso, o Diretor-Presidente da Perdigão, Nidelmar Secches, também era presidente do conselho da WEG motores.

Acionistas	Ações				Participação no	
	Ações Ordinárias		Preferenciais		Capital Total	
	Número de	%	Número de	%	Número de	%
Previ BB	2.865.317	18,52	3.972.428	13,61	6.837.745	15,31
Fapes	2.040.884	13,19	0	0,00	2.040.884	4,57
Librium Fundo de Investimento em Ações*	0	0,00	967.126	3,31	967.126	2,17
Petros	2.255.562	14,58	2.814.061	9,64	5.069.623	11,35
Sistel	2.766.914	17,88	95.830	0,33	2.862.744	6,41
Valia	303.609	1,96	1.544.786	5,29	1.848.395	4,14
Real Grandeza	1.579.469	10,21	0	0,00	1.579.469	3,54
Previ – Banerj	514.805	3,33	151.060	0,52	665.865	1,49
<b>TOTAL</b>	<b>12.326.560</b>	<b>79,67</b>	<b>9.545.291</b>	<b>32,71</b>	<b>21.871.851</b>	<b>48,98</b>

\* Fundo destinado exclusivamente à Fapes.

Fonte: IAN2006 - Perdigão

## A tentativa de aquisição hostil da Sadia

Em 2006<sup>vi</sup>, foi emitido um documento intitulado “Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações de Emissão da Perdigão”. No estatuto social da empresa, havia algumas possíveis formas de mensuração, como:

- (1) por meio do método de fluxo de caixa descontado;
- (2) 135% do valor de emissão de ações dos 24 meses anteriores; e
- (3) 135% do valor médio das ações nos 12 meses anteriores.

Uma avaliação através do fluxo de caixa descontado foi realizada pelo Banco Bradesco S.A., já que a Perdigão não tinha ações nos últimos 24 meses, e o valor encontrado por ação foi de R\$25,28 e R\$27,25. E pelo método do valor médio, o preço da ação da empresa era de R\$20,65. No período da publicação da OPA, o estatuto social da Perdigão, exigia que dentre essas alternativas de mensuração fosse escolhido o método que oferecesse o maior valor, que no caso correspondia a 135% do valor médio das ações, que seria de R\$27,87.

Desde a saída da família Brandalise até a data da Oferta Pública de Ações (OPA) com a tentativa de aquisição da Sadia, os principais administradores da Perdigão eram os mesmos (Nildemar Secches e Eggon João da Silva) e ambos era conselheiros dos fundos de pensão que detinham o percentual de ações da Perdigão. A proposta da Sadia <sup>vii</sup> foi feita em dinheiro, ao invés de ações, o que para o mercado indicaria que a ofertante acreditava que o valor da sinergia entre as empresas superaria o valor da oferta <sup>viii</sup>. Porém, a grande maioria dos sócios recusaram

prontamente a oferta de compra, algo incomum de acontecer no mercado, a oferta foi negada em um prazo de uma semana. A Sadia aumentou o valor da proposta, porém decidiu por revogar em definitivo a oferta sobre a Perdigão.

### **A relevância da Gripe Aviária para a recusa da OPA**

Com o início das epidemias de gripe aviária e febre aftosa em 2005, as empresas de alimentação tiveram um forte impacto no seu mercado com quedas significativas de exportações devido à baixa demanda por carnes. Grande parte das exportações eram para consumo na Europa e Oriente Médio, porém com os problemas sanitários e a queda de exportações, a Perdigão teve redução na margem do EBITDA e LPA. Tal fato gerou uma queda significativa no ano de 2006 sobre o valor de mercado da Perdigão, de R\$4,2 bilhões para 3,1 bilhões. Devido à essa crise, os acionistas concluíram que a Perdigão estaria sendo subavaliada, devido a esse fato pontual.<sup>ix</sup> E por esta razão, que a maioria dos acionistas votaram pela rejeição da oferta da Sadia.

### **Os derivativos da Sadia**

Em 2008, a Sadia (principal concorrente da Perdigão) entrou numa crise financeira devido às perdas obtidas na compra de derivativos cambiais que tinham como objetivo proteger a empresa da desvalorização do dólar nas suas exportações. Entretanto, com a crise do *subprime* nos Estados Unidos e a falência de um dos maiores bancos americanos (Lehman Brothers), surge uma crise financeira mundial e, conseqüentemente, ocorreu uma valorização do dólar. Essa valorização, não era esperada pela Sadia, que se viu obrigada a exercer o derivativo o que acabou por gerar um prejuízo de R\$2,48 bilhões para a empresa<sup>x</sup>. Tal fato gerador fez com que a empresa tivesse de optar por alguma saída para não decretar falência. Desde a tentativa de aquisição hostil de 2006, foi determinado que as duas principais concorrentes teriam sinergia o bastante para agregar valor, entretanto, uma ideia de fusão à época não foi considerada. Por causa, do prejuízo adquirido com o instrumento derivativo a possibilidade de fusão entre as marcas renasceu.

### **Fusão Perdigão e Sadia: Nasce a BRF Brasil Food's S.A.**

Nesse contexto, em maio de 2009, surge o acordo de fusão entre a Sadia e a Perdigão por meio de uma nova marca: a BRF Brasil *Food's* S.A.<sup>xi</sup> Devido ao prejuízo financeiro da Sadia oriundo dos derivativos cambiais, a empresa teve uma composição acionária na BRF SA equivalente à um terço das ações, sendo o restante dos acionistas da Perdigão.

A BRF SA surge com um valor de mercado de aproximadamente R\$12,8 bilhões<sup>xii</sup> e está presente na bolsa de valores no Brasil e Estados Unidos, demonstrando sua forte participação no mercado alimentício.

Assim, a história da Perdigão passou de diferentes formas de gestão: desde sua criação como uma empresa familiar, a uma empresa de capital aberto gerido por fundos de pensão até a fusão com sua principal concorrente, surgindo uma das maiores empresas alimentícias do Brasil (BRF SA).<sup>xiii</sup>

Dentro dessa trajetória pode-se perceber alguns fatores ligados à relação entre o agente o-principal e a assimetria de informação, fato que acaba por ser intrínseco em uma organização. Dessa forma, alguns pontos relacionados à teoria da agência, e em especial os custos de agência tomados pela Perdigão como forma de mitigar os riscos e, conseqüentemente, agregar valor à empresa. Para isso, esses pontos serão discutidos por meio de perguntas que irão demandar a reflexão do discente sobre as ações tomadas pela empresa ao perceber um problema de agência e sobre o quesito de criação de valor.

## **NOTAS DE ENSINO**

### Fontes de Dados

Este Caso de Ensino foi elaborado com base em dados reais, sobre as histórias das empresas envolvidas: Perdigão, Sadia e BRF. Todas as informações foram coletadas de sites de notícias, demonstrações financeiras e relatórios emitidos pelas próprias empresas. As fontes encontram-se nas notas de fim.

### Objetivos Educacionais

O presente caso de ensino tem por objetivo o de:

- a. Analisar aspectos sobre a relação agente-principal, presente na teoria da agência, ao longo da trajetória histórica de uma grande empresa brasileira, desde sua constituição familiar até a fusão com uma grande concorrente e o surgimento da maior empresa alimentícia do país.
- b. Avaliar, dentre as informações dadas, os aspectos utilizados por uma empresa para identificar problemas de agência e os mecanismos de correção aplicados.
- c. Analisar a teoria da agência em um contexto diferente do *mainstream*, sob a trajetória de mudança organizacional de uma empresa, por meio de uma análise no histórico dela.
- d. Instigar o aspecto crítico do leitor em analisar informações de mercado, em especial aquelas que demandam certa inferência por se tratar de questões internas empresariais que nem sempre são divulgadas.

### Aspectos Pedagógicos:

Para a realização desse caso de ensino, recomenda-se que sejam feitos os seguintes passos:

- Leitura individual: 15 minutos
- Discussão em grupo: 30 minutos
- Discussão e consolidação de conhecimentos em sala de aula: 25 minutos
- Tempo total de atividade: 1 hora e 10 minutos

### EXPOSIÇÃO TEÓRICA E QUESTÕES DE DISCUSSÃO

Hoque (2018) apresenta a teoria da agência como sendo uma perspectiva teórica dominante na qual pesquisadores estudam comportamentos gerenciais, design organizacional e a criação de valor numa empresa. De acordo com Eisenhardt (1989), a teoria positivista identifica diversas alternativas de contratos, e por meio da teoria do agente-principal pode-se indicar qual o contrato mais eficiente dentre diversos níveis de incertezas, aversão ao risco, informação ou qualquer outra variável. Dentre possíveis variáveis comuns de agência, temos: resultados versus incentivos baseados em comportamentos, subjetivo versus informação objetiva, sistemas de informação e programação de tarefas.

Baiman (1990) resume de forma crítica as três principais possíveis abordagens da teoria da agência: por meio do agente-principal, da transação de custos econômicos e o modelo positivista (Rochester). Sendo que esses dois últimos tendem a identificar as situações nas quais há divergências entre os interesses dos principais e agentes e, conseguem avaliar efetivamente os custos incorridos por meio de mecanismos de governança baseado em custos de transação. Porém, os modelos de transação de custos econômicos tendem a diferir de pesquisas positivistas, já que o mercado de capitais é visto como eficiente e capaz de antecipar acuradamente os incentivos gerenciais, tendo assim um papel mais central na abordagem positivista.

Jensen e Meckling (1976) definiram que um relacionamento entre agente-principal ocorre por meio de um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata outro indivíduo (o agente) para performar algum tipo de serviço em nome do primeiro envolvendo delegar a autoridade de tomada de decisão para o agente.

Sob esse contexto, Jensen e Meckling (1976) apresentam o problema de agência que surgem devido ao fato de que os indivíduos são deterministas e que trabalham de forma a satisfazer seus próprios interesses oportunistas, e que em algumas ocasiões as divergências podem aumentar devido a informações incompletas e incertezas. De modo geral, o principal tem como objetivos o de: prover o capital necessário, suportar os riscos do negócio e construir incentivos. Já o agente busca completar as tarefas que lhe são repassadas, tomar as decisões em nome do principal por meio do contrato que lhe é repassado e suportar os riscos do negócio de um modo mais indireto.

Outro ponto relevante que surge na relação entre agente-principal é a assimetria de informação. Scott (1997) define que isso ocorre quando uma parte tem vantagem informacional frente a outra, normalmente o agente que apresenta a vantagem pois está no dia-a-dia organizacional. E dessa assimetria podem surgir dois problemas de agência: o risco moral e a seleção adversa.

Dessa forma, torna-se importante conhecer esses riscos diferenciais entre as partes de modo que essas divergências sejam minimizadas. Hoque (2018) cita algumas estratégias com o intuito dos problemas de agência serem mitigados, isso ocorre pelos chamadas custos de agência, que podem ser classificados em três grupos:

- (1) Custos de monitoramento - custos incorridos pelo monitoramento sobre o comportamento do agente;
- (2) Custos de alinhamento - é relacionado a iniciativas com o objetivo de aproximar os objetivos entre o principal e o agente, por exemplo com um incentivo de bônus ou recompensa;
- (3) Custos residuais - qualquer outro custo que possa ser resultado da incongruência do agente-principal que não está nos outros dois grupos.

A estratégia é minimizar as divergências de objetivos entre o agente-principal, sendo por meio de custos de monitoramento ou de aproximação. Entretanto, Morck, Schleifer e Vishny (1988) apresentam o “entrenchamento gerencial” que afirma que o conceito de propriedade do gerente pode aumentar, a ponto de ele sentir-se entrenchado de modo a tomar decisões que maximizem sua própria riqueza em oposição aos outros. Jensen e Meckling (1976) alertaram que se a participação acionária de um gerente é alta (ou a propriedade é altamente dispersa), esses agentes podem ganhar maior controle interno sobre a empresa e tornarem-se imunes a mecanismos de governança.

Baiman (1990), em seu estudo sobre revisão da teoria da agência, critica que na prática as relações entre o agente-principal são muito mais complexas do que de fato aparenta pela teoria. E que na relação agente-principal, como os indivíduos são racionais, tentam modelar contratos ótimos. Entretanto, na economia dos custos de transação, percebe-se que a racionalidade é limitada e que assim, os contratos tornam-se incompletos. Desse modo, o foco passa a ser na estrutura de governança como resposta para minimizar os riscos na relação agente-principal.

Percebe-se que a teoria da agência pode ser estudada com o objetivo de discutir sobre possíveis conflitos de interesses, problemas de incentivos e mecanismos para controlá-los. Utilizando como base esse caso de ensino sobre a história da Perdigão desde seu surgimento como uma empresa familiar até a transformação na BRF, maior empresa do setor alimentício brasileiro, pode-se analisar alguns conceitos presentes na teoria da agência. Instiga-se que os



discentes, por meio de uma análise crítica, discutam sobre as medidas adotadas pela empresa e o nível de percepção dela sobre os problemas de agência.

- 1) Em 1934, a Perdigão surge como uma empresa constituída por duas famílias, Panzoni e Brandalise, na qual a gestão era repassada de geração em geração. O caso de ensino demonstrou uma ascensão econômica inicial da empresa para posteriormente entrar em decadência devido a decisões mal tomadas internamente pelos seus administradores. Na teoria da agência, percebe-se o conflito de interesse entre os agentes presentes no dia-a-dia da empresa e os acionistas (principais). Numa empresa familiar, a gestão empresarial é muitas vezes composta por membros da própria família, tendo assim uma relação agente-principal diferente de um contexto empresarial de uma empresa com capital aberto. De que forma podemos associar a teoria da agência e quais seriam os problemas da agência nesse contexto?**

A análise da teoria da agência sobre um contexto de empresa familiar é diferente, mas ainda existente. Jensen e Meckling (1976) acreditam que custo de agência não seria possível, ou ao menos seriam insignificantes num contexto de empresa familiar, entretanto pode-se perceber casos nesse mesmo contexto familiar que pode levar sim a uma associação com a teoria da agência nesse novo contexto. Uma empresa familiar pode ter problemas de agência quando em sua constituição tiver mais de uma família, como seria no caso da Perdigão (Panzoni e Brandalise). Mesmo não tendo uma figura de um acionista externo e distante como em uma empresa de capital aberto, uma empresa familiar pode ter problemas de agência devido a diferentes membros com diferentes objetivos.

Uma empresa familiar pode ter uma visão diferente de negócio em comparação com uma empresa não-familiar. Como Hoque (2018) exemplifica, uma empresa familiar pode ter como objetivo fatores não financeiros, mas pessoais como de altruísmo e de manter o legado. Chua, Chrisman e Bergeil (2009) que ao existir uma assimetria no altruísmo familiar e a falta de controle dentro de uma empresa pode dificultar os contratos explícitos e implícitos entre os membros familiares donos da empresa e aqueles que estão de fato trabalhando nela, em especial devido à comportamentos oportunistas do segundo.

Isso pode ser observado no próprio caso da Perdigão, no qual as gerações mais novas que estavam na gestão da empresa começaram a investir em negócios fora do *core business* da empresa, sem realizarem qualquer tipo de investimento em melhorias na área de produção. Isso ocasionou, um crescente prejuízo financeiro à empresa, surgindo a necessidade de reestruturação que ocasionou na compra da Perdigão por fundos de pensão.

- 2) Com a reestruturação da Perdigão em 1994, e a aquisição de uma parte das ações da empresa por fundos de pensão, surge um novo conflito de agência, pois os acionistas passam a não quererem mais que a família fundadora gerencie a Perdigão. E como solução para o problema, o fundo de pensão escolhe o novo presidente da empresa e conseqüentemente há uma ascensão sobre os resultados da empresa antes precários. À luz da teoria da agência pode-se explicar por que os resultados melhoraram?**

Eisenhardt (1989) demonstra que problemas contratuais entre o principal e o agente ocorrem, dentre outros fatores, devido a assimetria de informação entre eles. No caso da Perdigão, ao realizar a reestruturação a empresa familiar estava com prejuízos altos, o que gerou desconfiança no mercado. Ao serem adquiridos, surgiu uma desconfiança por parte dos

acionistas frente aos gestores da empresa endividada. E como uma forma de solução frente ao problema surgiu a necessidade dos acionistas (principal) delegar o controle da empresa a outro indivíduo (agente).

E é com essa mudança sobre o agente que a Perdigão passa a melhorar suas práticas internas, com o intuito de melhorar a relação entre agente-principal, o objetivo da empresa passou a ser a melhorar aspectos da sua governança corporativa. Junto com o seu conjunto de melhores práticas, contribui como uma forma de reduzir a assimetria de informação, pois aumenta a transparência e a confiabilidade das ações organizacionais. Dessa forma, percebe-se que a empresa tinha um conflito de interesse entre o agente-principal e que por meio de uma mudança interna sobre o agente junto com a aplicação de custos de monitoramento ocorreu um melhor desempenho da empresa.

Além disso, percebe-se que o presidente da empresa faz parte também do conselho do fundo de pensão, de modo que ele tem participação tanto internamente na Perdigão, quanto sobre o fundo que controla parte acionária da empresa, de modo que se pode inferir que, nessa nova gestão da Perdigão há uma certa convergência de objetivos entre o agente e o principal.

### **3) A empresa Perdigão é considerada uma organização familiar e tradicional, por que a empresa Sadia optou em fazer uma oferta hostil na Perdigão, já que a oferta hostil é bem rara no mercado brasileiro?**

Temos dois tipos de negociação a amigável ou a hostil, a amigável pode ser definida como uma mudança na propriedade corporativa sem o corte ou mudança no controle administrativo, já na hostil resulta na substituição da administração da firma. Assim, as principais vantagens são o aumento na participação de mercado e no aumento da barganha, e na redução de custos. Pois a empresa adquiridora está comprando uma concorrente com isso o poder de mercado se amplia, com consequência aumenta os preços.

Ponto importante é que a empresa agrega os conhecimentos da empresa concorrente, tornando melhores seus processos produtivos, e aumentando a capacidade de inovação, com tais melhorias podem ser causadas pela relação entre clientes e fornecedores, internalizando o processo produtivo, e minimizando a burocracia e os custos de contrato. A concentração do tipo conglomerado traz como principais vantagens uma diminuição da vulnerabilidade a crises e um aumento nos investimentos possíveis de serem realizados.

Caso a Sadia tivesse sucesso sobre sua tentativa de aquisição hostil sobre sua principal concorrente no mercado alimentício, como resultado teria uma parcela maior do mercado brasileiro e internacional. Portanto, em meio a uma crise sobre o consumo de aves e carnes, que teve um impacto relevante nas operações da Perdigão, a Sadia optou por oferecer o menor valor possível e por muitas ações com o objetivo de aproveitar o fato pontual como uma forma de adquirir a concorrente e promover sinergia entre ambas as marcas.

### **4) O caso de ensino apresentou o contexto da tentativa de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia. Uma aquisição hostil tem como característica desestabilizar a relação entre acionistas e gestores da empresa alvo com o intuito de concluir a oferta de compra. O caso da Perdigão e Sadia foi inédito no mercado, não foi nem pelo fato de serem as maiores concorrentes, mas sim devido ao tempo de duração desta tentativa de aquisição. Desde o lançamento da Oferta Pública de Ações da Perdigão até a desistência da Sadia, o processo durou cinco dias apenas. O que essa tentativa fracassada de aquisição da Perdigão consegue demonstrar sobre a relação entre agente-principal da empresa?**

Como citado no enunciado, uma aquisição hostil tem como objetivo o de desestabilizar a relação dos grupos integrantes da empresa-alvo de modo que a aquisição aconteça o mais rapidamente possível para o comprador. Os agentes da empresa-alvo são diretamente afetados por uma aquisição hostil, pois muitas vezes são demitidos, ou perdem privilégios, então gestores da empresa alvo tendem a não gostarem desse tipo de operação. Já os acionistas, quanto maior a pulverização de ações, maior a chance de comprar nesse tipo de operação. Dessa forma, quanto maior a assimetria entre o agente-principal melhor para uma operação de aquisição hostil.

No caso da Perdigão, com a rápida resposta dos acionistas com a negativa sobre o processo de compra pode-se inferir que não há um nível de assimetria suficiente entre o agente-principal de modo que ambos tomaram uma decisão de forma rápida e com a grande maioria, que era composta pelos fundos de pensão. Podemos assumir que em especial, mesmo com a mudança da Perdigão de uma empresa familiar para uma de capital aberto, há ainda uma relação entre agente e principal próxima o suficiente para mitigar as possíveis assimetrias. Por meio desse caso, pode-se demonstrar que a Perdigão representa uma empresa que buscou por meio dos custos de agência, soluções para mitigar seus riscos. Como o cenário de uma aquisição, em um período de crise não representaria o valor de fato da empresa, mas sim as consequências geradas devido à epidemia que afetava suas vendas, não teria sentido a empresa ser vendida por um valor tão baixo quanto estava sendo ofertado pela Sadia. Tal rejeição à oferta representaria à empresa uma aquisição de valor no futuro.

- 5) Na reestruturação, e com a entrada de novos acionistas na empresa, os fundos de pensão, percebe-se que os acionistas identificaram um problema de agência na relação entre agente-principal e por meio de estratégias (custos de monitoramento, em especial) conseguiram aumentar o valor de mercado da empresa. No caso da Perdigão, consegue - se perceber que a empresa percebe o problema da agência e aplica uma resposta que gerou um resultado positivo. Isso poderia indicar que não há mais assimetria de informação entre o agente-principal? O problema de agência pode ser extinto de uma organização?**

Jensen e Meckling (1976) apresentam as duas principais suposições sobre a Teoria da agência, envolvendo a relação entre o agente e o principal. A primeira é a de que ambos indivíduos são utilitaristas e buscam maximizar seus retornos. O segundo aspecto, é complementar ao primeiro, que os indivíduos podem não ter interesses alinhados. Remetendo à Perdigão na época da gestão familiar, a geração mais nova não esperava por resultados positivos da empresa no segmento de alimentação, o principal objetivo deles era utilizar o dinheiro adquirido nesse segmento e investir em outras empresas de cunho pessoal, prejudicando os outros familiares sócios da empresa.

A assimetria de informação é um dos fatores que mais exacerbam o problema de agência de uma empresa, e é caracterizado como quando uma das partes sabe mais do que a outra. Essa simples característica de um indivíduo estar presente na empresa no dia-a-dia e o outro não que já acaba por demonstrar uma assimetria informacional. Essa assimetria pode levar a outros dois tipos específicos de problema de agência: o risco moral e a seleção adversa. O primeiro representa a restrição do principal em observar diretamente a performance do agente e dessa forma o agente “encolher” suas tarefas. E o segundo remete quando o principal consegue ver o comportamento gerencial, mas é incapaz de determinar se o esforço aplicado é de fato apropriado.

Esses fatores indicam que é difícil do ponto de vista do principal conseguir analisar o comportamento e ações do agente de forma eficiente. E que desse modo, a teoria da agência

surge com possíveis formas de mitigar os riscos que aparecem pelo fato de ambos os indivíduos serem utilitaristas. Para não haver nenhum tipo de nível de assimetria, a empresa deveria ser de um indivíduo apenas e que ele trabalhasse nela, pois a partir do momento que se tem acionistas não presentes no negócio e, muitas vezes pulverizados, não se tem como não ter assimetria informacional em algum nível. Portanto, a teoria da agência tenta demonstrar meios de mitigar os riscos, porém, não de eliminá-los.

- 6) **O custo de agência é caracterizado por medidas que a empresa tem de implementar com o objetivo de fazer com que o agente esteja o mais alinhado possível aos interesses dos acionistas. Assim, há dois principais custos de agência possíveis: o custo de monitoramento e o custo de alinhamento. Assumindo o caso apresentado sobre a Perdigão, pode-se perceber que os acionistas optaram por qual tipo de custo de agência? A escolha de quem seria o agente teve um impacto relevante sobre a decisão de qual custo escolher?**

Os dois custos de agência mais comuns são o de monitoramento e o de alinhamento. O primeiro é caracterizado por possíveis custos internos ou externos, como exemplo: a auditoria interna ou externa em uma empresa; medidas de governança corporativa; comitê independentes; e sistemas de avaliação de performance. Em resumo, os custos de monitoramento determinam formas de conseguir controlar o trabalho do indivíduo de alguma forma. Já os custos de alinhamento, tendem a investir em incentivos positivos de modo a oferecer recompensas de qualquer tipo ao agente.

Ao analisar o caso apresentado sobre a Perdigão, percebe-se, com os dados divulgados, que o maior foco da empresa foi em investir nos custos de monitoramento. Isso ocorreu pois a empresa tinha forte participação no seu setor de *core business* porém, não apresentava um resultado positivo. E com a entrada de novo capital, por meio de novos acionistas, perceberam que a empresa não tinha nenhuma estrutura de governança, ou comitês independentes. Dessa forma, os novos acionistas sentiram a necessidade de investir de forma mais rígida em questões de transparência e divulgação sobre as atividades. Demonstrando assim, o forte investimento da empresa sobre os custos de monitoramento.

Sobre a questão do indivíduo escolhido para ser agente da empresa ter tido impacto sobre a decisão de qual custo escolher para minimizar os riscos de assimetria da informação entre o agente-principal, sabe-se que a escolha dos novos gestores foi feita pelos acionistas da Perdigão. E que alguns dos principais conselheiros do fundo de pensão que foram escolhidos para assumirem cargos de gestão da Perdigão. Pode-se assumir que dessa forma, havia um certo alinhamento entre o principal-agente, pois os gestores da Perdigão tinham certa participação acionária por causa do fundo de pensão. Dessa forma, a aplicação de custos de monitoramento indicaria uma melhor solução, pois conseguiria agregar mais valor em especial aos acionistas minoritários.

## REFERÊNCIAS

- Baiman, S. (1990), “Agency research in managerial accounting: a second look”, *Accounting Organizations in Society*, Vol. 15, No. 4, pp.341-371.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H., & Litz, R. (2004), “Comparing the agency costs of family and nonfamily firms: Conceptual issues and exploratory evidence”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28, 335–354
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Hoque, Z. (2018). *Methodological issues in accounting research*. Spiramus Press Ltd.
- Jensen, M. e Meckling, W. H. (1976), “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp.305-360
- Morek, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1988), “Management ownership and market valuation: an empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1 and 2, pp.293-315.
- Scott, W. R. (1997), *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hall Inc., New Jersey

---

<sup>i</sup> [ABIA - Associação Brasileira da Indústria de Alimentos](#)

<sup>ii</sup> [2021\\_05\\_03\\_RA\\_BRF\\_PORT.pdf \(brf-global.com\)](#)

<sup>iii</sup> [Nossa história - BRF Global \(brf-global.com\)](#)

<sup>iv</sup> [Entrincheiramento ou alinhamento de interesses? Análise da oferta hostil da Sadia pelo controle da Perdigão à luz da teoria de agência | col:2201 | com:2197 \(fgv.br\)](#)

<sup>v</sup> [A crise da gigante BRF, uma das maiores empresas do setor de alimentos no mundo | GZH \(clicrbs.com.br\)](#)

<sup>vi</sup> [Em 2006, Perdigão recusou oferta de compra hostil - Economia - Estadão \(estadao.com.br\)](#)

<sup>vii</sup> [Relações com Investidores \(mzweb.com.br\)](#)

<sup>viii</sup> [Sadia eleva oferta pela Perdigão \(gazetadopovo.com.br\)](#)

<sup>ix</sup> [00352-pre-est-003-prova-clean-1.pdf \(btgpactual.com\)](#)

<sup>x</sup> [Época NEGÓCIOS - NOTÍCIAS - Derivativos levam Sadia a prejuízo de R\\$ 2,48 bilhões em 2008 \(globo.com\)](#)

<sup>xi</sup> [G1 > Economia e Negócios - NOTÍCIAS - Fusão de Sadia e Perdigão manterá marcas e funcionários de fábricas \(globo.com\)](#)

<sup>xii</sup> [Negócios com ações da BRF na semana chegaram a R\\$ 3,67 bi | Agronegócios | Valor Econômico \(globo.com\)](#)

<sup>xiii</sup> [G1 - BRF e Cade selam acordo e fusão entre Sadia e Perdigão é aprovada - notícias em Negócios \(globo.com\)](#)