

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

CHRISTIAN CALLAS

ENTRINCHEIRAMENTO OU ALINHAMENTO DE INTERESSES?
Análise da Oferta Hostil da Sadia pelo Controle da Perdigão à Luz da Teoria de Agência

São Paulo
2009

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

CHRISTIAN CALLAS

ENTRINCHEIRAMENTO OU ALINHAMENTO DE INTERESSES?
Análise da Oferta Hostil da Sadia pelo Controle da Perdigão à Luz da Teoria de Agência

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração e Empresas

Campo de Conhecimento:
Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Orientador: Prof. Cláudio Vilar Furtado

São Paulo
2009

CALLAS, Christian.

Entrincheiramento ou Alinhamento de Interesses? Análise da Oferta Hostil da Sadia pelo Controle da Perdigão à Luz da Teoria de Agência /Christian Callas. - 2009.

107 f.

Orientador: Cláudio Vilar Furtado

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas – Fusão e incorporação. 2. Governança corporativa. 3. Acionistas -- Brasil. 4. Mercado de capitais -- Brasil. 5. Perdigão (Firma). 6. Sadia Concórdia Indústria e Comércio. I. Furtado, Cláudio Vilar. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 347.725(81)

CHRISTIAN CALLAS

ENTRINCHEIRAMENTO OU ALINHAMENTO DE INTERESSES?
Análise da Oferta Hostil da Sadia pelo Controle da Perdigão à Luz da Teoria de Agência

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração e Empresas

Campo de Conhecimento:
Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Data de Aprovação

-----/-----/-----

Banca Examinadora

Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado (Orientador)

Prof. Dr. Arthur Barrionuevo

Prof. Dr. Mário Schapiro

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus que me permite evoluir através de inúmeras oportunidades, sendo paciente quanto aos meus desacertos.

Agradeço à todos aqueles que contribuem para a excelência à Escola de Administração de Empresas, Escola de Economia e Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas.

Agradeço aos professores que desde a graduação vêm sustentando meu desenvolvimento

Agradeço ao meu orientador Cláudio Vilar Furtado que dirigiu críticas construtivas, ensinou-me e esclareceu minhas dúvidas, assim viabilizando este projeto.

Agradeço aos professores Arthur Barrionuevo e Mario Schapiro pelas valiosas observações quanto ao conteúdo do presente trabalho, pois suas análises contribuíram não apenas para a melhora desta dissertação como também alargaram minha visão sobre o tema aqui tratado, aprimorando meu estilo e metodologia para análises.

Agradeço aos professores Maurício Curvelo de Almeida Prado, Ricardo Ratner Rocha que incentivaram a curiosidade por este estudo de caso e contribuíram imensamente para a construção desta dissertação.

Enfim agradeço à minha família, que é meu grande sustentáculo e teve paciência e compreensão ao longo do Mestrado Profissional.

RESUMO

Este trabalho consiste em um estudo de caso de um evento único no mercado de capitais brasileiro, qual seja a oferta hostil pelo controle da Perdigão, lançada pela Sadia em julho de 2006. Recentes reformas legais e institucionais viabilizaram o surgimento de empresas com capital pulverizado, através do Novo Mercado, tornando possível o expediente da oferta hostil. Utilizando-se como base a Teoria de Agência formularam-se hipóteses que pudessem explicar a recusa à oferta por parte dos acionistas da Perdigão. Documentos públicos e trabalhos acadêmicos foram utilizados como fontes de dados para se elaborar um estudo de caso explicativo, definido como pesquisa documental e bibliográfica. As hipóteses de entrincheiramento e alinhamento de interesses são contrapostas como forma de análise das decisões tomadas pelos controladores da Perdigão. Ao longo do trabalho buscam-se evidências históricas e declarações públicas que possam fornecer respostas às questões de pesquisa propostas.

Palavras-chave: conflito principal-agente, custos de agência, benefícios exclusivos de controle, oferta hostil, sinergias, entrincheiramento, profissionalização, novo mercado, governança corporativa, pulverização do controle e *hubris*.

ABSTRACT

The main purpose of this paper is to study the hostile tender offer made by Sadia to takeover its main competitor Perdigão. This is a unique event in the Brazilian capital markets, once it has been made possible only due to the recent institutional and legal reforms which created the “Novo Mercado”. Agency Theory is the basic theoretical framework used to formulate hypothesis that would explain the refusal of the tender offer by Perdigão’s shareholders. Public information collected from the companies and in CVM are the only source of data used to analyze the adherence of the “entrenchment” vs. convergence of interests” hypothesis as possible explanations to the refusal of the takeover attempt.

Key-words: principal-agent conflict, agency costs, private benefits of control, hostile takeover, synergies, market for corporate control, professional management, family ownership, corporate governance, public ownership and *hubris*.

Conteúdo

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Contextualização	13
1.2	Objetivo de Pesquisa	15
1.3	Relevância da Questão de Pesquisa	16
2	METODOLOGIA	18
2.1	O Método do Estudo de Caso.....	18
2.2	Unidade de Análise e coleta de Dados	19
2.3	Lógica e Método de Análise	19
2.4	Limitações ao Estudo	20
3	REVISÃO DA LITERATURA.....	21
3.1	A teoria de Agência.....	21
3.2	Assimetria de Informações e <i>Moral Hazard</i>	21
3.3	Custos de Agência.....	22
3.4	A Função Custo de Agência e Estrutura de Propriedade	23
3.5	O conflito de interesses entre administradores e acionistas	25
3.6	Custos de Agência e o conflito de interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários	28
3.7	O Mercado de “Controle Corporativo”: Fusões, aquisições e <i>takeovers</i>	30
3.7.1	Hipótese da Sinergia	31
3.7.2	Hipótese da Empresa Eficiente e da Transferência de <i>Know-how</i>	33

3.7.3 Hipótese do poder de Mercado	33
3.7.4 Hipótese da disputa entre times de gestores.....	34
3.7.5 Hipótese do custo de agência dos fluxos de caixa livres	35
3.7.6 Hipótese do Excesso de Confiança dos adquirentes (“ <i>hubris Hypothesis</i> ”).....	35
3.8 Processos hostis de tomada de controle <i>vis a vis</i> negociações amigáveis.....	36
3.8.1 Padrões de Ganho, motivações econômicas e características das <i>targets</i>	36
3.8.2 Custos para o Adquirente	40
3.8.3 Risco de Leilão.....	40
3.8.4 <i>Proxy-fights</i>	41
3.9 A dinâmica da negociação e a maldição do ganhador em uma disputa pelo controle	42
3.10 Considerações sobre o método de Pagamento e a forma de uma Oferta	43
3.11 <i>Signalling</i> e a valorização das ações após uma OPA.....	43
3.12 Mensurando Retornos Anormais.....	44
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO	47
4.1 Análise Histórica da Perdigão até 1994	47
4.1.1 <i>Introdução</i>	47
4.1.2 <i>Breve histórico e Crise Econômico-finaceira</i>	48
4.2 O desempenho e Profissionalização da Perdigão, após a entrada dos fundos de Pensão (1995-2006).....	52
4.3 A estrutura de propriedade e governança na Perdigão.....	58
4.4 Alinhamento de interesses e Incentivos aos Administradores e Controladores da Perdigão	62

4.5	Análise da OPA.....	65
4.5.1	Premio sobre o Valor de Mercado e o Oportunismo Relacionado à Conjuntura da Crise Aviária.....	68
4.5.2	O valor das sinergias e o racional da decisão de um acionista individual	71
4.5.3	Impacto da Oferta no valor das ações	76
5	CONCLUSÕES.....	87
6	SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS	90
7	Bibliografia	92
	ANEXOS.....	89

1 INTRODUÇÃO

Em julho de 2006 a Sadia lançou uma oferta de aquisição hostil (OPA), nos termos da “Nova Lei da S/As” (leis 6.404/76 e 6.385/76 reformadas pelas leis 10.303/01 e 10.411/02) e dentro das regras do Novo Mercado. Uma eventual disputa pública pelo controle de uma empresa de capital atomizado poderia ser um sinal do surgimento de novos padrões de propriedade no mercado de capitais brasileiro. Assim, o surgimento da primeira oferta hostil em anos causou *frenesi* no mercado e movimentou a imprensa.

Os entusiastas do Novo Mercado e defensores do modelo de capital difuso comemoraram a *tender offer* da Sadia pela Perdigão como um fato histórico, mas a pronta rejeição da oferta pelo bloco de controle da Perdigão, seguida pela rápida desistência da Sadia tornou esse evento inócuo, principalmente quando comparado às heróicas disputas pelo controle de corporações norte americanas. Essas disputas foram largamente noticiadas e discutidas pelas autoridades, resultando inclusive na criação de regulamentação específica como o *Williams Act* em 1968. Alguns casos, como a tomada de controle da RJR Nabisco pelo fundo KKR, na década de 80 chegaram a ser tema de obras literárias (“*Barbarians at the Gate*”) ou serviram de inspiração para obras cinematográficas (“*Other People’s Money*”).

Apesar de aquisições por meio de ofertas hostis serem comuns nos mercados norte-americano e europeu, tendo sido objeto de estudos de caso (Neale, et al, 1998 e Millstone & Subramanian, 2005) e modelagens econométricas (Dodd & Ruback, 1977; Mork, Shleifer, & Vishy, 1987; Nutfall, 1999 e Dong, Hirshleifer, & Teoh, 2006), esses eventos são extremamente raros na história do Brasil, dada a estrutura legal e institucional que regeu o mercado de capitais até o fim da década de 1990. Em teoria, o surgimento de empresas cujo capital é pulverizado, situação cujos expoentes mais agudos foram a própria Perdigão e as Lojas Renner, torna possíveis eventos como as tomadas de controle hostis.

Mas porque, em 2006, a Sadia teria optado por uma oferta hostil no lugar de ter empreendido uma negociação direta, tão tradicional no mercado brasileiro? Em que a oferta pelo controle da Perdigão se diferencia dos casos americanos? Qual foi a importância dos custos de agência como determinantes da OPA? O surgimento de uma oferta com essas características indica que o mercado brasileiro está evoluindo? Porque a oferta foi categoricamente rejeitada? O controle da Perdigão era realmente difuso? A rejeição à oferta

levou em conta o interesse dos acionistas das empresas? Esse trabalho nasce dessas inquietações.

Assim, essa dissertação se propõe a analisar o evento da oferta hostil com base em uma revisão bibliográfica que considera os modelos teóricos e testes empíricos que trataram dos temas “disputa pelo controle corporativo” e “teoria de agência”, e que provêm evidências que servirão como base para a formulação de hipóteses explicativas.

1.1 Contextualização

O mercado de capitais brasileiro caracterizou-se, historicamente, pela separação entre direitos de propriedade e direitos de voto, situação que tornava as ofertas hostis impossíveis. Até o fim da década de 1990, o ambiente legal e regulatório desprotegia o acionista minoritário de empresas abertas, inclusive em situações de venda de controle, fusões e incorporações. A Lei das S/As permitia que se controlasse uma empresa com apenas 16,7% do capital social através do uso de ações preferenciais e estruturas piramidais (Gorga, 2008). Esse contexto trazia duas conseqüências importantes: os “benefícios exclusivos do controle” eram altos (Dyck e Zingales, 2004; Saito, 2002, ; Saito e Silveira, 2008; Costa Jr., 2008) e estratégias de *takeover* e *proxy-fights* eram impossíveis, o que explica sua inexistência no mercado brasileiro. Diversos autores estudaram a estrutura de propriedade das empresas abertas no Brasil relatando esquemas de expropriação de minoritários (Saito, Share Repurchase Rules and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from Brazil, 2002) e seu impacto na liquidez das ações e avaliação das empresas (Carvalho et al, 2000).

Entretanto, essa situação começou a mudar, a partir da reforma da Lei das S/As e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa (Níveis 1 e 2) e do “Novo Mercado”, em 2001. As novas estabelecidas pretendiam aumentar o nível de proteção aos minoritários aproximando as características do mercado brasileiro às de mercados mais desenvolvidos. A reforma da Lei da S/As em outubro de 2001 garantiu *tag along* de 80% aos minoritários ordinaristas, em caso de alienação do controle, e passou a exigir que aqueles preferencialistas que tivessem, pelo menos, 10% da companhia pudessem eleger um membro do conselho de administração. Já os acionistas preferencialistas das empresas que aderiram ao

Nível 2 ganharam o direito de votar em casos fusões e incorporações e *tag along* de 80%, enquanto que os ordinaristas obtiveram *tag along* de 100%.

Entretanto, a grande inovação ficou mesmo por conta do Novo Mercado que impôs às empresas o princípio *one share one vote*. Aquelas empresas que aderissem ao Novo Mercado, não mais poderiam emitir duas classes de ações (Santana, 2006). A consequência fundamental de tal mudança seria a redução dos benefícios exclusivos de controle e consequente aumento no valor das ações de empresas listadas no Novo Mercado, cujos valores não mais “seriam descontados em razão da existência de vantagens exclusivas dos controladores” (Zingales, 1994).

Como se esperava, o desenvolvimento do mercado de capitais propiciou, entre 2004 e 2008, um *boom* de IPOs sem precedentes no Brasil, desde a onda de privatizações promovida entre 1994 e 1999, pois foram listadas 110 novas empresas e o volume negociado na Bovespa aumentou de USD 65 bilhões em 2001 para aproximadamente USD 786 bilhões em 2008. As reformas haviam trazido vantagens aos investidores às empresas e aderir aos níveis 1e 2 e principalmente ao novo mercado eram opções que poderiam gerar aumento no valor de mercado das empresas.

Entretanto, a simples existência de um arcabouço legal e institucional que propiciasse a migração do modelo de propriedade concentrada para o modelo difuso não foi suficiente para que ocorresse uma efetiva desconcentração de propriedade, conforme relatam Berndardes et al (2003), dados outros mecanismos que garantiam a manutenção do controle como os acordos de votos.

A Perdigão migrou para o Novo mercado em abril de 2006. Em documento registrado na CVM e intitulado “Aviso de Entrada no Novo Mercado” a empresa faz a seguinte afirmação:

“Com a nova estrutura de capital, a Perdigão passa a ter controle difuso, a exemplo de grandes corporações internacionais. (...) A Perdigão adotou um mecanismo para evitar a concentração acionária a partir da adesão ao Novo Mercado. Se um acionista ou grupo de acionistas passar a controlar um volume de ações superior a 20% do total deverá realizar uma oferta pública de aquisição (OPA). Feito isso, cada ação comprada terá um prêmio adicional de 35% sobre o valor médio da cotação dos 90 dias anteriores à realização da oferta. O preço da oferta também poderá ter como base o valor econômico apurado no laudo de avaliação ou, ainda, 135% do preço de emissão das ações em aumentos de capitais nos últimos 24 meses, o que representar maior valor.”

Fonte: Site de Relações com Investidores da Perdigão

Com essa afinação a empresa deixa claro seu objetivo de buscar o modelo de controle difuso, o que teoricamente teria como consequências a redução de benefícios exclusivos de controle (custos de agência que recaem sobre minoritários) extraídos pelos seus controladores e maiores vantagens aos minoritários.

A OPA lançada pela Sadia em 17 de Julho de 2006 colocou à prova a afirmação pela Administração da Perdigão de que a empresa teria se controle difuso para “evitar concentração acionária”. O surgimento de uma oferta hostil parecia ser uma boa notícia para os defensores da modernização do mercado de capitais brasileiro, não fosse o fato de ela ter-se tornado inócua, pois em apenas três dias a oferta foi retirada e a Sadia desistiu da disputa.

Portanto, não se pode dizer que houve uma real disputa pelo controle, com as mesmas características dos casos clássicos como o da RJR Nabisco, pois o processo decisório nem ao menos mobilizou os acionistas atomizados. A pronta recusa à oferta demonstrou haver um bloco de controle organizado por acordo de votos, inda que a Perdigão não fosse controlada individualmente por nenhum acionista.

Os estudos de disputas por controle indicam que o custo de agência é um componente importante para explicar de ofertas hostis (Jensen e Meckling, 1976; e Shleifer e Vishny, 1987). Acredita-se que empresas mal administradas dado o distanciamento do principal, ofereçam oportunidades de ganho através de reestruturação (*takeovers* disciplinatórios).

Dessa hipótese teórica surge a proposição de que o bloco majoritário pode ter agido em desacordo com os interesses dos acionistas atomizados da Perdigão ao recusarem a oferta. A rejeição por parte dos controladores a uma tentativa de tomada de controle hostil pode sinalizar o entrincheiramento dos gestores/acionistas majoritários ou ainda a existência de custos de agência que retiram valor do acionista.

1.2 Objetivo de Pesquisa

A principal questão de pesquisa do presente trabalho contrapõe duas proposições básicas:

- I) Os controladores, ao rejeitarem a proposta, estariam agindo no sentido de preservar o valor para o acionista da Perdigão. Nesse caso, haveria um alinhamento de interesses entre os acionistas integrantes do bloco de controle, os conselheiros (*board* da empresa) e os acionistas atomizados da Perdigão;
- II) Os controladores rejeitaram a proposta por interesses outros que não o dos acionistas atomizados. Os executivos integrantes do *board* da Perdigão, dado o efeito entrincheiramento, podem ter coordenado um acordo de votos formal e informal entre os representantes legais das empresas detentoras de 55% do capital da Perdigão.

Além dessa questão de pesquisa mais abrangente, colocam-se as seguintes questões específicas:

- a. A oferta hostil pode ser um sinalizador de que a Perdigão vinha sendo mal administrada ou que visse gerando custos de agência significativos?
- b. Quais teriam sido as vantagens e desvantagens para os acionistas da Sadia da escolha da oferta hostil em detrimento de uma fusão negociada entre as empresas?
- c. O evento da oferta hostil gerou lucros anormais para os detentores de ações da Sadia e Perdigão?

1.3 Relevância da Questão de Pesquisa

Responder essas questões torna-se importante, na medida em que o histórico das empresas e as condições em que se deu a aproximação entre elas apontam situações novas e pouco estudadas. Aquisições hostis desempenham um importante papel mitigador do conflito de agência nos mercados desenvolvidos, mas não se sabe quais serão suas condicionantes no Brasil, ou se o país oferece essa possibilidade aos investidores. As conclusões deste estudo podem auxiliar na compreensão de como as inovações institucionais trazidas pelo Novo

Mercado podem influenciar a gestão das empresas que nele foram listadas ou ainda pode servir como referência para ofertas hostis futuras.

Além disso, o estudo das causas e conseqüências da oferta hostil é importante por permitir a verificação de hipóteses e estudos empíricos da escola de finanças “políticas” (do termo “*Politics of Finance*”, cunhado por Jensen em 1991), principalmente no que se refere aos conflitos entre gestores e acionistas, situação rara no Brasil, em que predominam as empresas familiares e modelo de concentração de propriedade.

2 METODOLOGIA

2.1 O Método do Estudo de Caso

Em trabalho intitulado “Estudo de Caso, Planejamento e Métodos”, Yin contrapõe-se à visão de alguns pesquisadores que rebaixam o valor os estudos de caso, uma vez que os consideram imprecisos, pouco rigorosos e menos objetivos. O autor apresenta diversos argumentos que suportam a escolha do método de estudo de caso e ainda vai além, ao recomendar, para determinadas situações, tal metodologia em detrimento de estudos quantitativos e experimentos que se utilizam de grandes amostras e testes de hipóteses.

De acordo com Yin (2005):

“Usar os estudos de caso para fins de pesquisa permanece sendo um dos mais desafiadores de todos os esforços em ciências sociais (...)”

O estudo de caso é uma forma eficiente de se responder às questões “como” e “por que” determinados fenômenos ocorrem, mas apresentam como limitação o fato de não permitirem generalizações analíticas (formular teorias) ou enumerar frequências. De acordo com Schramm (apud Yin,2005):

(“...”) a essência de um estudo de caso, a principal tendência em todos os tipos de estudos de caso é que ela tenta esclarecer uma decisão ou um conjunto de decisões: o motivo pelo qual foram tomadas, como foram implementadas e com quais resultados.”

Assim, considerando-se que não foram observados casos de *takeovers* hostis de empresas abertas no Brasil, não seria possível realizar estudos quantitativos, mas, ainda que houvesse número suficiente desses fenômenos, o estudo de caso seria apropriado, uma vez que analisa em profundidade acontecimentos contemporâneos (Yin, 2005) e responde às questões “como” e “por que” da tomada de decisões, que constituem justamente o objetivo dessa dissertação. Além disso, o estudo de caso “beneficia-se do desenvolvimento prévio de proposições teóricas para conduzir a coleta e análise de dados”(Yin, 2005).

No que se refere aos fins, o presente estudo de caso tem natureza de pesquisa explicativa e exploratória e quanto aos meios define-se como pesquisa documental e bibliográfica (Vergara, 2007)

2.2 Unidade de Análise e coleta de Dados

Definiu-se como unidade de análise a oferta hostil lançada pela Sadia com intuito de adquirir até 100% das ações da Perdigão, sua principal concorrente. Considerando-se as questões de pesquisa propostas, o estudo deste evento não poderia ter sido feito de maneira isolada, de forma que teve que ser complementado com a análise das características internas da empresa alvo da oferta (Perdigão).

Foram utilizados como fonte de dados documentos publicados pela Sadia e Perdigão e outros trabalhos e estudos de casos cujos objetos foram estas empresas. Ainda que Yin (2005) aponte a necessidade de se utilizar diversas fontes de informação em estudos de casos, as inferências aqui contidas basearam-se tão somente em dados econômico-financeiros e societários, além de nos fatos relevantes divulgados ao mercado. A própria natureza oficial e objetiva e factual de tais dados dispensa a necessidade de comprovação. No que se refere a dados econômico-financeiros e societários, acredita-se que os órgãos competentes os tenham validado. Quanto aos demais documentos (fatos relevantes, editais, acordo de acionistas), acredita-se que estes reflitam as posições oficiais das empresas, que são considerados suficientes como evidências a suportar as hipóteses de pesquisa aqui apresentadas.

2.3 Lógica e Método de Análise

A fim de responder as questões de pesquisa formuladas com bases em hipóteses explicativas testadas e consolidadas pela literatura, buscar-se-ão evidências que suportem uma ou mais proposições. Tais evidências podem ser históricas, factuais ou poderão ser obtidas com base em inferências decorrentes do *disclosure* de informações oficiais envolvendo o caso.

A análise em perspectiva histórica da Perdigão, que transitou de um modelo de propriedade familiar para uma administração profissional em 1994 trará evidências que comprovem ou rejeitem a hipótese de existirem custos de agência erodindo o valor para os acionistas. No mesmo sentido, a análise da estrutura de propriedade da empresa, com seus benefícios e alinhamento de interesses entre os sócios relevantes (PREVI, WEG, etc.) contribuirá com maiores evidências quanto às hipóteses do alinhamento de interesses em contraposição às hipóteses de conflito de agência por conta dos efeitos de *empire building* a entrincheiramento. Enfim, será crucial para a conclusão do trabalho uma análise da proposta, o que será feito com base nas circunstâncias de competitividade em torno do leilão, valor e declarações da ofertante.

2.4 Limitações ao Estudo

Não se pretende aqui esgotar o tema custo de agência em torno da oferta hostil da Sadia pela Perdigão, até porque como os próprios estudos empíricos indicam, não há uma convergência nas conclusões. Para Dyck e Zingales (2002) benefícios exclusivos de controle são difíceis de ser mensurados e para Morck , Shleifer e Vishny (1989) o efeito entrincheiramento se mistura com outras variáveis, tornando-se de difícil identificação.

Para responder o que motivou os controladores da Perdigão a rejeitarem a oferta, ou os controladores da Sadia a terem optado pelo caminho da oferta hostil seriam necessárias informações de cunho pessoal por parte dos tomadores de decisão. Teriam que ser feitas entrevistas com diversos agentes envolvidos nesse evento.

Outra limitação do estudo refere-se à rapidez com que a oferta foi retirada. Caso tivesse ocorrido uma disputa pelo controle, outras evidências poderiam ter surgido tornando a pesquisa sobre custos de agência na Perdigão mais completa.

Enfim, o caráter qualitativo desse estudo limita as conclusões aqui expostas, já que não se têm provas do que se deseja concluir, mas apenas evidências que possibilitam inferir sobre as conclusões.

3 REVISÃO DA LITERATURA

3.1 A teoria de Agência

Para expoentes da teoria microeconômica, uma relação de agenciamento (do inglês “*agency relationship*” Pindyck e Rubinfeld, 1995, p.608, tradução nossa) ocorre sempre que um acordo contratual (“*arrangement*”) determina que um ou mais indivíduos possam agir em benefício de outrem como mandatários. Assim, as consequências dos atos daqueles indivíduos que executam as ações, os agentes, serão suportadas essencialmente pelos indivíduos que os contratam, os principais.

A teoria de agência (“*agency theory*”) preocupa-se com os problemas que podem surgir quando os interesses e desejos do principal conflitam com os interesses e desejos dos agentes. Saito e Silveira (2008) afirmam que em uma relação entre principal e agente, “se ambos as partes agem tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal”. Além de divergências entre os interesses quanto a benefícios específicos, o conflito principal-agente ainda pode se caracterizar por diferenças existentes entre os graus de aversão a risco do principal e do agente, o que pode resultar na tomada de decisões, pelo agente, que se tornam incompatíveis com o nível de assunção de risco desejado pelo principal (Eisennhardt, 1989).

3.2 Assimetria de Informações e *Moral Hazard*

O conflito entre principal e agente pode ser potencializado em situações em que há assimetria de informações, ou ainda quando se torna difícil ou caro demais ao principal o monitoramento do seu agente. Quanto maior é a assimetria informacional, maior é também o estímulo para que o agente atue em “*moral hazard*”, que na concepção de Milgrom & Roberts (1992), “é a forma de oportunismo pós-contratual que surge em razão do fato das ações cujas consequências tenham impacto na eficiência do uso dos recursos não serem facilmente

observáveis, o que leva ao agente que toma a ação a buscar seu interesse em detrimento do interesse do principal” (Milgrom & Roberts, 1992, p. 167, tradução nossa).

São necessárias três condições básicas para o surgimento de um problema de moral hazard. Primeiramente é necessário que haja uma disputa por recursos escassos, ou, em outras palavras, que a ação de um indivíduo num determinado sentido, prejudique outrem. Também é necessário que haja uma cooperação entre indivíduos atuando em moral hazard e um nível de utilidade suficiente que os estimule a atuar nessa condição e a suportar os riscos envolvidos. Enfim, também faz-se necessário que a execução dos termos do contrato não seja facilmente identificável, ou seja, que a relação entre principal e agente seja caracterizada por certo grau de opacidade informacional.(Milgrom & Roberts,1992)

3.3 Custos de Agência

Para Jensen e Meckling (1976, apud Saito e Silveira, 2008), os custos de agência são a soma dos seguintes fatores:

- custos de elaboração e estruturação dos contratos entre principal e agente;
- despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele;
- perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Esse último fator gerador de custo de agência, a diminuição da riqueza do principal por decisões não maximizadoras dos agentes, assume diversas formas pecuniárias como por exemplo, salários acima do mercado, benefícios desnecessários, mordomias (Jensen, 1986), e não pecuniárias, como a satisfação pessoal, poder político e tráfego de influências (Dyck e Zyngales, 2002). Decisões tomadas pelo agente podem gerar custos ainda maiores que as despesas com monitoramento, que são limitadas e mais facilmente identificadas pelo principal. São exemplos de despesas com monitoramento, os custos com auditoria externa, os honorários e benefícios pagos através de contratos incentivados, custos estes que se limitam

aos valores estabelecidos em contrato. Por outro lado, decisões não maximizadoras, como por exemplo uma aquisição ou um novo investimento, podem ter efeitos incontrolláveis e seu custo não tem um limite pré-estabelecido. São justamente essa obscuridade e imprevisibilidade que tornam tal aspecto da teoria de agência interessante

3.4 A Função Custo de Agência e Estrutura de Propriedade

Em trabalho considerado por Saito e Silveira (2008) como um divisor de águas no tema governança corporativa, Jensen e Meckling (1976) definem o conflito de agência nas empresas como uma função microeconômica que depende basicamente da utilidade que o agente obtém através de suas decisões. Supondo-se o caso de uma empresa de um só acionista, que também acumula a função de gestor, imagina-se uma função de utilidade para benefícios pecuniários, uma curva para os benefícios não-pecuniários e outra para a riqueza (medida pelo valor do investimento). As três curvas de utilidade, então, coexistem e concorrem pelos mesmos recursos o que determina que os recursos investidos com o objetivo de gerar benefícios pecuniários ou não pecuniários subtraem valor do investimento (riqueza, ou valor da empresa). O equilíbrio, então, se dá, quando as utilidades marginais dos benefícios se igualam às da riqueza, ponto a partir do qual os recursos vertem-se para a maximização do valor do negócio.

Entretanto, quando esse gestor/investidor aliena parte de suas ações esse equilíbrio se altera, pois seus direitos sobre a riqueza (investimento, valor da empresa) diminuí, o que o estimula a buscar o nível de utilidade anterior, procurando ampliar os benefícios em detrimento do valor da riqueza. Em outras palavras, ao acumular benefícios, o acionista interno passa a arcar com apenas uma fração do custo desses benefícios, ficando os acionistas externos com o restante desse custo. Surge então um conflito de interesses, que é uma função da “estrutura de propriedade da empresa”, termo utilizado por Jensen e Meckling (1976) para designar “a relação entre recursos alocados por acionistas internos (os gestores da companhia) e recursos alocados por acionistas externos (investidores sem atuação na gestão). Para Kloeckner (1994), na corporação moderna convivem dois tipos de propriedade, a propriedade passiva, conferida aos acionistas que são os proprietários legais e receptores do lucro, mas não desejam ou não podem exercer isoladamente seus direitos de tomada de decisão, que delegam aos administradores, que são aqueles que detêm a propriedade ativa. Esta definição é

suficientemente simples e ampla para abarcar diversas situações relativas a estrutura de propriedade, tanto envolvendo controladores e minoritários ou gerentes e investidores.

Ao citarem o trabalho de Berle e Means (1932), Milgrom e Roberts (1992) revelam que a idéia de que há uma separação efetiva entre propriedade (acionistas externos) e controle (acionistas internos) já existia há, pelo menos, setenta e seis anos. Segundo essa visão, Berle e Means revelam que em situações de pulverização do capital nenhum investidor, individualmente, tem incentivos para monitorar os administradores de seus investimentos. A conclusão, portanto, é a de que a concentração de capital afeta o valor das empresas, o que pode ter servido como base para a teoria da propriedade formulada por Jensen e Meckling em 1976.

Para Saito e Silveira (2008) a teoria de Jensen e Meckling determina que “No limite, quando os gestores da firma não participam de sua propriedade o nível de despesas supérfluas (que não contribuem para uma maior produtividade da firma) será o maior possível, dentro do critério de maximização da utilidade do agente”, o que levaria o mercado acionário a “descontar” esse custo de agência do preço das ações. Muitas vezes observa-se que a produtividade das empresas se reduz de forma que o retorno sobre capital investido seja inferior ao custo médio ponderado de capital do setor (WACC), o que pode até mesmo gerar situações em que o valor de mercado das empresas torna-se menor que o seu valor patrimonial. Assim, teoria de Jensen e Meckling prevê que o custo de agência será menor, quanto maior for o percentual de ações da empresa em posse de seus executivos, ao que os autores chamaram de “hipótese da convergência de interesses”.

Quanto a comprovação empírica da teoria de Jensen e Meckling, Saito e Silveira em sua meta análise não apenas citam os principais trabalhos realizados (Demsetz, 1983; Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Slutz, 1988; McConnel & Servaes,1990; Hermalin & Weisbach,1991; Claessens e outros,2002; Hilmmelberg et al, 1999 e Demsetz e Villalonga, 2001) e indicam que não há uma convergência nas conclusões. Há tanto evidências que reforçam a hipótese de que o custo de agência é diretamente proporcional ao percentual de ações de posse dos gestores, quanto outras evidências que suportam a hipótese de entrenchamento (Stulz,1988) ou a hipótese de que não há uma relação segura de causalidade entre a concentração acionária por gestores e o custo de agência (Demsetz & Lehn,1985).

Os testes empíricos realizados por Morck, Shleifer e Vishny (1988) verificam a hipótese da convergência nos casos em que os acionistas internos detém até 5% das ações da empresa e nos casos em que este percentual é superior a 25%. Entretanto, na faixa dos 5 a 25% de concentração pelos acionistas internos, a convergência de interesses não se verifica, o que os autores explicam através da hipótese de entrincheiramento, que supõe que acionistas internos que detenham grandes concentrações de ações e que, portanto, acumulam grande poder de decisão dentro das companhias podem “influenciar suas decisões corporativas mantendo-se indefinidamente no cargo e com altos salários”. (...) “ enquanto a hipótese de convergência de interesses sugere uma relação linear positiva entre o percentual de ações de posse dos gestores e o valor da firma, a hipótese de entrincheiramento sugere que o valor de mercado de determinada empresa pode ser afetado de forma negativa por uma elevada concentração de ações em posse dos gestores” (Saito e Silveira, 2008).

Do ponto de vista do presente estudo de caso, são mais importantes as hipóteses formuladas que sua comprovação estatística, uma vez que elas servirão como base para um estudo explicativo.

3.5 O Conflito de Interesses entre Administradores e Acionistas

Definida a idéia básica que coloca a origem do conflito de agência entre administradores e acionistas como sendo a desconcentração da estrutura de propriedade da firma, é necessário introduzir outros elementos que atuam no sentido contrário. Para Fama (1980) atuam no sentido de mitigar o custo de agência fatores como sistemas de bonificação atrelados a performance (*stock options*, remuneração variável, etc.) e a preocupação dos gestores com sua reputação, que, em última instância, lhes definiria seus salários.

Além disso, a prerrogativa de eleger os membros da diretoria da empresa é um mecanismo importante de controle dos acionistas sobre os administradores, que podem ser substituídos caso não atinjam o desempenho exigido. Na visão de Pindyck e Rubinfeld (1995), acionistas podem fazer valer seus interesses através do conselho de administração, que tem o poder de demitir e contratar. Para Fama e Jensen (1983) a separação entre controle e monitoramento das decisões (a cargo do conselho) e implementação das decisões (a cargo da diretoria), explicaria por que as empresas, em geral, mantêm-se lucrativas.

No entanto, ainda que os acionistas possam participar de assembleias e exercer o comando indiretamente, os administradores mantêm controle sobre determinadas informações, pois atuam no dia-dia da administração das empresas. Então, o controle por parte do principal torna-se mais difícil, se considerarmos que este não tem uma visão completa das oportunidades e decisões que circunscrevem o ambiente de negócios da empresa.

Nessa linha de raciocínio, Milgrom e Roberts (1992), contradizem a opinião de Pindyck e Rubinfeld (1995) ao colocarem a questão “quem controla os membros do conselho? “Tal consideração torna-se relevante, se considerarmos que a capacidade de monitorar atribuída aos acionistas é ainda mais limitada e imperfeita em estruturas de controle pouco concentradas. Para evitar que os administradores tomem decisões indesejáveis, o acionista deve dedicar tempo e recursos financeiros à atividade de monitoramento, o que apenas justifica-se quando um acionista detém parcela significativa do capital da empresa.

Assim, uma determinada empresa pode não estar sendo gerida visando à maximização dos interesses da maioria de seus acionistas, o que caracteriza um custo de agência. Essa concepção não é nova e pode ser observada em obras clássicas como “Uma Investigação sobre a Natureza e Causas da Riqueza das Nações” de Adam Smith:

“Os diretores dessas companhias, entretanto, sendo os gestores do capital de terceiros mais que de seu próprio, não se pode esperar que as monitorem com tanta intensidade quanto aqueles que monitoram seu próprio capital. Como comissários de homens ricos, eles estarão prontos a dedicar mais atenção a assuntos menores em contradição ao interesse (honra) de seus patrões. Negligência e profusão, portanto, sempre prevalecerão, em maior ou menor grau, nos negócios dessas empresas”. (Smith A., 1976, apud Jensen & Meckling, 1976, tradução nossa)

Em estudo realizado com as doze grandes empresas norte-americanas, Gordon Donaldson (1984) conclui que os gestores dessas firmas não as administravam visando à maximização do valor para o acionista, mas tomavam decisões que maximizavam a “riqueza corporativa (“*corporate wealth*”), definido como “o valor agregado do poder de compra disponível aos administradores para fins estratégicos (...) em termos práticos, o valor agregado traduz-se como caixa, crédito e outros elementos através dos quais os gestores controlam produtos e serviços”(p.3, 1984, tradução nossa).

Pindyck & Rubinfeld (1995) corroboram com essa visão, ao afirmarem que os gestores de empresas privadas preocupam-se mais com crescimento do que com lucro *per se*. Gerenciando estruturas maiores, os administradores estariam aumentando sua utilidade, advinda não apenas de maiores salários e benefícios, mas também do aumento do respeito e poder que o crescimento das estruturas sob sua gestão lhe proporcionaria.

Para Jensen (1986), os administradores podem criar custos de agência quando se utilizam dos recursos particulares da companhia para benefício próprio, ao evitarem decisões arriscadas, ao buscarem aumentar o valor dos ativos sob sua gestão (“*empire building*”), ou ainda, ao evitarem empreender negócios que não conheçam ou controlem em razão do medo de serem substituídos (“*entrenchment*”). Ao deixarem de arriscar por conforto, característica pessoal, ou medo de serem substituídos, os gerentes podem estar desprezando boas oportunidades de investimento cujos retornos esperados encontrem-se acima de seus custos de capital. Por outro lado, quando investem em projetos cujos retornos sejam inferiores ao custo de capital da empresa estão destruindo valor para o acionista, para satisfação de seus interesses.

Milgrom e Roberts (1992) afirmam que os administradores, “apesar de trabalharem intensamente dedicando o máximo esforço a suas atividades, o fazem para atingir objetivos que não coincidem com os objetivos de maximização do valor da firma no longo prazo. Executivos de grandes corporações gastam muitas horas e intenso esforço em projetos que visam expandir seus impérios, quando esses recursos seriam mais bem utilizados pelos acionistas (...) com a conivência dos membros do conselho, administradores autorizam para si regalias e benefícios exorbitantes e pródigos” (Milgrom & Roberts, 1992, p. 181, tradução nossa)

Murphy (1985) reforça essa conclusão, ao afirmar que gerentes tem incentivos para expandir suas empresas para além de seus tamanhos ótimos, pois o crescimento de salários e benefícios estaria positivamente relacionado com o crescimento nas vendas e Baker (1986) aponta que a tendência das empresas em compensar seus gerentes através de promoções leva a um viés de crescimento, a fim de que novos cargos possam ser criados.

3.6 Custos de Agência e o conflito de interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários

O custo de agência também se caracteriza nos casos em que acionistas controladores agem em benefício próprio e em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários e dão origem ao que se chama de benefícios exclusivos de controle (“*private benefits of control*”), vantagens ocultas desfrutadas pelos controladores. Esses benefícios exclusivos podem ser pecuniários ou não-pecuniários. Para Dyck e Zingales (2002) há três fontes básicas de valor aos controladores: (i) Privilégios particulares (pessoais) advindos do uso da estrutura material da companhia (jatinho helicóptero, motorista, etc.); (ii) Uso de recursos da empresa visando adicionalmente ou exclusivamente interesses particulares dos controladores, como por exemplo a manipulação de preços de transferência e (iii) Privilégios advindos do uso de informações privilegiadas e capital político. Também não se pode ignorar o prazer ou realização que o controlador experimenta ao estar no controle, ou seu desejo de ganhar o controle o que Harris e Raviv (1988) classificam como “valor psicológico” de estar no controle (*hubris motivation*).

Dyck e Zingales (2002) ainda apontam, pelo menos, dois fatores que intensificam os benefícios exclusivos de controle: (i) maior nível de controle proporcionado pelo bloco, que é uma função da quantidade de ações com direito a voto, em relação aos outros blocos (a maioria absoluta confere ao controlador um nível de controle mais seguro que blocos majoritários simples); (ii) Baixo nível de *disclosure* da indústria, pois, nesse caso, a extração dos benefícios exclusivos de controle é mais difícil de ser identificada.

Quanto menor o risco de perda de controle, maior é o valor do bloco de controle, o que se torna ainda mais relevante no caso de países cujos mercados de capitais são menos desenvolvidos, dada a separação existente entre direitos a voto e direitos sobre o fluxo de caixa e dada a alta concentração de ações (Santana, 2006) e (Gorga, 2008). Nesses casos, a importância dos benefícios exclusivos de controle pode ser verificada através dos prêmios pagos em transações que envolvem a transferência do controle das empresas. Nos Estados Unidos e Reino Unido o impacto do controle sobre o preço das ações das empresas é menos relevante, e o direito a voto, em geral, assume entre 10 e 20% do valor das ações preferenciais (Dyck & Zingales, 2002). O mesmo, entretanto, não ocorre em países como Itália, Brasil ou Argentina, só para citar alguns exemplos, onde os Benefícios Exclusivos de Controle são altos

e permitidos, como veremos adiante. Em mercados específicos como a bolsa de Milão, tais direitos assumem, em média 82% do valor das ações preferenciais (Zingales, 1994), o que estimula uma discussão mais aprofundada acerca dos fatores que determinam o valor do direito a voto.

Em trabalho publicado em 2002, Dyck e Zingales concluíram através pesquisa com 412 transações e 39 países, que em 10 dos países pesquisados¹ o prêmio excedeu 25%. No Brasil, o prêmio de controle manteve-se em média em 65% do valor das ações preferenciais. A explicação para esta aparente discrepância é justamente a intensidade dos benefícios exclusivos de controle. A conclusão do estudo é de que “em países nos quais os benefícios exclusivos de controle são maiores, o controle é mais concentrado, privatizações ou alienações de participações governamentais são menos prováveis por listagem em bolsa de valores e mais prováveis por leilões privados e os mercados de capitais são menos desenvolvidos.” (Dyck & Zingales, 2002). Assim, em países que exigem um maior grau de transparência das empresas e cujos arcabouços legais e institucionais oferecem dispositivos de proteção aos minoritários, os benefícios exclusivos de controle diminuem, o que deveria impactar negativamente os prêmios pagos por blocos de controle, reduzindo-se assim a importância dos direitos políticos na composição do valor de uma ação.

Saito e Silveira (2008) concordam com a visão de Dyck e Zingales ao afirmarem que, no Brasil, o custo de agência deriva principalmente da concentração de ações nas mãos dos controladores, que não necessariamente são executivos das empresas, o que reforça a necessidade de se focar no conflito de interesses entre controladores e minoritários.

Segundo essa perspectiva, a teoria de Jensen e Meckling (1976), de Stulz (1988) e as confirmações empíricas de Mork et al e Slutz podem ser adaptadas. Assim, predir-se-ia uma correlação positiva entre a concentração de ações por acionistas externos e o nível de controle e monitoramento exercido sobre acionistas internos (gestores), o que se classifica como “efeito incentivo”. Por outro lado também se deve esperar que a concentração de ações nas mãos de um acionista (ou bloco com acordos de voto) ocasione a extração de benefícios exclusivos de por parte dos acionistas controladores, que tendem a entrincheirar-se, ou perpetuar seu direito de controle (Saito e Silveira, 2008).

¹ Argentina, Áustria, Colômbia, República Checa, Israel, Itália, México, Turquia, Venezuela e Brasil.

O trabalho de Mork, Shleifer e Vishny (1988) reforça as hipóteses do entrenchamento e da convergência, ao concluírem que a presença de executivos das famílias fundadoras como gestores das companhias tiveram efeitos distintos, dependendo da idade das empresas. Nas empresas mais antigas o custo de agência aumentava, o que se atribui ao entrenchamento decorrente do apego desses indivíduos aos seus cargos, ao passo que, em empresas mais novas, observou-se uma diminuição do custo de agência, explicada pela atuação empreendedora dos fundadores (efeito convergência). (Saito & Silveira, Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade, 2008)

3.7 O Mercado de “Controle Corporativo”: Fusões, aquisições e *takeovers*

Quais são as causas e as conseqüências dos processos de troca do controle de uma corporação? Segundo Manne (1965) o controle é um tipo de ativo que pode ser utilizado para gerar *rents*. Forma-se, assim, um mercado de disputa pelo controle corporativo, caracterizado por fusões e aquisições hostis ou amigáveis e *proxy-fights*.

Fusões e aquisições são eventos complexos e amplos, de forma que é difícil afirmar categoricamente quais são suas causas e muito menos suas conseqüências. São diversos os aspectos que influenciam tanto os principais, quanto os agentes de fusões, mas alguns deles merecem atenção especial, pois formam largamente estudados e parecem para explicar boa parte das transações, tanto sob a ótica da teoria do mercado de competição perfeita e comportamento racional quanto à luz da teoria de agência. Barbosa e Camargos (2003) sintetizam os fundamentos teóricos para fusões e aquisições em diversas óticas complementares de análise. Segundo os autores:

“(...) fusões e aquisições ocorrem visando tanto a maximização da riqueza dos acionistas quanto à utilidade gerencial; pode existir ou não sinergismo; a informação nova liberada ao mercado e suas possíveis interpretações por parte dos investidores gera retornos anormais positivos”

Para Firth (1991) os motivos para fusões e aquisições podem ser fundamentados em duas diferentes teorias: a teoria Neoclássica de Maximização de Lucros da firma e a teoria da Maximização da Utilidade Gerencial. A primeira que pressupõe que as forças de mercado

pressionam os gestores a realizar operações que visem aumentar o valor para os acionistas, através de sinergias, poder de mercado ou processos de reestruturação. A segunda atribui os *takeovers* ao objetivo dos gerentes de maximizar suas utilidades através do crescimento das firmas sob sua gestão (*empire building, lavish consumptions of perquisites*).

Barbosa e Camargos (2003) ainda sistematizam o trabalho de Manne (1965), Meller (1969), Gort (1969), Jensen (1986), Roll (1986), Scherer e Ross (1990) e Kloeckner (1994), elencando as seguintes hipóteses explicativas de fusões: expectativas assimétricas (comprador e vendedor projetam risco e retorno diferentes); irracionalidade dos agentes (associa-se ao efeito *hubris*), compensações tributárias; sobra de caixa direcionada a investimentos (Benston, 1980); valor de mercado abaixo do valor patrimonial (índice Tobin <1); economias de escala e escopo; poder de monopólio; redução do risco de insolvência; viabilizar a entrada em mercados com altas barreiras; aumento de capacidade e custo de agência (advindo da Teoria de Maximização do crescimento; efeito entrincheiramento e Teoria do Fluxo de Caixa Livre).

Serão consideradas neste trabalho as hipóteses mais relacionadas ao caso Sadia/Perdigão. Assim, por exemplo, não são descritas em detalhes as hipóteses que explicam as fusões através da necessidade de diversificação, já que esse não parece ser o caso.

3.7.1 Hipótese da Sinergia

Para Chung, Weston e Siu (1998) fusões e aquisições são motivadas por teses de investimento diversas que podem ter como objetivos aumentar o valor total das operações (valor da firma) após a tomada do controle, ou ainda aumentar o valor das ações da empresa (valor do *equity*) através da otimização da estrutura de capital ou do uso de planejamento tributário (*tax shields*). Sempre que houver geração de valor econômico através da combinação de duas estruturas, o valor será resultado do ganho de sinergias. Sinergias podem ser obtidas por meio de economias de escala, escopo, através da transferência de *know-how*, verticalização ou através do aumento do poder de mercado ou ainda por meio de ajustes na alavancagem e planejamento tributário.

As economias de escala em fusões estão diretamente relacionadas a cortes de custos. Os trabalhos de Houston & Ryngaert (1994), DeLong (2001 e 2003) e Houston et al (2001) indicam que o valor presente esperado e o valor de mercado de uma fusão são maiores quando há sobreposição das estruturas geográficas das empresas, dado o efeito do corte de custos e funções. As economias de escala podem se dar em diversos níveis dentro da organização, como capacidade produtiva (plantas industriais, call centers), P&D, Propaganda e Marketing, despesas administrativas.

Mas existem outras fontes de otimização que não são exatamente economias de escala. Se uma empresa pode utilizar uma mesma estrutura de vendas, marketing, administração geral e financeira e produção para dois ou mais produtos, ocorre o que se chama de economia de escopo. Muitas vezes as economias de escala e escopo ocorrem simultaneamente.

Por outro lado, as estratégias de verticalização, que eliminam custos de transação em proporção maior à que aumentam os custos de coordenação podem servir como suporte a uma estratégia baseada na redução de custos (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2006). Ainda pode ocorrer o que se classifica como fusões complementares, situação em que empresas com vantagens competitivas complementares se juntam para tornarem-se mais fortes.

Por fim, eficiências financeiras e tributárias podem ser fatores de geração de valor em aquisições sinérgicas. As sinergias tributárias advêm, por exemplo, do uso de prejuízos acumulados, que serem incorporados a empresas lucrativas, passam a funcionar como escudos que evitam o pagamento de imposto de renda (*Tax Shields*). Sinergias financeiras são caracterizadas por situações em que a adquirente possui alta geração de caixa e baixo crescimento e a adquirida apresenta geração de caixa baixa, mas possui mais oportunidades de investimento com taxas atrativas. Também são consideradas sinergias financeiras, os ganhos de escala relacionados à manutenção de títulos e ações no mercado. A hipótese da sinergia financeira foi estudada por Palepu (1986), Ambrose e Meggison (1992) e Powel (1997) no que Powel classifica como “Hipótese do Desbalanceamento” que se caracteriza por firmas altamente alavancadas ou cujas ações apresentam baixa liquidez e com oportunidades de crescimento sendo alvos prováveis de *takeover* por adquirentes em situação inversa.

3.7.2 Hipótese da Empresa Eficiente e da Transferência de *Know-how*

Por outro lado, a transferência ou o intercâmbio de *know-how* e *core competencies* pode ser uma fonte relevante de sinergias. Se o adquirente for uma empresa mais eficiente que a adquirida, com melhores indicadores de rentabilidade, penetração de mercado ou crescimento, aquela procurará melhorar os indicadores desta, após a tomada do controle. Ganhos de eficiência ainda são notáveis quando se busca modernização de plantas, ou desativação de plantas improdutivas das adquiridas. (Weston, Chung, & Siu, 1998). Essa visão está de acordo com a hipótese formulada por Dewey (1964) de que as fusões são meios para que os ativos de empresas não-eficientes sejam transferidos às empresas eficientes.

A hipótese da empresa eficiente está intimamente ligada aos custos de agência presentes na empresa adquirida. Para Manne (1965), partindo-se da premissa de que há uma forte correlação entre a eficiência dos gestores e o desempenho da empresa, assume-se que o valor de mercado de companhias mal administradas torna-se inferior ao valor de empresas comparáveis ou ao valor de mercado de empresas cotadas em bolsa em geral. Esse movimento proporciona a investidores (*outsiders*) uma oportunidade de gerar ganhos de capital através da revitalização da gestão dessas companhias. Essa oportunidade de reestruturação será mais facilmente identificada pelas empresas do próprio setor, podendo ainda ter o valor adicionado das demais sinergias (escala, escopo, etc.). Adicionalmente, a possibilidade de realizar fusões através da troca de ações pode ser uma vantagem nesses casos (Manne, 1965).

3.7.3 Hipótese do poder de Mercado

A busca de poder de monopólio advindos da concentração e eliminação da concorrência é citada por Barbosa e Camargos (2003) como uma das motivações para *takeovers* e fusões. Weston, Chung & Siu (1998) citam os atos de concentração de mercado por parte de órgãos reguladores como uma objeção comum a fusões. Tal argumento baseia-se no fato de que, se poucas empresas (menos de quatro) possuem uma participação substancial no seu mercado de atuação, estas reconhecerão o impacto de suas ações, aumentando preços para justificar as fusões.

Shapiro (1996) diferencia os efeitos da concentração em mercados de competição não cooperativa oligopolista dos efeitos em mercados de produtos diferenciados. No caso de

mercados em que os produtos sejam homogêneos (competição não cooperativa oligopolista), fusões horizontais tem seus efeitos de preço baseados em políticas de coordenação e estrutura de *market share*, ou seja, a combinação das participações de mercado de cada empresa envolvida na fusão determina o aumento de preços a ser exercido. Por outro lado, nos casos em que a concentração envolve um portfólio de marcas, depende da semelhança entre as marcas. Dessa forma uma fusão entre as empresas A e B resultaria em maior poder de mercado, caso os consumidores tivessem a marca A como segunda melhor em relação à marca B ou vice-versa.

Após a fusão, pode haver uma manipulação de preços e reposicionamento de cada marca, de forma a maximizar o retorno para a empresa resultante da fusão. Adicionalmente, quanto mais marcas o conglomerado detiver, maior será a barreira a novos entrantes, dado o jogo preço-marca-produto.

No Brasil, diversas fusões envolvendo empresas de bens de consumo cujas marcas são diferenciadas foram objetos de atos de concentração do Cade. Como exemplos, podem-se citar os casos Antártica/Brahma (Ambev), Colgate/Kolynos e Nestle /Garoto.

3.7.4 Hipótese da disputa entre times de gestores

Para Jensen e Ruback (1983) disputas pelo controle são na verdade disputas entre grupos de gestores rivais. De acordo com essa visão, os gestores são os verdadeiros ativistas, de forma que acionistas (inclusive institucionais) atuam de forma menos ativa ao exercerem seu poder de contratar ou demitir. Dessa forma, o interesse dos acionistas restringe-se a maximização do valor investido, através do preço das ações negociadas. Utilizando-se de evidências empíricas, Jensen e Ruback (1983) concluem que o entrincheiramento dos gestores de firmas *target* pode prejudicar seus acionistas, como demonstra o trecho seguinte:

“Uma vez que os gestores (substituídos) das empresas adquiridas perdem poder e prestígio, estes possuem incentivos para se oporem a uma oferta, mesmo que os acionistas possam ser substancialmente beneficiados com a operação” (Jensen e Ruback, 1983, Tradução Nossa)

Entretanto os próprios autores concluem que mensurar o custo desse efeito entrenchamento torna-se difícil, pois não se pode auferir com segurança os custos de agência de decisões específicas ou identificar a base informacional de tais decisões. Ao contrário, os dados verificados indicam que a oposição dos gestores a *tender offers* aumenta o valor de mercado das empresas *target*, tanto nos casos em que as ofertas são aceitas, quanto nos casos em que são rejeitadas (ver Bagnoli & Lipman (1996) e Koloroudas (2008)).

Com base nessa visão, Jarrel & Bradley (1980) e Rice (1983), apud Jensen e Ruback, argumentam que sem a coordenação dos gestores as decisões maximizadoras de investidores atomizados podem reduzir o prêmio a ser realizado pelos acionistas vendedores, uma vez que a disputa pelo controle toma a forma de um dilema de prisioneiro.

3.7.5 Hipótese do custo de agência dos fluxos de caixa livres

Para Jensen (1986), aquisições podem ser vistas como uma forma que os gestores encontram para aumentar seus impérios ao invés de distribuir dividendos, o que se caracteriza como custo de agência. Tal situação é mais provável em empresas que geram retornos superiores ao seu custo de capital (gerando *economic rents*) e, assim, possibilitam aos gestores acumularem fluxos de caixa livres. Assim, esses gestores preferem realizar aquisições, muitas vezes com valor presente líquido negativo, a devolverem o fluxo de caixa aos seus acionistas. Observa-se ainda a tendência desses gestores realizarem aquisições que levem à diversificação não-concêntrica, o que acaba por destruir valor para o acionista.

3.7.6 Hipótese do Excesso de Confiança dos adquirentes (“*hubris Hypothesis*”)

Costa Junior (2008) faz uma análise da Hipótese de *Hubris* como motivação para uma aquisição, fazendo menção a estudos teóricos, quantitativos e estudos de caso elaborados pelos principais estudiosos do tema.

Para Roll (1986), quando o gestor de uma firma adquirente está envolvido em uma oferta pública pelo controle, este procurará se convencer de que o mercado subavalia o potencial das sinergias ou o valor da empresa a ser adquirida. Como em geral o ofertante não possui muitas opções de aquisição simultâneas, ao encontra-se num leilão pela disputa do controle, essa tendência de autoconfiança exagerada e auto-engano intensifica-se de forma a justificar uma aquisição que pode destruir valor para o acionista da adquirente.

Tal hipótese é considerada por Morck et al (1991), apud Costa Junior (2008) como a explicação provável para o fato de que as firmas *bidders* pagam mais que o valor esperado das sinergias ou dos fluxos de caixa a serem gerados pelas empresas adquiridas. Outra explicação seriam os benefícios privados apropriados pelos gestores ao realizarem a compra.

Costa Junior (2008) reforça ainda mais a constatação da Hipótese de *Hubris* ao relatar um estudo atual realizado por Hietala et al (2003) que testa as explicações de Morck no caso em que QVC e Viacom disputaram o controle da Paramount, demonstrando a aderência das Hipóteses de Roll (Confiança exacerbada e benefícios privados) a um caso real.

3.8 Processos hostis de tomada de controle *vis a vis* negociações amigáveis

3.8.1 Padrões de Ganho, motivações econômicas e características das *targets*

Muitos autores discutiram e pesquisaram as conseqüências econômicas de processos de transferência de controle.

De acordo Mork et al (1987) e Roll (1986) as operações de tomada de controle apresentam, pelo menos, três padrões de motivação distintos:

- Existem aquelas que visam às sinergias típicas aspiracionadas em operações de fusões e aquisições como redução de custos sobrepostos, ganhos de escala, verticalização ou concentração de mercado, sendo chamadas tomadas de controle sinérgicas;
- Por outro lado, há processos “desenhados para substituir políticas gerenciais não maximizadoras do valor para o acionista, que visam mitigar prejuízos

resultantes do conflito de agência ou da simples má administração, as tomadas de controle disciplinatórias” (Mork, Shleifer, & Vishy, 1987)

- Enfim, em alguns casos, observam-se operações de tomada de controle cuja motivação deixa de ser econômica, sendo substituída pela arrogância e excesso de confiança dos adquirentes ou “*hubris*”, em inglês (Roll, 1986).

Essas diferentes modalidades de processos de transferência de controle foram objeto de estudos comparativos, sob as óticas do ganho de produtividade ou geração de valor econômico, bem como sob a ótica da probabilidade de ocorrência de cada uma delas.

Baseando-se em uma série de estudos empíricos realizados e cujos focos foram os resultados econômicos obtidos em processos de transferência de controle, Berkovitch e Narayanan (1993) sintetizam as frequências de ganho resultantes de cada uma delas, na ótica do comprador, da empresa adquirida e do efeito combinado de ambos os resultados (tabela 1).

Tabela 1 : Ganhos e Perdas em Takeovers Sinérgicos, Disciplinatórios e sob o efeito *do Hubris*

	Ganhos para a empresa ofertante ou adquirente (a)	Ganhos para a empresa-alvo (target) (b)	Total (a+b)
Takeover Sinérgico	+	+	+
Takeover Disciplinatório	-	+	0
Takeover sob efeito do “ <i>Hubris</i> ”	-	+	-

Fonte: (Chung, Weston, & Siu, 1998)

Por outro lado, em trabalho publicado em 1987, Morck, Shleifer e Vishny oferecem explicações para decisão pelos *outsiders* de realizar uma oferta hostil, através de estudo estatístico comparando as características de alvos de ofertas hostis e alvos de negociações

privadas, cujo intuito foi prever quais características das empresas-alvo levam a um processo hostil e quais tendem a gerar uma oferta amigável. Dentre 454 empresas listadas no S&P 500 (amostra), 82 foram alvos de ofertas pelo controle, sendo 40 hostis e 42 amigáveis.

Uma primeira conclusão importante é a de que as empresas que foram alvos de processos hostis apresentavam índices “*Q*” de Tobin² abaixo das médias de suas indústrias e encontravam-se em indústrias cujos índices eram mais baixos que a médias do S&P 500. Por outro lado, as empresas que foram objeto de ofertas amigáveis apresentavam maiores taxas de crescimento.

De acordo com os autores:

“Interpretamos esse estudo como uma fonte de evidências consistentes com a visão de que os objetos de processos hostis ou amigáveis são companhias diferentes. Enquanto que objetos de *takeovers* amigáveis formam uma grande variedade de empresas em indústrias diversas, os objetos de processos hostis de tomada de controle são em geral, empresas (...) cujo crescimento é baixo e cujos custos de reposição dos ativos são maiores que seu valor de mercado. Aquisições amigáveis podem ser motivadas por teses de diversificação, sinergias ou decisões relacionadas a ciclo de vida por porte do controlador. Por outro lado, *bidders* em aquisições hostis podem estar mais interessados em fechar a empresa e vender seus ativos.” (Morck, Shleifer e Vishny, 1987, tradução nossa)

Assim, ainda que não haja uma tese de investimento baseada no ganho de sinergias, uma empresa cuja gestão é ineficiente torna-se vulnerável a *takeovers* disciplinatórios, que visam aumentar sua produtividade ou redistribuí-la, capturando *rents* que antes se concentravam nas mãos dos gestores.

Morck, Shleifer e Vishny (1987), caracterizam *takeovers* disciplinatórios como aqueles que visam reverter práticas não maximizadoras de valor advindas de crescimento e diversificação excessivas, pagamento irresponsável de privilégios (*lavish consumption of perquisites*) ou estrutura de capital sub-ótima (custo de agência do *free-cash-flow*).

Jensen (1986) corrobora com a visão de que se a valorização das ações não se explica pelo “poder de mercado” está deve ser baseada no aumento de produtividade. Por

² Relação entre Patrimônio Líquido e Valor de Mercado das ações (PL/VPA). Um índice “q” menor que 1,00 indica que, para um adquirente do mesmo setor ampliar sua capacidade, torna-se mais barato comprar a empresa que comprar diretamente os ativos.

outro lado, autores como Drucker (1986); Lowenstein (1985) e Law (1986), apud Shleifer e Summers (1988) contradizem essa visão tradicional de que os ganhos obtidos em *takeovers* advêm principalmente do aumento de produtividade, suportando a idéia de que os ganhos podem ser provenientes do uso de *tax shields*, subavaliação das ações pelo mercado, pela apropriação de *rents* dos funcionários ou em função da redução do conflito de agência.

Powel (2001) resume principais hipóteses explicativas de *takeovers* disciplinatórios, citando estudos empíricos que as suportam. A hipótese da substituição de gestão ineficiente e não maximizadora de valor é validada por estudos realizados por Asquith (1993) e Kennedy & Limmack (1996) que comprovam a probabilidade crescente de empresas com baixos retornos sobre capital investido serem alvos de *takeovers*. A hipótese da subavaliação da firma, baseada na relação entre menores índices de Tobin's ("q" ratios) e a probabilidade de *takeovers* é suportada por Harsbrouck (1985). A hipótese do FCF, caracterizada pelo acúmulo de caixa sem aplicação em projetos com NPV positivo é comprovada nos estudos de Palepu (1986) e Lehn & Poulsen (1989).

Além dessas hipóteses Powel ainda apresenta comprovação empírica das hipóteses do "tamanho da firma", da "garantia real".

A hipótese do tamanho da firma é suportada pela tese de que a probabilidade de uma empresa ser alvo de um *takeover* é inversamente proporcional ao seu tamanho, dados os custos de transação de *takeover* tornarem mais difícil a absorção de alvos maiores (Palepu, 1986 e Ambrose & Megginson, 1992).

Por outro lado, Ambrose (1990) e Stulz & Johnson (1985) analisam a hipótese dos ativos reais das empresas influenciarem a probabilidade destas serem alvos de tomadas de controle. Os ativos reais podem servir como garantias para operações alavancadas, pois diminuiriam o risco da operação, podendo ser objeto de estratégias de liquidação ou venda de ativos por *raiders* (Eddey, 1991).

3.8.2 Custos para o Adquirente

Os custos de uma fusão, quando comparada as demais formas de tomada de controle (*proxy-fights* e tomada de controle hostil) são decorrentes da manutenção do entrincheiramento e altos salários e benefícios gozados pelos administradores. Assim ocorre, pois os gestores utilizam seu poder de aprovação e veto para garantir sua permanência e suas vantagens. Por outro lado, fusões evitam os custos de leilão relacionados a ofertas hostis e os custos de persuasão decorrentes das *proxy-fights*.

Assim, quando a tomada de controle não se dá por meio de fusão/aquisição negociada, os administradores que criam o custo de agência fazem resistência à troca de controle, dado seu entrincheiramento, o que tende a gerar uma situação de tomada de controle hostil.

A ameaça de uma aquisição hostil, portanto, configura-se como um mecanismo importante que protege os acionistas atomizados do custo de agência. Para Grossman e Hart (1980), sempre que ocorre mudança no ambiente competitivo da empresa, os administradores vêem uma oportunidade de gerar custos de agência e o mecanismo do *takeover* hostil os força, indiretamente, a renegociar seus contratos com os acionistas. Assim, os administradores entrincheirados sentem-se ameaçados e passam a ter um estímulo para aumentar o valor da empresa e reduzir o custo de agência.

Do lado do adquirente, em aquisições hostis, os ganhos potenciais são ainda maiores com o uso de capitais de terceiros (Manne, 1965). Nesse caso os outsiders ampliam seus ganhos em função da alavancagem sobre o capital próprio e ainda criam um mecanismo adicional de controle do custo de agência, uma vez que a dívida reduz a disponibilidade de fluxo de caixa aos administradores, impondo-lhes maior disciplina gerencial (Jensen, 1986).

3.8.3 Risco de Leilão

Processos de aquisição hostil podem combinar a compra direta das ações no mercado e a negociação privada de grandes blocos de ações, com a realização de uma oferta pública

visando à aquisição do controle, o que expõe o adquirente ao risco de alta expressiva no valor das ações, dada o aumento da oferta. Os acionistas vendedores, ao perceberem oportunidade antecipar os ganhos da reestruturação, elevam o preço das ações, fenômeno que Koloroudas (2008) classifica como risco de leilão. Segundo Manne (1965), a pressão dos detentores de blocos de ações, associada a restrições legais que visam distribuir o valor dos prêmios pagos a todos os acionistas, podem elevar os preços a tal nível que a barganha não seja concluída. Assim, Manne conclui que, quanto maior a atomização da propriedade, menores serão os prêmios pagos, tese comprovada, posteriormente, em estudos empíricos como o realizado por Dick e Zingales (2002).

3.8.4 *Proxy-fights*

O trabalho de Manne também cita as *proxy-fights* como um mecanismo de disputa de controle das corporações. *Proxy-fights* são formas menos severas em que os outsiders procuram gerar valor em companhias com custos de agência. Ainda que os acionistas não possuam o controle de uma determinada empresa, lhes é possível influenciar a administração realizando coalizões com outros acionistas a fim de eleger membros da diretoria nas assembleias da empresa. Brealey, Myers e Allen (2008) chamam atenção para o fato de que muitas dessas disputas têm a intenção, não apenas de melhorar a gestão da empresa, mas também procuram viabilizar *takeovers* e fusões. As *proxy-fights* são disputas políticas que envolvem o uso de recursos dos acionistas dissidentes (aqui definidos como “oposição”) para enfrentar os controladores e/ou membros da diretoria (situação) que podem utilizar os fundos da própria empresa na disputa pelo voto dos acionistas.

O caso Disney ilustra a efetividade que uma disputa dessa natureza pode atingir, quando a oposição à reeleição de seu chairman por 43% dos acionistas acabou culminando na sua renúncia ao cargo. Ainda que a participação do bloco de opositoristas seja pequena, desde que suportada por boas “causas” no sentido de mitigar o conflito principal-agente, os resultados podem ser efetivos como ilustra o caso da Time Warner. Os gestores da companhia entraram em um acordo com opositoristas que detinham apenas 5% das ações da empresa

em uma disputa por fluxos de caixa, concordando em cortar USD 500 milhões em despesas, ampliar o programa de recompra de ações e trocar dois membros da diretoria.

Mas Manne aponta essa estratégia como a mais cara para o outsider, dado que há uma tendência a formar-se um mercado privado de venda de votos, entre os acionistas com blocos relevantes de ações. Esse processo então tende a ser mais lento e exige maiores esforços para organizar a coalizão de acionistas atomizados, tornando-se mais custoso. O investidor então acaba tendo que custear essa organização, ao mesmo tempo em que divide os retornos com os demais acionistas para convencê-los a votar em favor de sua causa. A conclusão é a de que as *proxy fights* são soluções alternativas a impossibilidade ou dificuldade de se realizar um *takeover* hostil.

3.9 A dinâmica da negociação e a maldição do ganhador em uma disputa pelo controle

A existência de muitos competidores em um leilão cujo valor é incerto ou indefinido, os lances podem atingir grande variabilidade, o que acaba levando o ganhador do leilão a pagar um valor excessivo pelo bem adquirido, o que se classifica como “maldição do ganhador”. (Chung, Weston & Siu, 1998.) Para Capen et al (1971), o valor de aquisição seria proporcional ao número de concorrentes e a assimetria de informações em torno do real valor do objeto disputado.

Roll (1986) aplica o conceito de maldição do ganhador aos casos de disputa pelos controles de corporações. Assumindo as premissas de que os mercados são eficientes, o autor conclui que o valor de mercado das empresas já refletiria seu real valor econômico. Assim, os prêmios pagos em *tender offers* ou fusões seriam explicados pelo excesso de confiança dos *bidders* que estariam pagando mais do que o real valor das empresas. Em havendo sinergias ou potencial de gerar valor através de reestruturação a competição entre *bidders* tende a gerar prêmios excessivos para o *target*.

Assim, ainda que o valor de uma empresa estivesse abaixo de seu potencial econômico, o lançamento de uma OPA (oferta hostil) funcionaria como uma forma de sinalização de que a empresa objeto da oferta está subvalorizada, gerando uma competição

típica em forma de um leilão. Este contexto de mercado perfeito leva os competidores a aumentarem suas ofertas até valores superiores ao valor econômico da transação, dado um possível excesso de confiança (*hubris-motivation*). Assim, ao lançar uma OPA o ofertante enfrenta dois tipos de risco: o de perder o leilão, o que o leva a suportar os custos inerentes ao processo e o de ganhar o leilão por um preço maior ou igual ao valor econômico do *target*, deixando-se assim os ganhos para os *rayders*, definidos como aqueles investidores que se aproveitam da alta das ações de empresas envolvidas *em tender offers*.

A maldição do ganhador é uma explicação plausível ao resultado obtido em inúmeros estudos empíricos que demonstram que firmas adquirentes não geram retornos anormais positivos, ao passo que os acionistas de firmas adquiridas acabam realizando prêmios substâncias (Bruner, 2002).

3.10 Considerações sobre o método de Pagamento e a forma de uma Oferta

De acordo com a visão de Rappaport e Sirower (1999), o mercado interpreta os pagamentos com ações em quantidades fixas como um sinal de falta de confiança do adquirente na transação. Por outro lado o pagamento em *cash* ou valor fixo, ainda que sob a forma de ações, aloca os riscos e recompensas da aquisição para o adquirente, demonstrando sua confiança, não apenas no *deal* em si, mas no valor de suas próprias ações ofertadas.

Em operações que resultam em sinergias, o método de pagamento, em suas diferentes combinações de ações e pagamento à vista, pode servir como servir como forma de alocar riscos e retornos entre as partes envolvidas na transação

3.11 Signalling e a valorização das ações após uma OPA

Em situações nas quais o controle é pulverizado, é notório, como veremos mais adiante, que o direito a voto valoriza-se sobremaneira diante da possibilidade real de ocorrência de OPAs, o que pode ser uma motivação econômica concreta para aquisição de ações ordinárias. Em situação de disputas pelo controle, ainda que os detentores de poucos direitos a voto não possam exercer influência direta sobre a administração das companhias

listadas, tais direitos podem assumir valores até superiores àqueles dos detentores do bloco de controle, dada a ameaça de *takeover*. Assim, o valor do direito a voto é também uma função do grau de competição por controle, além de depender obviamente da intensidade e quantidade de Benefícios Exclusivos que proporciona ao adquirente.

A existência de muitos grandes acionistas aumenta os prêmios provenientes dos direitos a voto, ao passo que a extrema concentração das ações ordinárias, resultando na existência de apenas um grande acionista diminui sobremaneira tais prêmios, pois a probabilidade de disputa por controle é menor nesses casos, assim como nos casos de empresas estatais cujo acionista controlador pode ter motivações outras, que não econômicas, para continuar detendo o bloco de controle ainda que a custos elevados. Evidentemente, nos casos em que o controlador detém maioria absoluta do capital votante da empresa, o prêmio tende a reduzir-se a um valor quase nulo.

Boa parte da intensa atividade de *takeovers* que ocorreu nos EUA, durante a economia industrial da década de 1980 teve como direcionador principal a mitigação de conflitos principal agente. Em artigo publicado em 1991, no *Journal of Applied Finance*, Jensen faz uma análise descritiva da onda de *takeovers hostis* que ocorreu na década de 80, concluindo que, apesar da opinião pública ter rejeitado operações de *takeover*, em função de questionamentos éticos e morais e apor acreditar que tais operações destruiriam valor para a economia como um todo, os dados relativos à produtividade demonstraram o contrário. Outros estudos (Lichtenberg, 1992) chegam à mesma conclusão, esclarecendo que os *takeovers* são benéficos para a economia e para as empresas.

3.12 Mensurando Retornos Anormais

“Retornos anormais (*abnormal returns*, ‘AR’)” são aqueles ganhos realizados em função de evento específico e correspondem à diferença entre os retornos médios esperados por um ativo e os retornos efetivamente realizados. O termo “retornos anormais” é comumente utilizado para explicar variações nos preços de ações no mercado. De acordo com Chung, Weston e Siu (1998), o primeiro passo para a aplicação da metodologia de cálculo de retornos anormais é a definição de um período ou janela para análise. Esses mesmos autores sugerem que se limite o universo de estudo aos quarenta dias anteriores (D-40) e quarenta

dias posteriores (D+40) ao evento cujos impactos se deseja analisar, excluindo-se o próprio dia do evento (D), pois as oscilações bruscas típicas de anúncio podem distorcer as estatísticas. Ainda assim, Chung Weston e Siu ressaltam que a definição da janela de análise deve ser determinada pelo autor do estudo com base nas características do evento que se este estudando.

Após definida a janela de análise, o segundo passo seria calcular o retorno esperado para os papéis, ou os retornos “normais”. Então, os autores também sugerem três métodos de cálculo para o retorno médio esperado.

Uma primeira metodologia, simples e eficaz, denominada “Retorno Ajustado a Média (*The Mean Adjusted Return Method*)”, consiste em se calcular o retorno médio diário de das ações da empresa em um período anterior à janela de análise, o que se define como período “limpo” ou “*clean period*”. Chung Weston e Siu (1998) sugerem que o período limpo seja de 200 dias anteriores à janela. Ainda assim, cabe ao autor do estudo defini-lo de acordo com as peculiaridades de cada evento.

Outra forma de se estimar o retorno esperado para uma determinada ação consiste na elaboração de um modelo preditivo aplicando-se a técnica da regressão linear. Definindo-se o retorno esperado da ação como uma variável dependente e o retorno de um índice de mercado (Ibovespa, por exemplo) como uma variável independente, estima-se o retorno esperado através de uma equação na forma $R_e = a + b * R_m$, onde “a” e “b” são estimadores e R_m é o retorno do índice ou variável independente. Esse modelo é chamado de “*The Market Model Method*”. Os autores também sugerem que se construa a regressão com base nos 200 dias anteriores à janela, apesar desta não ser uma regra rígida.

Enfim uma terceira técnica sugerida para se calcular retornos esperados consiste em simplesmente assumir que o retorno esperado equivaleria ao retorno do índice de ações no dia em cada um dos dias inseridos na janela de análise. Para os três modelos os autores sugerem que se utilize o período de 200 dias anteriores à janela como fonte de dados para estimar o retorno esperado. Assim, resumidamente temos os três métodos de cálculo de Retornos esperados dados pelas seguintes fórmulas:

- (1) *The Mean Adjusted Return Method* : $\widehat{R}_{jt} = \overline{R}_j = \frac{\sum_{t=-240}^{-1} R_{jt}}{200}$, onde o retorno esperado equivale à media do retorno nos 200 dias anteriores à janela (-40 ;+40);

- (2) *The Market Model Method*: $\widehat{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mte}$, onde o retorno esperado é uma função obtida através de uma regressão, calculada com base em período anterior à janela (sugere-se 200 dias);
- (3) *The Market Adjusted Return Method*: $\widehat{R}_{jt} = R_{mte}$, onde R_{mte} equivale ao retorno do índice de ações no dia (pode ser utilizado o Ibovespa para estudos de eventos brasileiros)

De toda a forma, ainda segundo Chung, Weston e Siu (1988), estudos indicam que as metodologias levam a conclusões semelhantes quando aplicadas na prática. Para este trabalho optou-se pelas metodologias do retorno ajustado à média e retorno ajustado ao mercado dada sua simplicidade. Além disso, a metodologia “*Market Model Method*” é muito semelhante ao retorno ajustado ao mercado, pois ambas se baseiam em índices de ações como estimadores dos retornos normais.

Após a aplicação de uma das três metodologias supracitadas, é possível obter-se o retorno médio esperado \widehat{R}_{jt} que, subtraído do retorno diário das ações, resulta no retorno anormal ou *abnormal returns*, de acordo com as fórmulas abaixo:

$$AR_d = R_d - \widehat{R}_{jt}$$

AR_d = retornos anormais obtidos no dia;

R_d = Retorno do dia

\widehat{R}_{jt} = **Retorno esperado** = Retorno médio apurado através de uma das três metodologias supracitadas;

$$AR = \frac{CAR}{n}, \text{ onde}$$

n = número de dias observados

$$CAR = \sum_{-40+40} AR$$

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Análise Histórica da Perdigão até 1994

4.1.1 Introdução

Após ter tido um crescimento substancial desde sua fundação, em 1934, a Perdigão entrou em crise econômico-financeira a partir da década de 80, tendo sido objeto de um *takeover* em 1994, o que alterou a trajetória da empresa. Dessa forma, examinar o histórico da Perdigão antes e depois de 1994, à luz da teoria de agência, pode ser útil para responder as questões de pesquisa propostas no presente trabalho.

Partindo-se da premissa de que empresas com maiores custos de agência teriam desempenho inferior a seus pares, a análise em perspectiva histórica pode trazer conexões entre os sinais de ineficiência, diversificação não justificada e entrincheiramento e o próprio desempenho das Perdigão, antes e depois do *takeover*.

Para o propósito de se traçar uma análise histórica com perspectiva crítica, optou-se por utilizar como base os trabalhos de Ludkevitch (2005) e Dalla Costa (2007). Enquanto o primeiro procura responder o que diferencia a Sadia da Perdigão quanto à escolha entre o caminho da auto-perpetuação ou autodestruição até 1994, o segundo descreve o processo de profissionalização da Perdigão após a troca de controle em 1994.

4.1.2 *Breve histórico e Crise Econômico-financeira*

Fundada em 1934, através da associação entre as famílias Panzoni e Brandalise, (Tassara e Scapin, 1996) a empresa que deu origem ao grupo Perdigão cresceu sob gestão familiar. Ao longo das décadas de 40, 50 e 60, a empresa diversificou os investimentos, associando-se a outras companhias do setor agro-industrial. O grupo, então, era composto de diversas unidades operacionais com atividades diversificadas como “granjas, abatedouros, fábricas de banha, frigorífico, curtume, moinho, fábrica de rações, madeireira, fábrica de caixas, entrepostos, depósitos, lojas e filiais comerciais em várias cidades na região produtora, São Paulo, Bauru, Santos e Rio de Janeiro.” Nesta mesma época, a empresa também investiu em uma estrutura de distribuição própria com a criação de empresa de transporte e embalagem. (Dalla Costa, 2007).

A partir da década de 70, a Perdigão já havia se tornado um grupo agro-industrial de grande porte e chegou a ocupar o segundo lugar no ranking do setor. No início da década a empresa era administrada pela segunda geração de herdeiros. Até 1989, a empresa continuou seu processo de expansão geográfica, focando suas atividades no abate de animais, industrialização de carnes e exportação. A Perdigão havia crescido rapidamente, estando entre as sessenta maiores empresas brasileiras.

Entretanto, apesar de grande, a empresa acumulava problemas que eram o resultado de um crescimento não planejado, que fora financiado com capitais de terceiros. Além disso, a diversificação excessiva e não-concêntrica havia criado uma estrutura pouco eficiente em seu *core business* e difícil de ser administrada. Na visão de estudiosos, a Perdigão dos anos noventa era caracterizada como um grupo empresarial grande e ineficiente:

Um complexo empresarial híbrido, desvirtuado de sua verdadeira vocação como empresa do ramo agroindustrial e frigorífico, disperso e com empresas atuando em atividades diferentes e sediadas em pontos tão distantes entre si, como o Mato Grosso e o Rio Grande do Sul. (Tassara e Scapin, 1996:109)

Em 1978, segundo Dalla Costa (2007), a Perdigão passava para as mãos da terceira geração da família, o que Gersick, Hampton e Lansberg (1998) classificam como “consórcio de primos”. A década de 70 fora caracterizada por um processo contínuo de crescimento via

aquisições e investimentos em atividades não relacionadas, como a emissora de TV Barriga Verde, o Hotel San Rafael e o supermercado Perdigão.

O efeito entrincheiramento atribuído a membros das famílias gestoras quando no comando das empresas (Morck et al, 1986) é uma explicação bastante razoável para a diversificação excessiva. Para Dalla Costa, entretanto, a crise deve ser atribuída à falta de planejamento sucessório. Na verdade as duas explicações complementam-se, pois a inexistência de uma estrutura formal de governança e a falta de planejamento sucessório tendem a reforçar a tendência ao entrincheiramento, pois à medida que a família cresce e surgem novas gerações de herdeiros disputando o controle.

Quando se comparam as trajetórias da Sadia e Perdigão, nota-se que mecanismos de governança foram estabelecidos pela Sadia desde a passagem do controle à segunda geração, na década de 70, o que se conseguiu através da criação de um comitê executivo separado da presidência do grupo, processo que não ocorreu na Perdigão de maneira organizada (Dalla Costa, 2007).

Ludkevitch (2005) destaca bem as diferenças entre Sadia e Perdigão, ao compará-las, à luz dos sete traços de Fleck. concluindo que:

“a crescente complexidade operacional resultante do crescimento pouco planejado do grupo Perdigão excedeu a capacidade administrativa da alta direção da empresa. Possivelmente a empresa buscava expandir seus negócios de forma a agradar diferentes membros da família. Esse paternalismo permitiu a formação de pequenos ‘feudos’ familiares na estrutura excessivamente verticalizada, que ocultaram a incapacidade dos responsáveis de compreender e atuar na crescente complexidade das operações. (...) Existe a possibilidade de que a diretoria executiva tenha se recusado a mudar, procurando evitar as implicações da mudança (como a intensificação de conflitos familiares) (...)”

Na década de 80, a holding Perdigão abriu capital em uma condição de governança desfavorável, pois era uma empresa familiar com potenciais conflitos entre controladores e minoritários. Membros da família Brandalise dedicados a gestão do Grupo Perdigão também exerciam atividades políticas. Raul Brandalise, presidente do grupo, teve influência em partidos como o PFL e na Federação das Indústrias de Santa Catarina, enquanto que Ivan Bonato, seu genro e diretor financeiro da Perdigão, atuou como secretário de fazenda do estado. Assim, é possível que, diante da sobreposição entre interesses políticos e empresariais, os controladores, utilizando-se do poder advindo da Perdigão, tenham se beneficiado de benéficos exclusivos de controle não pecuniários.

Observam-se ainda outros mecanismos de expropriação de minoritários. Uller (2002) relata a existência de empresas de propriedade dos controladores da Perdigão que prestavam serviços à companhia, com exclusividade, sem passar por cotação de preços, algumas vezes, sem a qualidade contratada. Ludkevitch (2005) relata um sistema que promovia a diluição dos minoritários em que os controladores adquiriam ações da empresa com dinheiro de empréstimos avalizados pela própria companhia. Dessa forma, os controladores também se locupletavam de benefícios pecuniários à custa dos minoritários.

A Perdigão, que já vinha sofrendo as conseqüências da administração familiar ineficiente, sofreu ainda mais com a recessão econômica deflagrada nos anos 80 e 90, o que resultou em uma crise de liquidez e endividamento. Segundo Uller (2002) a preocupação com o crescimento para empregar mais diretores da família a priorização dos pró-labores em detrimento de reinvestimentos fragilizou ainda mais a empresa, que além de endividada tinha um parque industrial desatualizado.

No site de relações com investidores da Perdigão encontra-se a seguinte descrição daquele período:

“De 1990 a 1993, experimentamos prejuízos substanciais em razão do aumento de despesas financeiras, baixo investimento em desenvolvimento de produtos, capacidade limitada, bem como divulgação modesta de nossos produtos. Em setembro de 1994, enfrentamos uma crise de liquidez em decorrência da qual a família Brandalise vendeu suas participações na Companhia (...)” fonte: Perdigão

Em 1994 o endividamento líquido da empresa atingiu 120% do patrimônio líquido, e,

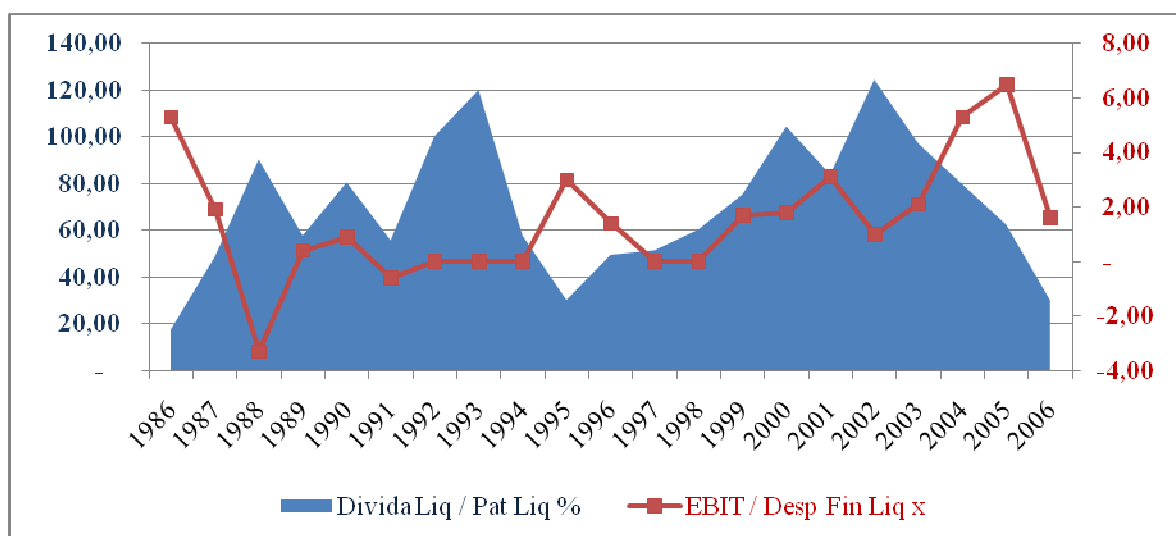


Figura 1: Endividamento e cobertura de juros da Perdigão antes e depois da troca de controle em 1994

Fonte: Economática

além disso, concentrava-se no curto prazo (figuras 1 e 2).

Naquele ano, a empresa investiu apenas R\$ 8 milhões, ou 1,6% de sua receita bruta. Enquanto sua principal concorrente, a Sadia, investiu 31 milhões.

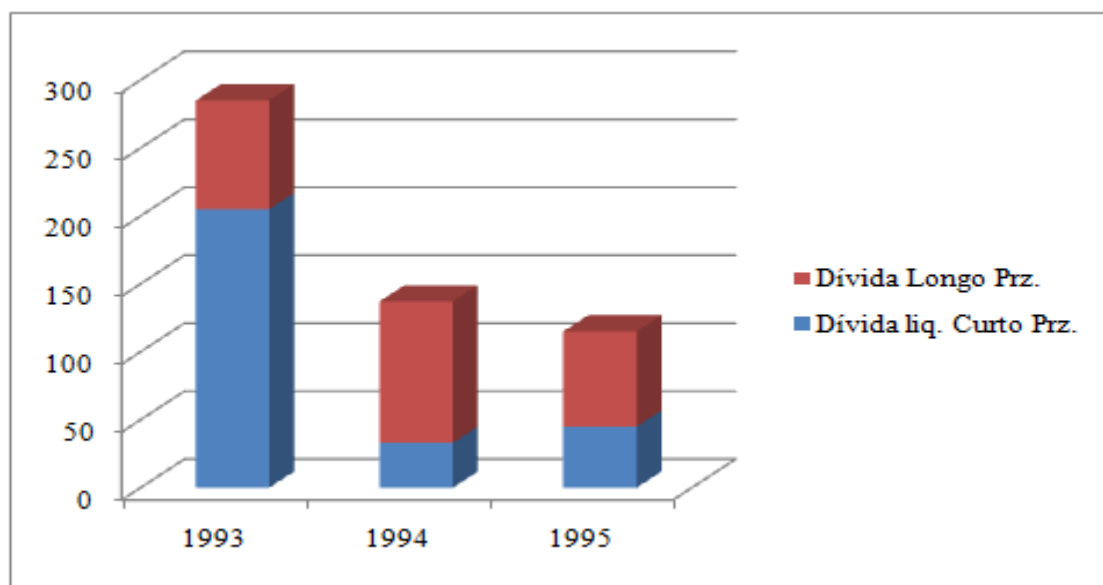


Figura 2: Crise de Liquidez e Reestruturação da Dívida na Perdigão
Fonte: relatórios anuais da Perdigão

Diante da crise, a família Brandalise iniciou um processo de reestruturação da empresa sem, entretanto, abrir mão da gestão. Os resultados do plano de reestruturação, porém, não foram satisfatórios e os gestores-herdeiros da Perdigão passaram a ser pressionados por acionistas minoritários, que eram liderados por Eggon João da Silva (WEG Motores). Eggon, então, assumiu a presidência da empresa, conduzindo um processo de reestruturação societária que visava à saída da família Brandalise do negócio, o que enfim ocorreu em 1994. A família Brandalise vendeu os 70,6% de participação no negócio, transferindo o controle da Perdigão para um *pool* de fundos de pensão (Tassara e Scapin, 1996). As ações da Perdigão ficaram distribuídas de acordo com a tabela 2:

Pode-se dizer que houve, nesse momento, um primeiro *takeover*, que resultou em uma estrutura de controle difusa, ainda que não pulverizada conforme esclarece Chagastelles (2007) e cujos reflexos são analisados a seguir.

A figura 2 ilustra a mudança no perfil da dívida entre 1993 e 1995. A crise de liquidez havia sido superada, mas ainda havia um longo caminho a ser percorrido, no que se refere à reestruturação operacional do negócio Perdigão.

Tabela 2: Nova Composição Acionária, após a tomada de Controle

PERDIGÃO S.A – COMÉRCIO E INDÚSTRIA			
Base: 29.12.94			
Controladores	% ordinárias	% preferenciais	Capital total
PREVI – CAIXA PREV. FUN. BCO. BRASIL	17,16%	13,94%	15,03%
FUND. TELEBRÁS SEG. SOCIAL – SISTEL	17,16%	13,94%	15,03%
PETROS – FUND. PETROBRAS SEG. SOC.	13,90%	11,29%	12,17%
REAL GRANDEZA FUNDAÇÃO DE APAS	10,30%	9,45%	9,74%
FUND. ASSIST. PREV. SOCIAL DO BNDES	10,30%	8,36%	9,02%
WEG MOTORES LTDA.	14,81%	5,72%	8,80%
UNIÃO DE COM. PARTICIPAÇÕES LTDA	4,43%	3,61%	3,88%
PREVI-BANERJ	3,19%	2,59%	2,80%
BNDES – PART. S.A.	0,38%	2,84%	2,01%
VALIA – FUND. VELE DO RIO DOCE	1,98%	1,61%	1,73%
TELOS FUND. EMBRATEL SEG. SOCIAL	0,99%	1,87%	1,57%
BRADESCO TURISMO S.A.	1,27%	1,04%	1,12%
FUNDO DE PARTICIPAÇÃO SOCIAL	0,38%	0,34%	0,35%
BANDO BRADESCO S.A.	0,29%	-	0,10%
OUTROS	3,45%	23,41%	16,66%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Chagastelles, 2007

4.2 O desempenho e Profissionalização da Perdigão, após a entrada dos fundos de Pensão (1995-2006)

Após tomarem o controle da Perdigão, os fundos de pensão elegeram um novo conselho de administração e criaram um conselho fiscal. Para a presidência da empresa foi escolhido um administrador profissional, o Sr. Nidelmar Secches. A partir de então foi conduzido um plano de reestruturação da empresa, com base no foco em seu core business e no enxugamento da estrutura operacional. As empresas que não faziam parte do core business foram então vendidas ou extintas e iniciou-se um processo de ampliação da capacidade produtiva do negócio de abate de suínos e aves e fabricação de embutidos e industrializados de carnes. Das treze empresas que faziam parte do grupo, permaneceram apenas quatro (figura 3)

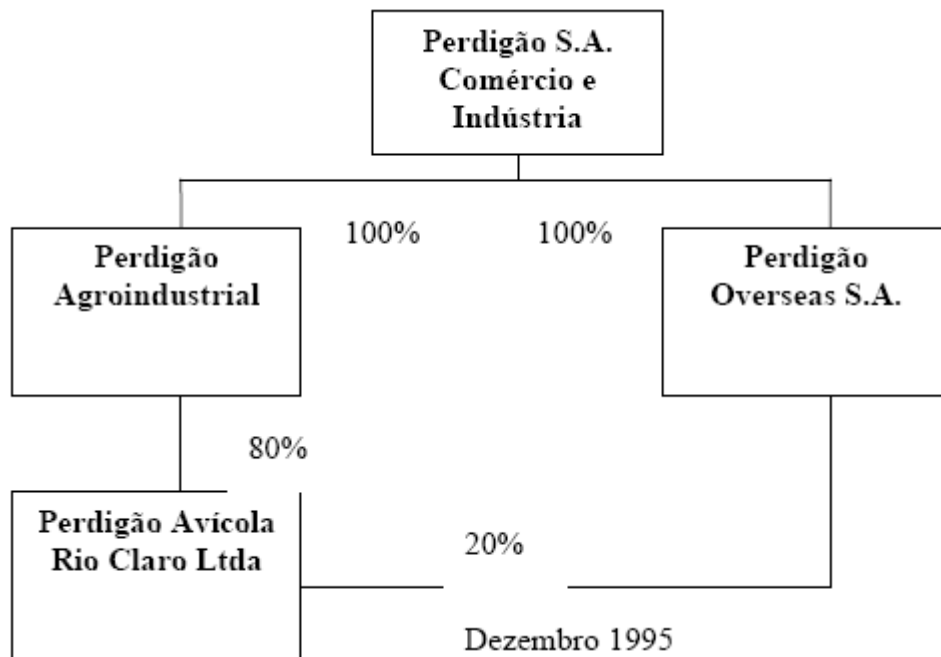


Figura 3: Simplificação da estrutura Societária da Perdigão
 Fonte: Chagastelles, 2007

A nova gestão também implementou um processo de reestruturação administrativa e redução dos níveis hierárquicos gerenciais, implementando um modelo de descentralização e flexibilização da estrutura decisória. O quadro de executivos foi reduzido em 22%. Eliminaram-se os apadrinhamentos e o clientelismo e houve uma mudança de cultura e a empresa deixou de ser familiar, tornando-se mais eficiente e profissional (Chagastelles, 2007)

Ao longo dos onze anos anteriores à OPA a empresa também fortaleceu sua posição como exportadora. Os resultados obtidos pela nova gestão foram surpreendentes e os acionistas beneficiaram-se de um aumento de valor importante. A Perdigão tornou-se mais lucrativa (aumento de 16% a.a na geração de Ebitda entre 1996 e 2006) e consolidou sua posição nos mercados interno e externo.

As tabelas 3 e a figura 4 demonstram tanto o crescimento da empresa, quanto a melhora de sua rentabilidade. Além disso, pode-se dizer que a retomada de seu core business possibilitou um melhor retorno sobre o capital investido e ampliação da capacidade de investimentos. Entre 1986 e 1994, período em que a Perdigão ainda encontrava-se nas mãos da família Brandalise, o ROA (Retorno dos Ativos) médio da empresa foi de -2,07%, abaixo

do ROA da Sadia no mesmo período que foi de 4,8%. Já sob a gestão da nova administração o ROA médio obtido entre 1995 e 2006 atingiu 4,41%, aproximando-se do resultado obtido pela Sadia de 5,53% (figura 4)

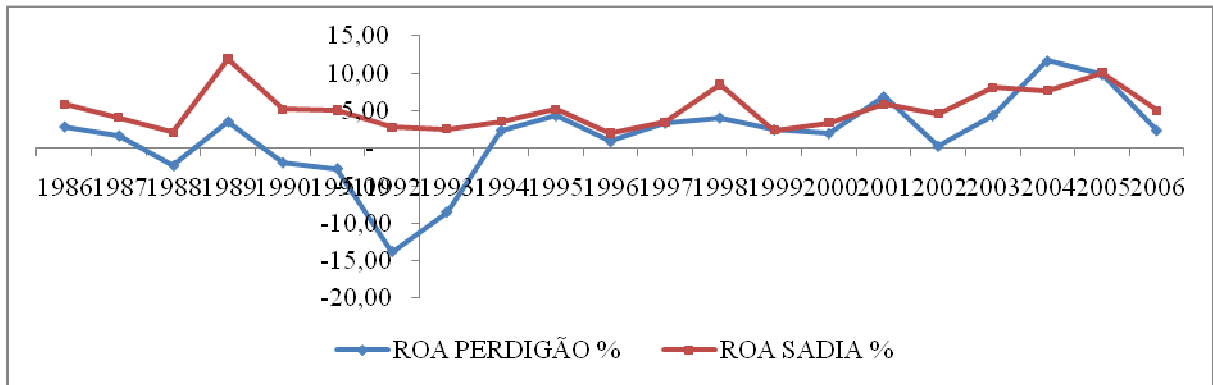


Figura 4: Evolução do ROA da Perdigão e Sadia antes e após 1994
Fonte: Economatica

A reestruturação e a mudança do sistema de gestão permitiram também o aumento dos investimentos e a ampliação da capacidade produtiva. O valor dos investimentos passou a superar o custo teórico de reposição de ativos, medido pela depreciação. O total de investimentos entre 1995 e 2006 foi de R\$ 2,1 bilhões.

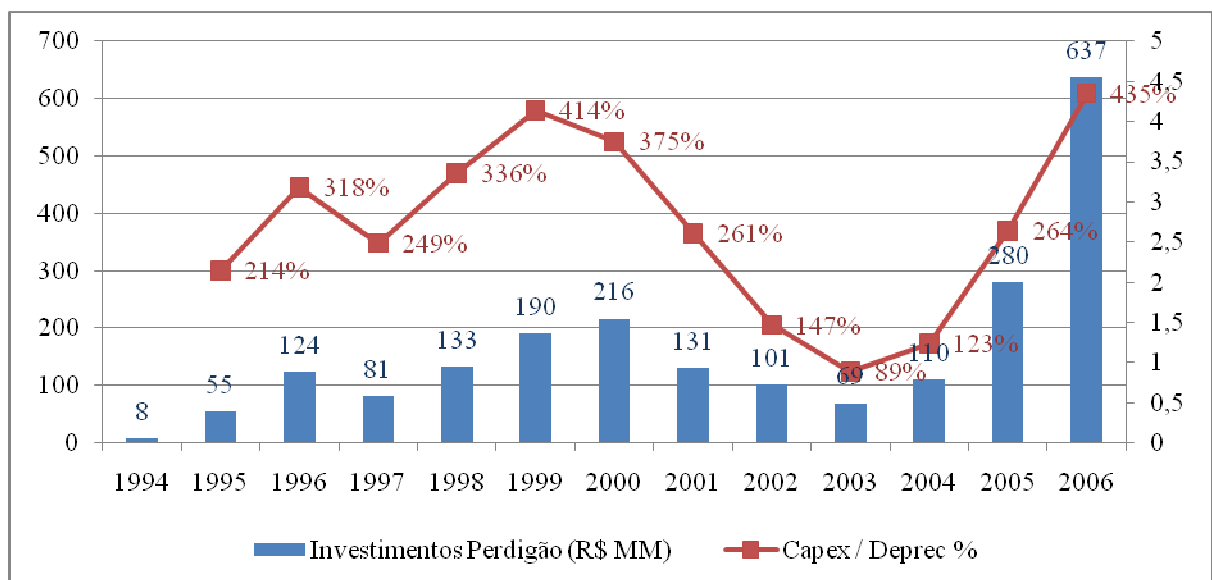


Figura 5: Investimentos da Perdigão sob a nova administração
Fonte: econômática e relatórios anuais 2000 a 2006

Os resultados obtidos pela nova gestão foram substanciais, conforme demonstram a figura 6 e a tabela 3.

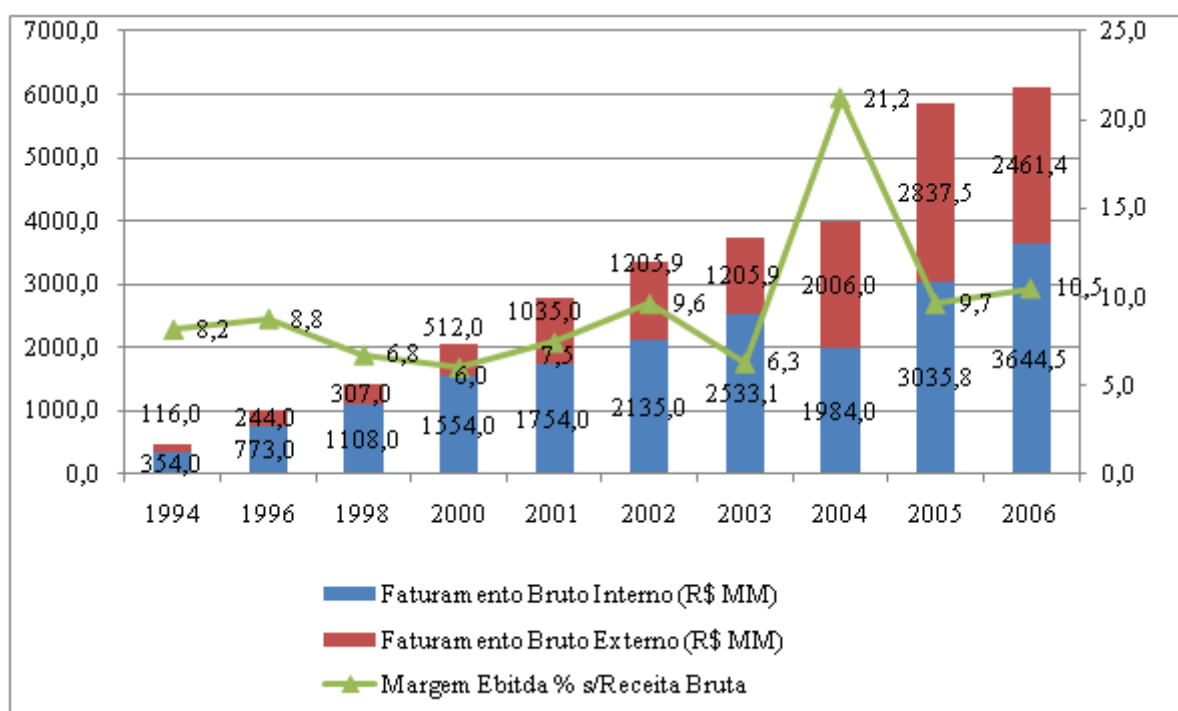


Figura 6: Crescimento da Receita e Lucratividade (1994-2006)

Fonte: Relatórios anuais da Perdigão entre 1998 e 2006

Tabela 3: Evolução dos principais indicadores de performance da Perdigão

	1994	1996	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Cresc. 2006/1994
Faturamento Bruto Interno (R\$ MM)	354,0	773,0	1108,0	1554,0	1754,0	2135,0	2533,1	1984,0	3035,8	3644,5	930%
Faturamento Bruto Externo (R\$ MM)	116,0	244,0	307,0	512,0	1035,0	1205,9	1205,9	2006,0	2837,5	2461,4	2022%
Faturamento Bruto Total (R\$ MM)	470,0	1017,0	1415,0	2066,0	2789,0	2789,0	3341,7	3990,0	5873,3	6105,9	1199%
Funcionários (mil)	12,3	14,3	15,2	19,3	22,4	24,2	28,0	30,9	35,0	39,0	218%
Ebitda (R\$ MM)	29,0	68,0	75,0	94,0	131,0	206,0	160,0	421,0	293,0	383,0	1221%
Margem Ebitda % s/Receita Bruta	8,2	8,8	6,8	6,0	7,5	9,6	6,3	21,2	9,7	10,5	28%
Lucro Líquido (R\$ MM)	12,0	31,0	10,0	43,0	60,0	47,0	45,0	168,0	8,0	124,0	933%

Fonte: Relatórios Anuais da Empresa

Em 1998, a Perdigão fortaleceu-se ainda mais com a implantação de projeto de ampliação da linha de produtos. A Perdigão passou a investir na produção de alimentos pré-processados, pratos prontos de massa e carnes, produtos de maior valor agregado. Em 2003 a empresa já detinha 33% desse mercado (figura 7).

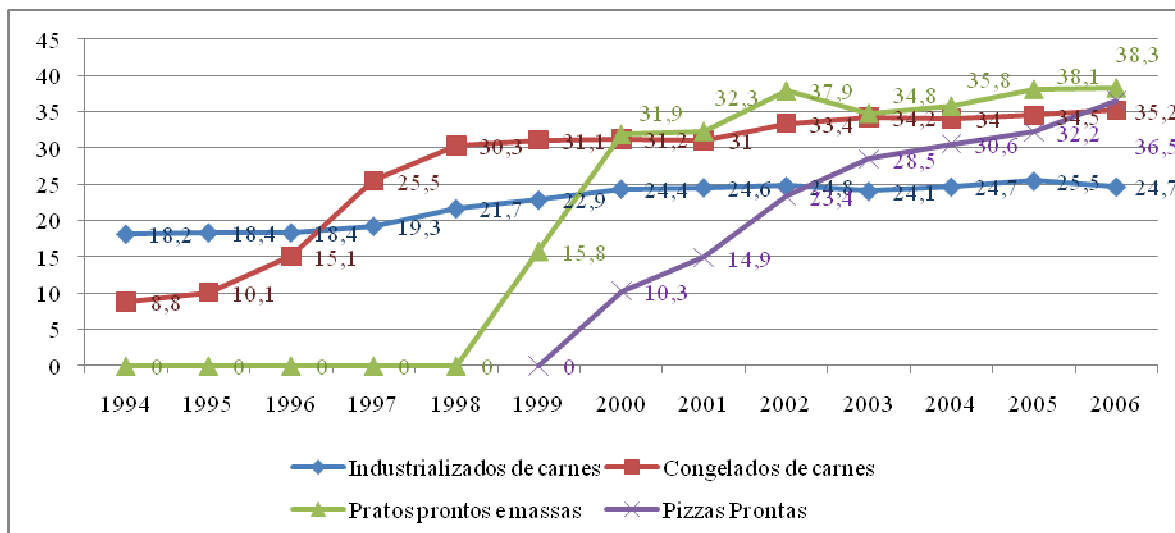


Figura 7 Evolução do *Marketshare* da Perdigão no Mercado Interno (valores em %)
Fonte: Relatórios Anuais 2004 e 2006, dados coletados pela AC Nielsen

Para Dalla Costa (2007), o sucesso da estratégia foi devido à mudança de posicionamento de “agroindústria” para “processadora de alimentos, com terceirização das atividades de suporte, como transporte, vendas e fornecimento de matérias primas, o que a tornou mais eficiente. O autor conclui:

“(…) A nova administração conseguiu dos acionistas uma permanente política de investimentos, aumentando a capacidade instalada, o que fez crescer o número de funcionários, o faturamento bruto e a ocupação do território nacional, tanto com uma ampla rede distribuidora quanto com novos parques industriais” (Dalla Costa, 2007: 221)

É interessante notar que a gestão familiar que caracterizava a Perdigão apresentava características que suportam a hipótese de que os administradores-herdeiros geravam altos custos de agência com “perdas residuais” (excesso de pessoal, salários altos, benefícios não-financeiros) atribuíveis a separação entre controle e propriedade (Jensen & Meckling, 1976).

A profissionalização da empresa, a partir de 1994, tem todas as características que seriam atribuíveis a uma tomada de controle (*takeover*) disciplinatório. O processo de *turnaround* da empresa teve como pilares desinvestimentos, foco no core business, reestruturação estratégica, corte de custos e adequação da estrutura de capital e política de dividendos, inclusive com redução do custo de capital.

Os novos administradores definiram uma política de dividendos mínimos e reconquistaram a confiança de investidores e credores, viabilizando novos investimentos, a retomada do *market share* e crescimento. A combinação de tais fatores permitiu que os

acionistas realizassem ganhos substanciais. Em 2002, a Perdigão foi eleita, em pesquisa realizada pela FGV como a empresa que melhor remunerara os acionistas entre 1992 e 2002. A pesquisa levou em consideração a geração de valor através do reinvestimento e crescimento, e também o nível de distribuição de dividendos, pois avaliou com base na métrica TSR (retorno total para o acionista). O retorno médio obtido pelos acionistas da empresa foi de 25%. (fonte relatório anula 2002)

Entre 1994 e 2006 o valor de Mercado da Perdigão aumentou 12 vezes, superando o valor de sua principal concorrente a Sadia. (figura 9)

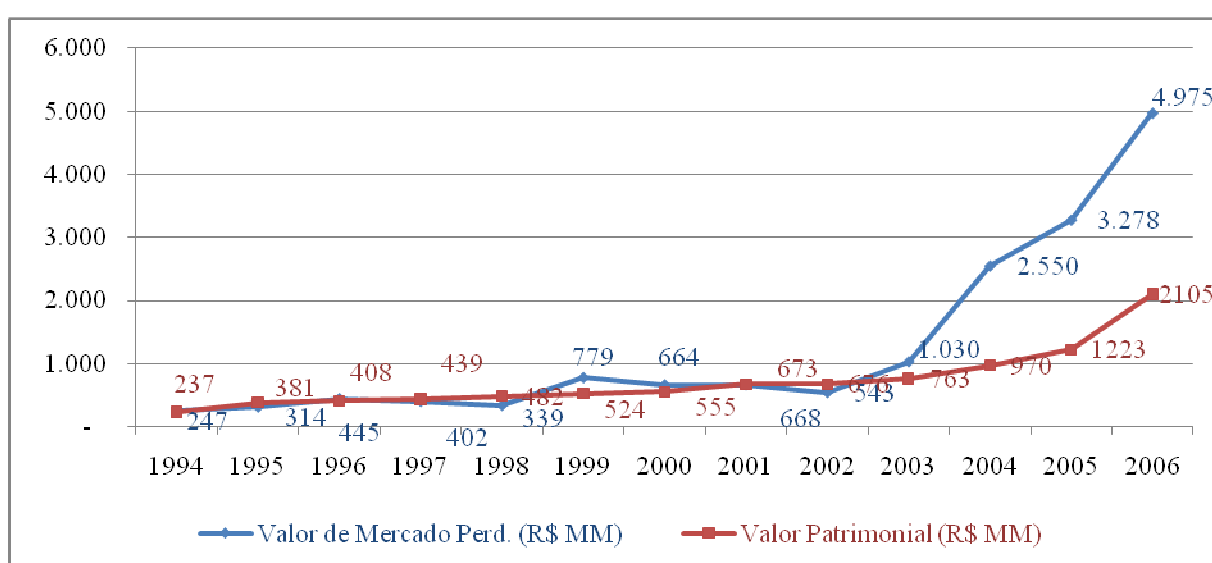


Figura 8: Evolução do Valor Patrimonial e valor de mercado da Perdigão (1994-2006)
Fonte: Economatica

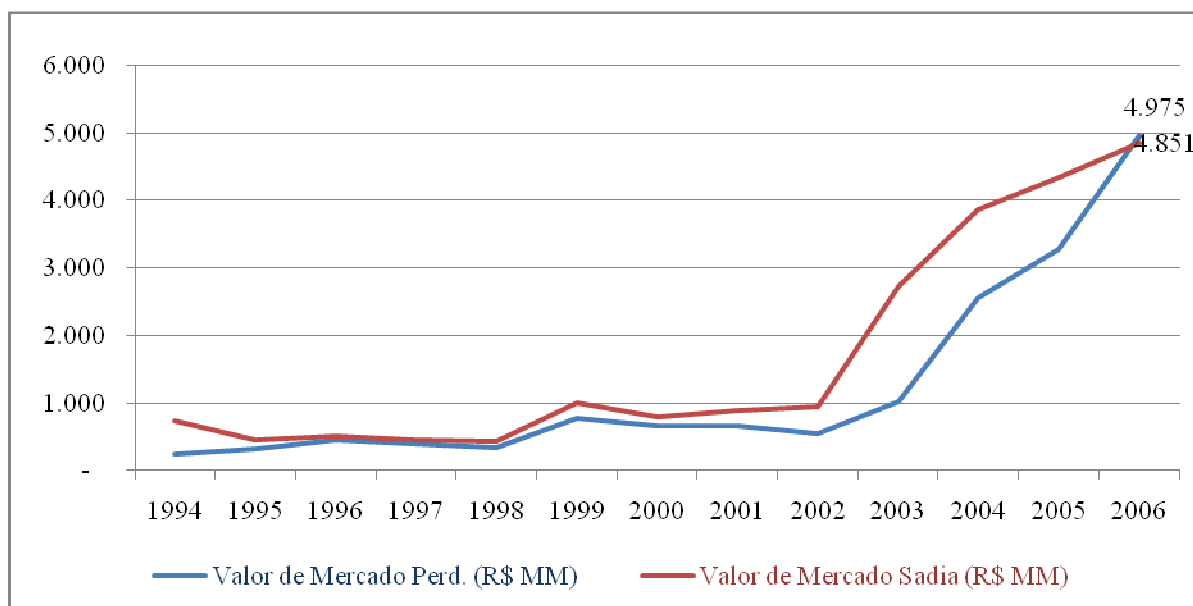


Figura 9: Valor de Mercado Sadia V.S. Perdigão (1994-2006)

Fonte: Economatica

4.3 A estrutura de propriedade e governança na Perdigão

Em dissertação de mestrado, Chagasteles (2007) procura inferir como a estrutura acionária influencia a empresa através do estudo de caso da Perdigão. Sua abordagem traz importantes contribuições e esclarecimentos que suportam as questões de pesquisa propostas no presente trabalho. A motivação da pesquisa realizada se dá justamente no campo do custo de agência, sob a ótica do acionista institucional (fundo de pensão), o que pode fornecer subsídios à análise da decisão de se rejeitar a OPA:

“A ocorrência de diversos problemas de origem societária, nas empresas investidas pelo fundo de pensão no qual a autora trabalha, evidenciaram que a vida operacional e financeira das companhias é afetada, em maior ou menor grau, conforme o caso, por essa variável, estimulando a pesquisa e aprofundamento da matéria, com vistas a adicionar subsídios ao processo de seleção de investimentos.”(Chagastelles, 2007)

Durante as décadas de 70 e 80, quando ainda encontrava-se sob controle familiar a Perdigão mantinha três empresas com capital negociado na bolsa de valores o que gerava falta

de clareza ao mercado. As três empresas tinham os mesmos controladores e mantinham duas classes de ações (ON e PN), o que, de acordo com as hipóteses desenvolvidas por Dick e Zyngales, conferiam aos controladores condições para que surgissem benefícios exclusivos de controle. A existência de três empresas possibilitaria, teoricamente, a apropriação de benefícios exclusivos através da manipulação de preços de transferência. De acordo com Chagastelles (2007) tal situação dificultava a liquidez das ações.

Ao assumirem o controle, os fundos de pensão promoveram importantes evoluções na estrutura societária e de governança. Foram criados os conselhos fiscal e de administração e uma consultoria foi contratada para selecionar um profissional para presidir a empresa. Foi escolhido o Sr. Nildemar Secches que até a data da OPA, ocupava a posição de principal administrador da Perdigão.

A nova gestão da Perdigão demonstrou, desde o início do plano de reestruturação, preocupações com o valor das ações da empresa. O processo de reestruturação societária iniciado em 1994 foi concluído em 1997, com a criação em 07.05.97, a Perdigão Holding S.A, o que pode ser atribuído a intenção dos controladores de simplificar a estrutura societária, com vistas a aumentar ainda mais a liquidez e o valor da empresa. Após os primeiros anos, cujo foco foi a reestruturação administrativa e saneamento financeiro, os gestores passaram a implementar ações com objetivo de dar maior transparência à prestação de contas aos acionistas:

“os demonstrativos financeiros passaram a ser publicados e enviados a todos os acionistas e a empresa, contendo comentários explicativos sobre o desempenho da companhia; passou a divulgar na imprensa especializada todas as ações da empresa que pudessem refletir em seu desempenho; e iniciou a sistemática de realizar reuniões periódicas junto aos representantes regionais da ABAMEC (Associação Brasileira de Analistas de Mercado)” (Chagastelles, 2007)

No relatório anual 2000 (ano em que a empresa lança ADRs nível II na bolsa de NY), apenas seis anos depois da troca do controle os gestores da Perdigão demonstram claramente sua preocupação com governança corporativa, evidenciando as ações no sentido de buscar as melhores práticas, maior transparência e participação de preferencialistas e minoritários, nas assembleias

“O relacionamento da empresa com o mercado é prática incorporada ao dia-a-dia da Perdigão, viabilizando-se através da equipe de Relações com Investidores. As Assembleias de Acionistas são sistematicamente realizadas com presença média superior a 90% de representantes do capital votante e a 70% do capital total. O Conselho de Administração é composto por sete membros e seu presidente não faz parte do atual acordo de acionistas controladores. Todos têm atividades externas à operação e se reúnem mensalmente.

O Conselho Fiscal é composto por três representantes dos acionistas controladores, um dos minoritários e um dos preferencialistas. Promove reuniões mensais e, sempre que necessário, delibera conjuntamente com o Conselho de Administração. Todas as subsidiárias integrais são auditadas pela mesma empresa de padrão internacional que é responsável pelo acompanhamento das contas da Companhia. Além dos atendimentos personalizados a investidores e analistas, a Perdigão realiza, anualmente, reuniões Abamec em todo o país. Também são realizados "*conference calls*" trimestrais e "*Road shows*" para divulgação da Companhia no país e no exterior. Os acionistas e o mercado recebem Informações Trimestrais, além do Relatório da Administração e Relatório Anual. Todas as informações estão à disposição no "site" da Companhia. Como resultado das boas práticas de governança corporativa, a Perdigão tem recebido sucessivos prêmios.

(Relatório Anual - Perdigão, Ano 2000)

Em 2001, a companhia aderiu ao Nível 1 de governança corporativa e em 2002 concedeu *tag along* de 80% aos preferencialistas. Além disso, a Perdigão lançou seu site de relações com investidores e intensificou as reuniões e conferências com a Associação Brasileira de Mercado de Capitais (ABAMEC), com analistas e investidores. Nesse ano a empresa também recebeu o prêmio Ouro- ABAMEC e seu site de relações com investidores foi o sétimo mais votado da América Latina, em avaliação realizada pela consultoria MZ.

Em 2004, a Perdigão recebeu pontuação máxima na avaliação do Guia Exame de boa Cidadania que avalia o nível de transparência das empresas e aumentou em 69% o atendimento a analistas.

Em 2005 a companhia implementou comitê de auditoria e foi a única empresa do setor de alimentos escolhida para integrar o Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa que objetiva promover as empresas brasileiras com boas práticas de governança e sustentabilidade social. A empresa também continuou a obter pontuação máxima no guia Exame de Boa Cidadania Corporativa.

Cabe notar ainda que nos anos de 2004 e 2005 a Perdigão as assembléias de acionistas contaram com a presença de 90% dos representantes do capital votante e 70% dos representantes do capital total da companhia. Além disso, a Perdigão declara em seu relatório anual que o presidente do Conselho de Administração, o Sr. Eggon João da Silva é representante dos acionistas minoritário.

Entretanto, é necessário ressaltar que o Sr. Eggon foi representante da WEG motores, que por sua vez integra o bloco de controle formado pelos fundos de pensão, presidiu a empresa entre 1993 e 1995, o poderia servir como indicador de um possível entrenchamento dentro da companhia, ainda mais a considerar que o Diretor-Presidente, o

Sr. Secches, também acumulava a função de presidente do conselho da Weg Motores. Tais circunstâncias tem como vantagens a aproximação do principal e agente e como desvantagens o entrincheiramento dentro da empresa.

Ainda assim, concluí-se que a Perdigão tem uma política de governança ativa em constante evolução e sua gestão é pautada pela transparência. A empresa mantém um comitê de divulgação ativo e estabeleceu código de ética e política de negociação de valores mobiliários e fatos e atos relevantes consonante com as melhores práticas de governança.

A decisão da empresa de migrar para o novo mercado em 2006 foi um movimento de grande impacto no sentido da governança e alinhamento de interesses entre majoritários e minoritários. A sequência evolutiva no sentido da governança, transparência e redução do potencial conflito de interesses e benefícios exclusivos de controle pode ser interpretada como uma forma de dar maior liquidez e aumentar o valor das ações da empresa, o que seria interesse dos acionistas institucionais.

Chagastelles concorda com tal interpretação:

“Todavia, naquele momento, existia uma visão de que a empresa poderia ser mais bem avaliada pelo mercado de capitais, caso houvesse um incremento de liquidez em seus papéis, concentrados na propriedade de um grupo controlador, que não só detinha a maioria do capital votante da companhia, como também grande parte das ações preferenciais. (...) A percepção era de que se algumas medidas visando o incremento da liquidez das ações fossem implementadas, ocorreria uma resposta positiva no sentido de elevar seu valor de mercado (...) a frase comum entre os investidores e analistas era ‘ Os fundamentos são bons, mas a liquidez é muito baixa’” (Chagastelles, 2007)

Entretanto, apesar dos esforços da Perdigão no sentido de promover o modelo de controle difuso, os fundos de previdência detentores de 48,98% das ações da empresa (tabela 4). Celebraram, em 12 de abril de 2006, acordo de votos, de forma que passaram a reunir-se previamente às assembléias para deliberar sobre pautas de decisão.

A consequência desse acordo foi a criação de um grupo de controle, com poder assegurado através de acordo de votos, com quase 50% das ações da empresa o que reduziu significativamente o poder dos demais acionistas. Com tal instrumento, o bloco de controle assegura para si amplos direitos decisórios e possivelmente parcela do que seriam os benefícios exclusivos de controle. Para votações que exigissem maioria do capital, bastaria negociar a adesão de mais 0,2% dos acionistas afim de que os interesses do bloco foram garantidos. Tal expediente foi utilizado pelo bloco de controle, ao rejeitar a OPA. Supõe-se ter havido ainda um acordo informal com a WEG participações, dada a proximidade histórica

do Sres. Secches e Eggon com a empresa. Assim, na prática a Perdigão tinha um controlador definido.

Tabela 4: participação dos Acionistas, direta e indireta, no capital social da Companhia antes da Migração para o Novo Mercado

Acionistas	Ações				Participação no	
	Ações Ordinárias		Preferenciais		Capital Total	
	Número de Ações	%	Número de Ações	%	Número de Ações	%
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
TOTAL	12.326.560	79,67	9.545.291	32,71	21.871.851	48,98

* Fundo destinado exclusivamente à Fapes.

Fonte: IAN2006 - Perdigão

Sobre tal situação, Chagastelles (2007) esclarece que as companhias brasileiras que são consideradas pulverizadas possuem, na verdade estruturas de capital difuso, nas quais, apesar de não existir um único controlador, há acionistas com participações relevantes através de acordos de voto. Segundo a autora, o único caso de pulverização é o da Renner, que possuía, em 2006, mais de 90% de seu capital em circulação.

4.4 Alinhamento de interesses e Incentivos aos Administradores e Controladores da Perdigão

À data da OPA, os principais administradores da Perdigão permaneciam na empresa havia mais de dez anos. A permanência por períodos muito longos em um cargo executivo (caso de Nildemar Secches) pode, de acordo com a teoria, levar a uma intensificação do efeito entrenchamento. Os Sres. Secches e Eggon João da Silva foram líderes do processo de *turnaround* da Perdigão. Além disso, o Sr. Eggon teve papel importante ao viabilizar a

transferência de controle da família Brandalise para os fundos de pensão, sob a perspectiva de profissionalização.

A análise aprofundada das participações até o nível de pessoa física, com base nas informações extraídas do IAN2006 e Informes de Negociação de Administradores e Pessoas Ligadas, revela um envolvimento ainda maior do Sr. Eggon nos direitos decisórios da companhia, dado que este, além de ser conselheiro da Perdigão, exercia o cargo de conselheiro da Weg Motores, cujos 5% de participação na Perdigão completaram o grupo que rejeitou a OPA (juntamente com os participantes do acordo de votos [tabela 6]). A Weg Participações tinha o controle compartilhando entre as famílias Eggon João da Silva, Voigt e Werninghaus.

Tais fatores poderiam ser indicadores de entrincheiramento dos administradores. Entretanto, a hipótese do entrincheiramento deve ser refutada, pois o poder efetivo de manipular votações a ponto de se perpetuar no cargo é minimizado pela possibilidade de surgirem indicações de outros candidatos ao conselho por parte de acionistas atomizados ou mesmo do próprio bloco de controle. Apesar do bom trânsito entre os participantes do grupo de controle e do provável acesso do Sres. Eggon e Secches a informações privilegiadas, tais fatores isoladamente não garantem a existência de entrincheiramento. Assim conclui-se que caso exista em decisões específicas, esse entrincheiramento é isolado foi pouco relevante para a geração do custo de agência.

Contrariamente, a proximidade do Sr. Eggon à empresa pode ser interpretada como uma aproximação entre principal (Eggon, detentor de 5% de ações) e agente (Secches, administrador), reduzindo-se a assimetria de informações entre eles.

Por outro lado ainda poder-se-ia supor uma relação principal agente entre o Sr. Eggon e os demais acionistas institucionais (detentores de 49%) e atomizados (detentores de 47%), dada a posição peculiar e privilegiada de Eggon comparativamente aos demais detentores de direitos de fluxo de caixa. Entretanto, os acionistas que compunham o grupo de controle eram fundos de pensão que, dada a natureza atuarial de suas operações, visavam retornos de longo prazo através do aumento do valor para o acionista e tinham a necessidade de ter ativos líquidos para honrar eventuais necessidades de realizar investimentos. Portanto, ainda que se considerem possíveis conflitos de agência dentro de cada um dos fundos, a hipótese do alinhamento de interesses e proximidade do principal é mais forte que a dos benefícios

exclusivos de controle ou conflito de agência, o que se evidencia pelos resultados obtidos pela nova gestão da Perdigão, a partir de 1994.

Além disso, aproximadamente 1% das ações da companhia eram detidos por membros do conselho de administração, situação que se enquadra na hipótese de convergência (Morck et al, 1988) para os casos em que acionistas internos detenham até 5% de uma companhia.

Tabela 5: Estrutura Acionária da Perdigão em 12 de Abril de 2006 (valores mobiliários detidos por

Acionistas	Ações Ordinárias	%
Maiores Acionistas (*)	63.080.775	47,09
Administradores:		
Conselho Administração	117.924	0,09
Diretoria	6	-
Conselho Fiscal	-	-
Ações em Tesouraria	430.485	0,32
Outros Acionistas	70.327.962	52,50
	<u>133.957.152</u>	<u>100,00</u>
Ações em circulação no mercado	<u>70.327.962</u>	<u>52,50</u>

(*) Acionistas que compõe o acordo de votos.

administradores e conselho de Administração

Fonte: IAN 2006

Tabela 6: Estrutura Societária da Perdigão após a migração para o Novo Mercado

Acionistas	Ações	%
Previ - Caixa de Previdência Fundo BB	20.513.235,00	15,7%
PETROS - Fundo Petrobrás de Seguridade Social	15.583.269,00	11,7%
Sistel - Fundo Telebrás de Seguridade Social	8.588.232,00	6,4%
Fund. Assist. Prev. Social do BNDES	6.122.952,00	4,6%
Valia - Fund. Vale do Rio Doce	5.545.185,00	4,1%
Real Grandeza	4.738.407,00	3,5%
Previ - Banerj	1.997.595,00	1,5%
Perdigão Sociedade de Previdência Privada	147,00	0,1%
WEG Participações e Serviços	7.300.665,00	5,45%
Total Controladores	70.389.687,00	52,6%
Outros acionistas	63.136.980,00	47,4%
Tesouraria	430.485,00	0,3%
Total de Ações	133.957.152,00	100,0%

Fonte: Fato Relevante divulgado pela empresa em 21 de Julho de 2006

4.5 Análise da OPA

Em 17 de julho de 2006, em documento intitulado “Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações de Emissão da Perdigão”, a Sadia ofereceu o menor valor possível pela Perdigão, de acordo com as normas estatutárias da empresa-alvo. O estatuto social da Perdigão, à época da Publicação da OPA, exigia que qualquer oferta dessa natureza fosse realizada pelo maior valor dentre os obtidos através de:

- i) avaliação econômico-financeira pelo método do fluxo de caixa descontado;
- ii) 135% do valor de emissão de ações realizada nos vinte e quatro meses anteriores; e
- iii) 135% do valor médio das ações nos doze meses anteriores.

A Perdigão não havia emitido ações nos 24 meses anteriores e o valor da avaliação através do método de fluxo de caixa descontado, realizada pelo Banco Bradesco, situou-se entre R\$ 25,28 e R\$ 27,25. Por outro lado, a cotação média das ações da Perdigão (PRGA3)

entre os dias 15 de junho e 14 de julho (dia útil anterior à publicação da oferta) foi de R\$ 20,65. Portanto, o maior valor dentre os três métodos seriam os R\$ 27,88 que foram oferecidos no edital e que correspondem a 135% da média do valor das ações negociadas da Perdigão nos 30 dias anteriores.

A OPA lançada pela Sadia visando a tomada de controle da Perdigão teve duração curta, ao contrário do que esperavam os entusiastas do novo mercado (tabela 7)

Tabela 7: Cronograma da Oferta

Segunda-feira, 17 de julho de 2006	Sadia submete o edital de OPA à CVM;
	Sadia informa fato relevante e disponibiliza laudos de avaliação
	Diretor de RI da Sadia realiza <i>conference call</i> pública;
Terça-feira, 18 de julho de 2006	Acionistas detentores de 55,38% das ações da Perdigão recusam oferta;
Quarta-feira, 19 de julho de 2006	Sadia questiona os termos da recusa à oferta;
Quinta-feira, 20 de julho de 2006	Sadia informa fato relevante, no qual aumenta a oferta de R\$ 27,88 para R\$ 29,00
	Acionistas detentores de 55,38% das ações da Perdigão recusa oferta com base no valor de R\$ 29,00, oficializando a recusa de cada um dos acionistas integrantes do bloco de controle no dia 21 de Julho.
Sexta-feira, 21 de julho de 2006	Sadia revoga definitivamente a oferta

Fonte: elaborada pelo autor

Mas porque a oferta foi rejeitada em tão pouco tempo? A rejeição da oferta sinaliza que o preço ofertado foi baixo demais?

4.5.1 Premio sobre o Valor de Mercado e o Oportunismo Relacionado à Conjuntura da Crise Aviária

Um primeiro ponto que chama atenção é o momento de crise por que passava a indústria, em função das epidemias de gripe aviária ou “gripe do frango” e febre aftosa.

Tabela 8: Queda de Vendas no 1º Trim/2006 em decorrência da gripe aviária

Mercado Externo	Toneladas (mil)			Vendas (milhões)		
	1º Trim/06	1ºtrim/05	Var%	1º Trim/06	1ºtrim/05	Var%
In natura	121,6	135,1	-10,0%	395,2	527,1	-25,0%
. Aves	99,2	110,1	-9,9%	297,5	393,5	-24,4%
.Suínos	22,4	25	-10,4%	97,8	133,6	-26,8%
Elaborados e Processados de carne	22	21,6	1,9%	112,9	129,5	-12,8%
Total de Refrigerados	243,2	270,2	-10,0%	790,5	1054,2	-25,0%
Total Geral	265,2	291,8	-9,1%	903,4	1183,7	-23,7%

Fonte: Relatório Trimestral da Perdigão

“O ano de 2005 foi marcado por entraves sanitários como a febre aftosa – que provocou o banimento do Mato Grosso do Sul e do Paraná das exportações de carnes bovinas e suínas para alguns países importadores – e a gripe aviária, que afetou especialmente os países asiáticos.” (Relatório Anual 2005)

Tanto a Sadia quanto a Perdigão foram duramente afetadas pela queda da demanda industrial por carnes e conseqüente redução nos preços e volumes exportados. As receitas de exportações da Perdigão caíram 22,8%, como resultado da queda de 8,4% nos volumes exportados e 15,7% nos preços, dado o efeito da apreciação do real (tabela 9).

“A conjuntura internacional vivencia os problemas causados pela influenza aviária, comprometendo o consumo principalmente na Europa e no Oriente Médio que, aliado a estoques elevados por parte dos principais importadores tem gerado uma super oferta internacional de produtos de aves, resultando na revisão e ajuste de produção pelos principais produtores mundiais. A esta situação se soma a febre aftosa que atingiu o Mato Grosso do Sul e o Paraná no ano passado, provocando o banimento, parcial ou total, das exportações de carnes suínas e bovinas, principalmente por um dos grandes mercados importadores – o Russo.” (Perdigão: maio/2006)

O reflexo mais marcante de tal situação foi a redução das margens Ebitda e LPA da Perdigão (Tabela 9 e Figura 10), o que, por sua vez, refletiu-se no preço das ações e valor de

mercado. As ações da Perdigão tiveram queda expressiva, a partir de janeiro de 2006, voltando a recuperar-se somente a partir de setembro deste mesmo ano. Enquanto o índice Bovespa caiu 8% entre 31/1/2006 e 14/7/2006, de 38.382 pontos para 35.349 pontos, o valor de mercado da Perdigão decresceu 27% em igual período (de R\$ 4,2 bilhões para 3,1 bilhões). Partindo-se da hipótese de que tal queda se explica pelos efeitos da crise, conclui-se que o valor de mercado da Perdigão encontrava-se subavaliado. Dessa forma o prêmio de 35% oferecido pela Sadia aos acionistas da Perdigão, que foi baseado nas cotações médias da empresa nos trinta dias anteriores a 14/7/2006, mostra-se insuficiente para capturar o valor da Perdigão. Antes de sofrer os efeitos da crise o valor de mercado da Perdigão chegou a atingir R\$4,2 bilhões valor superior aos R\$ 3,75 bilhões oferecidos pela Sadia. (Figura 11)

Tabela 9: Impacto da Crise sanitária sobre a Receita Bruta, Ebitda e LPA.

	1° Trim/06	% ROL	1°trim/05	% ROL	Var%
Receita Bruta	1229,1	116,4%	1371,6	114,0%	-10,4%
Mercado Interno	720,8	68,3%	713,3	59,3%	1,1%
Exportações	508,3	48,2%	658,3	54,7%	-22,8%
Receita Líquida	1055,5	100,0%	1203,5	100,0%	-12,3%
Lucro Bruto	249,4	23,6%	329,2	27,4%	-24,2%
Ebit	26,3	2,5%	122	10,1%	-78,4%
Lucro Líquido	10,4	1,0%	71,6	5,9%	-85,5%
Ebitda	64,3	6,1%	147,3	12,2%	-56,3%
Lucro por ação	0,08		0,54		-85,2%
Refrigerados (mil ton.)	249,1		289,1		-13,8%

Fonte: Tabela extraída do relatório trimestral (1/2006), divulgado em 16/05/2006

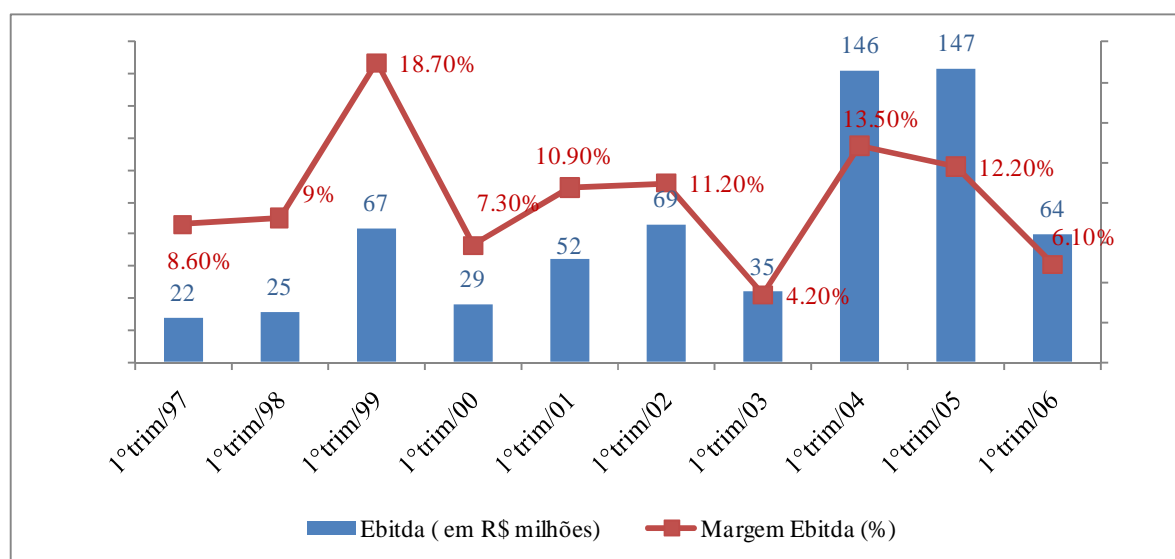


Figura 10: Queda no EBITDA da Perdigão em decorrência da gripe aviária

Fonte: Figura extraída do relatório trimestral (1/2006), divulgado em 16/05/2006

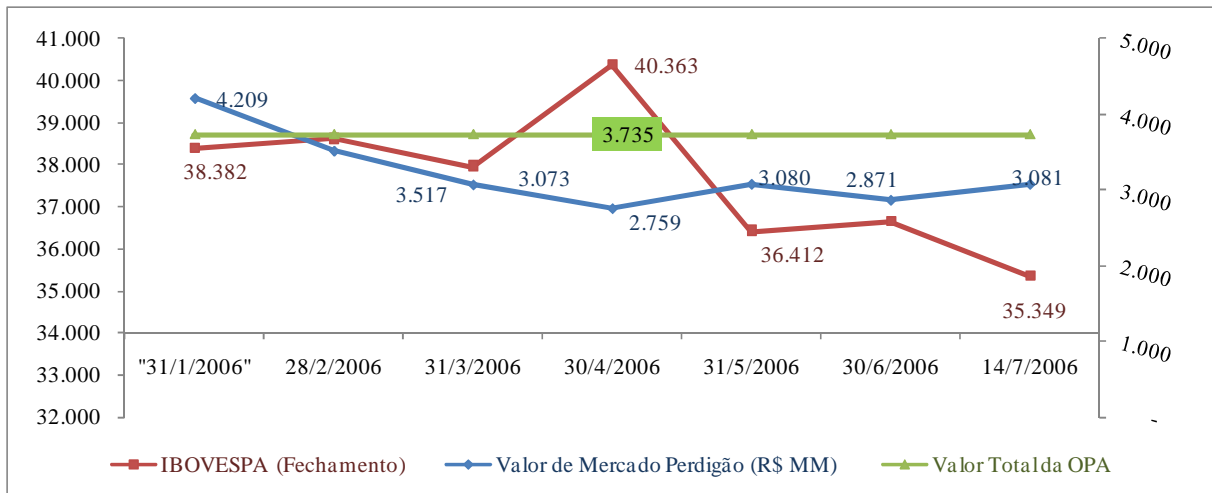


Figura 11: Efeitos da Crise Aviária sobre o Valor da Perdigão e Comparação com o Valor da OPA. Fonte: Economática, Edital da Oferta; Elaborado pelo Autor

Assim, conclui-se que a conjuntura não favorecia os acionistas da Perdigão, caso estes aceitassem a oferta, dado que há indícios que corroboram com a hipótese de que a Perdigão estaria subavaliada naquele momento. Aliás, a hipótese da subavaliação da firma *target* em relação à firma *bidder* é considerada por Dong et al (2006) e Shleifer & Vishny (2003) como uma motivação consistente para ofertas baseadas em *cash*. Tal hipótese aplica-se ao caso Sadi/Perdigão, se considerarmos que o valor de mercado da Sadia havia permanecido praticamente estável entre 31/1/2006 e 14/7/2006, situando-se em R\$ 4 bilhões, enquanto que o valor da Perdigão havia caído 26,8% (Figura 12).

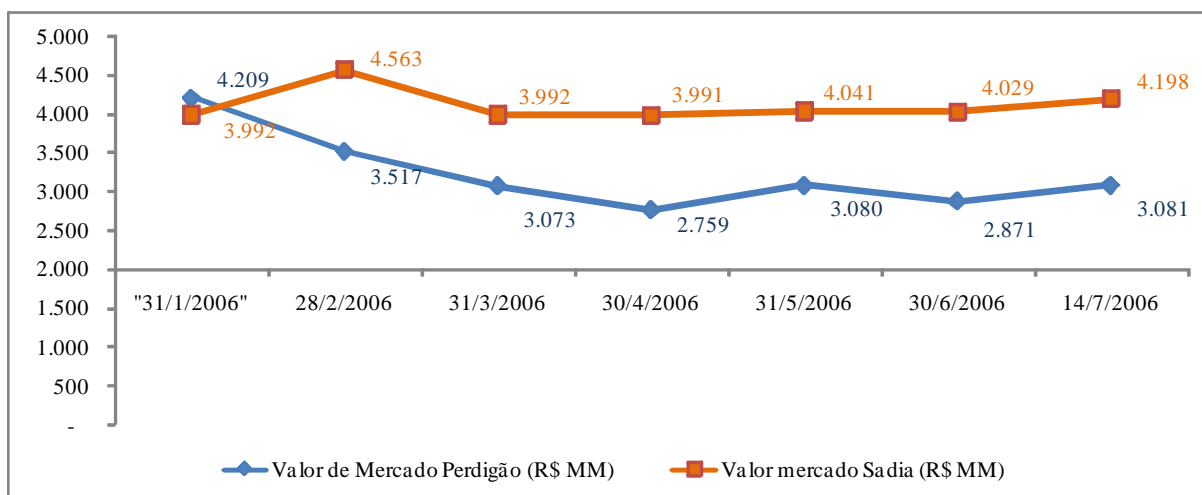


Figura 12: Valor de Mercado Sadia vs. Perdigão (31/1/2006-14/7/2006)

Fonte: Economática

4.5.2 O valor das sinergias e o racional da decisão de um acionista individual

Os acionistas da Perdigão interessados em alienar suas ações à Sadia deveriam habilitar-se para um leilão público, nos termos da instrução normativa 361 da CVM, do qual também poderiam participar outras empresas interessadas a adquirir o controle da Perdigão, desde que ofereçam um valor no mínimo 5% superior a R\$ 27,88. Ainda, de acordo com as condições propostas no edital, a Sadia estaria desobrigada a levar a termo a oferta caso o total das ações disponíveis para compra fosse inferior a 50% +1.

A OPA ainda determinava que, caso a Sadia fosse bem sucedida na aquisição do controle da Perdigão (50% +1 ação) e ainda existissem acionistas remanescentes não aderentes à OPA, estes acionistas seriam obrigados a alienar suas ações, em razão da subsequente incorporação da companhia. Nesse caso, conforme declara a Sadia no edital, a razão de troca seria baseada no intervalo das avaliações econômico-financeiras realizadas pelo Bradesco para ambas as empresas e cujos valores obtidos demonstram-se abaixo:

- Valor atribuído às ações (*units*, à proporção de 37,63% ONs+62,37% PNs) da Sadia: R\$ 6,97 a 7,41, resultando na média de R\$ 7,19;
- Valor atribuído às ações da Perdigão: R\$ 25,28 a 27,25, resultando na média de R\$ 26,27;

Considerando a média de cada uma das faixas de valores acima descritos, teríamos uma razão de troca de 3,61 *units* da Sadia para cada ação da Perdigão o que corresponderia a R\$ 20,65, pois a média ponderada da cotação das *units* de Sadia dos 30 dias anteriores à data da oferta fora de R\$ 5,71 ($3,61 \times 5,71 = 20,65$). Dessa forma, os acionistas remanescentes não receberiam ágio algum. (fonte: laudos de avaliação Sadia e Perdigão e Edital de Oferta Pública).

Entretanto, se considerarmos que o valor das *units* da Sadia não é estático, podendo subir ou cair após um eventual sucesso do leilão e subsequente tomada de controle da Perdigão pela Sadia, concluímos que não habilitar-se poderia ser considerado como uma decisão racional de investimento. As opções de habilitar-se ou não habilitar-se ao leilão de que dispunham os acionistas da Perdigão pode envolver um esquema de decisões mais complexo. Caso um acionista individual optasse por habilitar-se ao leilão este estaria automaticamente renunciando ao direito aos fluxos de caixa futuros resultantes da fusão, ou seja, estaria abrindo mão de eventuais sinergias em troca de um prêmio de 35% sobre o valor de mercado de suas ações nos 30 dias anteriores.

Por outro lado, ao não habilitar-se, nos primeiros dias após a oferta, um acionista individual manteria o direito de habilitar-se poucos dias antes da realização do leilão tendo tempo para observar efeito do evento sobre os preços das ações das companhias, o que poderia servir como indicador do valor potencial das sinergias envolvidas no negócio, sob a premissa do mercado eficiente.

Nesse ponto é importante notar que as declarações de Luiz Murat no dia da publicação da OPA sinalizaram ao mercado que parte substancial do valor gerado com a transação adviria das sinergias e do poder de mercado da empresa resultante da fusão entre Sadia e Perdigão:

“(…) Nós esperamos, estarmos dando condições de criar uma empresa que vai ser a segunda maior exportadora mundial de carnes, vai ser a quarta maior exportadora do Brasil (...) “Nós cremos que, com esta empresa, nós estaremos consolidando a condição de ter um competidor que vai ter tamanho (...) suficiente para atender à crescente demanda no mercado internacional. (...) “A aceitação à nossa oferta possibilitará que a nova empresa se coloque muito próxima do maior produtor de frango do mundo.”

“Em conclusão, a iniciativa da Sadia de fazer essa oferta (...) é criar um *player* brasileiro com musculatura suficiente para possibilitar o crescimento mais acelerado (...) esperamos com isso podermos diminuir o ímpeto de entrada entre os internacionais.”

Ainda sobre as sinergias operacionais oriundas de cortes de custo com sobreposição de estruturas, Murat faz afirmações contundentes:

“(…) Nós temos diversos competidores em muitos segmentos, vocês sabem que o portfólio da Sadia e Perdigão têm uma grande igualdade” (...) obviamente centros de distribuição e escritórios no exterior é um dos principais focos de produtividade.”

“(…) ambas as empresas as empresas iniciaram no Estado de Santa Catarina, se expandiram bastante para os estados do Sul, Paraná e Rio Grande do Sul, depois nós caminhamos para Goiás, e nós já estamos também no Mato Grosso e eles também.”

“(…) a fazer uma empresa deste tamanho, nós esperamos poder ser muito mais competitivos, vou dar um exemplo típico: ao exportar, não vão ser dois navios saindo do mesmo porto e indo para o mesmo destino (...)”

“nós estamos sentindo que estamos fazendo uma compra, nós sentimos que é realmente uma fusão. Nós esperamos que a união dessas duas fará com que a gente pegue as melhores coisas das duas para um negócio muito mais produtivo”

O discurso de Murat ainda faz referências ao efeito benéfico da diversificação e da economia de escopo.

“No caso de sucesso da oferta, a exportação por região consolidada vai ficar com uma distribuição também muito boa de risco, nós temos aí 26 Europa, 20 Ásia, 21 Eurásia, 23 Oriente Médio e 10 os outros(...) então fica essa distribuição cada vez mais equilibrada, que reduz risco.”

Além disso, o compromisso firme da Sadia de adquirir até 100% das ações da Perdigão em *cash* indica plena confiança no *deal* (que pode ser atribuída ao efeito *hubris*), pois dessa forma a Sadia assume todos os “riscos e recompensas” resultantes da operação (Rappaport & Sirower, 1999). O potencial de geração de valor através de uma fusão fica ainda mais evidenciado se considerarmos a estrutura de financiamento da transação na proporção aproximada de 21,43% de capital próprio e 78,57% de capital de terceiros (Sadia, 17 de julho de 2006)³, pois uma alavancagem dessa natureza indica não só a confiança dos gestores da Sadia nas recompensas da transação, mas a confiança dos seus financiadores

³ Em teleconferência do dia 17 de julho de 2006, transcrita e publicada no site da empresa, o então diretor de relações com investidores, o Sr. Luiz Murat afirma ter um “*bridge loan*” do então ABN AMRO, que poderia chegar a R\$ 2,7 bilhões. No mesmo trecho de sua declaração, Luiz Murat também afirma que a Sadia disponibilizaria R\$ 800 milhões de seu caixa para a aquisição. Ainda de acordo com Murat, a empresa captaria R\$ 2,9 em novas dívidas (incluindo o empréstimo do ABN AMRO) para financiar a operação, o que totalizaria R\$ 3,7 bilhões, valor máximo a ser pago por 100% da Perdigão. O total de R\$ 3,7 bilhões declarado pelo executivo da Sadia aproxima-se do valor da oferta, o que indica como a transação que seria financiada (133,96 milhões de ações a 27,88, cada, totalizando R\$ 3,75 bilhões).

As afirmações de Murat também suportam a hipótese da auto-confiança dos gestores: “(...) Nós fizemos a oferta convencidos de que ela tem todo o racional econômico...”

Considerando a forma como foi estruturada a oferta, concluí-se que apenas os acionistas da Sadia e aqueles acionistas da Perdigão remanescentes seriam beneficiados com o valor das sinergias. Ao ofertar um valor fixo em dinheiro pelas ações da Perdigão, a Sadia retira dos acionistas da Perdigão que aderissem à OPA a possibilidade de se beneficiar das sinergias provenientes da fusão.

Tal situação foi evidenciada pelo Sr. Roger Oey durante a apresentação pública da operação, quando pergunta ao Sr. Murat:

“Em relação às sinergias; obviamente, você tem uma série de sinergias aí, e os fundos de pensão detém 47% do capital da Perdigão, então, vamos dizer que eles aceitem sua oferta de 27.88, ta? Quer dizer, eles não capturam essas sinergias, você não deu uma saída para que eles pudessem tocar diretamente na nova empresa ou você espera, realmente que eles comecem a comprar Sadia no mercado a partir de hoje para vender no futuro. Você enxerga isso?”

Resposta do Sr. Murat:

Bom, você já matou. Eu se fosse eles, fariam exatamente o que você está falando. Se vai ter uma empresa que vai ter mais porte e vai ser mais competitiva, eu quero ser acionista daquela empresa. Nós podemos inclusive, chegar nessa situação que você mencionou aí, mas eu quero, eu acredito no projeto, eu quero fazer. Bom também não é novidade de mercado que nós, no passado, tentamos fazer isso, tentamos unir a empresa com troca de ações etc., ficou muito complexo. O que nós estamos dizendo é que demos esse passo, porque achamos instigador, audacioso, e força a que nós tratemos assunto. (...) como nós não queremos e nossos acionistas não querem um endividamento maior, nós vamos passar por *equity* em algum momento, a pessoa que está saindo – e não vai ser, não vai demorar muito – a pessoa que agora está saindo com um belo prêmio pode voltar em seguida comprando novamente ação da nova empresa decorrente. Então é uma oportunidade que nós, e esperamos que o mercado entenda exatamente dessa forma que eu estou colocando. Agora, se todo mundo achar, ‘ não mas eu vou sentar em cima’, não sai negócio.

Portanto, ao tomarem a decisão de aderir a OPA os acionistas de Perdigão estariam viabilizando a geração de um valor econômico significativo que adviria principalmente das sinergias entre Sadia e Perdigão e poder de mercado de uma nova empresa resultante da fusão entre as duas. Mas esses acionistas não estariam se apropriando de tais recompensas, que seriam integralmente apropriadas pelos acionistas da Sadia. O valor presente dessas sinergias não era notório ou não havia sido divulgado pela Sadia aos acionistas da Perdigão, o que impõe um situação de assimetria informacional. Sob tais circunstâncias, a decisão racional

dos acionistas seria a de esperar, não se habilitando à oferta, pois, dessa forma, a Sadia se veria obrigada a aumentar o valor até o limite do valor esperado das sinergias ou, alternativamente, até o limite das utilidade dos gestores (hipóteses da auto-confiança [*hubris*] e arena de disputa entre times concorrentes de administradores).

Outra situação também reforça a noção de que a decisão racional por parte dos acionistas da Perdigão seria rejeitar a oferta. O próprio discurso de Murat sugere que o setor de atuação da Sadia e Perdigão vinha sendo alvo de interesse de diversos grupos internacionais de expressão que poderiam, eventualmente, se interessar pela Perdigão em uma eventual disputa pelo *takeover*:

“(...) esperamos com isso poder diminuir o ímpeto de entrada entre os internacionais, nós estamos vendo seguidamente na imprensa, players internacionais iniciando o namoro com empresas brasileiras (...) (Luiz Murat – Diretor de RI, 17 de julho de 2006).

Assim, as evidências sugerem que a melhor estratégia aos acionistas da Perdigão seria esperar, não se habilitando ao leilão proposto pela Sadia. Dessa forma, haveria tempo, inclusive, para que outros *bidders* surgissem, o que pressionaria o mercado a aumentar o valor da oferta.

Por outro lado, ainda que não surgissem concorrentes, dada a assimetria de informação quanto ao valor das sinergias a melhor decisão teria sido não se habilitar ao leilão, pois assim, o acionistas poderiam extrair o valor total das sinergias, supostamente superior a 35%, dada a possibilidade de traçar suas ações por ações da nova empresa, caso a fusão viesse a termo (ver edital de oferta). Por outro lado, caso os acionistas acreditassem que o valor presente das sinergias fosse menor que o adicional de 35% ofertado, a hipótese do *hubris* poderia levá-los a decisão de rejeitar a oferta, na tentativa de extraírem o máximo da utilidade dos decisores da Sadia, que, nesse caso aumentaria a oferta. Afinal, os retornos anormais de adquirentes em processos hostis tendem a ser iguais ou menores que zero, em razão da capacidade dos acionistas das firmas-*target* bem como dos *bidders* competidores em extrair valores maiores das firmas adquirentes, no decorrer da disputa pelos controle (Koloroudas, 2008).

Concluí-se, portanto, que a decisão de rejeitar a OPA, que fora tomada pelo bloco de controle, teria sido efeitos semelhantes à decisão (racional) de um acionista individual de não habilitar-se.

Conclui-se também que a natureza sinérgica da operação associada à limitação da capacidade de pagamento, ou aumento do *bid* e a existência de um bloco de controle teriam tornado a OPA uma forma inadequada e com poucas chances de sucesso. Conforme declara Azevedo (2009), “fica claro que a denominada *takeover hostile bid* somente se justifica em uma companhia submetida ao controle minoritário”, o que nos leva a crer que a Sadia ignorava a existência de um bloco de controle informal, consolidado com a presença a WEG. , A empresa evidencia tal condição de assimetria informacional não só por ter escolhido a oferta hostil em detrimento de uma negociação direta mas também em passagens do próprio edital em que a Sadia também declara seu conhecimento quanto à estrutura acionária da Perdigão, cujo controle seria difuso (tabela 10)

Tabela 10: Estrutura de Controle Suposta pela Sadia, publicada no Edital de Oferta

Acionistas	Ações	%
Previ - Caixa de Previdência Fundo BB	20.513.235,00	15,3%
PETROS - Fundo Petrobrás de Seguridade Social	15.583.269,00	11,6%
Sistel - Fundo Telebrás de Seguridade Social	8.588.232,00	6,4%
Fund. Assist. Prev. Social do BNDES	6.122.952,00	4,6%
Valia - Fund. Vale do Rio Doce	5.545.185,00	4,1%
Real Grandeza	4.738.407,00	3,5%
Previ – Banerj	1.997.595,00	1,5%
Total Controladores	63.088.875,00	47,1%
Outros acionistas	70.437.792,00	52,6%
Tesouraria	430.485,00	0,3%
Total de Ações	133.957.152,00	100,0%

Fonte: Edital OPA

4.5.3 Impacto da Oferta no Valor das Ações

A *tender offer* da Sadia pela Perdigão teve uma duração de apenas cinco dias, o que reduziu o impacto desse evento nos retornos das ações de ambas as empresas. Entretanto, a

alta expressiva das ações da Perdigão durante o dia do anúncio (em 17 de julho as ações fecharam em R\$ 27,04 ante R\$ 23,00 no dia 14 de julho) indica o impacto potencial que um evento dessa natureza teria, caso tivesse tido duração maior.

A análise dos retornos anormais poderia ainda ser útil para testar hipóteses relacionadas ao evento. Assim, por exemplo, caso o mercado interpretasse a oferta como um sinal de que as ações da Perdigão estivessem sub-valorizadas, os retornos anormais pós-evento seriam positivos.

4.5.3.1 Estimando o Efeito da Adesão da Perdigão ao Novo Mercado

Antes de passar ao teste do evento OPA, fez-se necessário verificar o efeito da adesão da Perdigão ao Novo Mercado que ocorreu em 12 de abril 2009, pois o período de 200 dias anterior à janela do evento (12/ago/05 a 18/mar/06) inclui a data de migração da Perdigão para o Novo Mercado o que pode ter gerado retornos excedentes, comprometendo-se assim os resultados dos demais testes envolvendo a OPA.

Foram testados dois eventos distintos, ambos relacionados à migração da Perdigão ao Novo Mercado, quais sejam a aprovação pela assembléia de acionistas em 8 de março de 2006 e a data de estréia da empresa no Novo Mercado em 12 de abril de 2006. Para tanto, optou-se pelos métodos do retorno ajustado à média e retorno ajustado ao mercado para se calcular retornos esperados, pois se o primeiro leva em consideração as variações do próprio papel no período precedente a janela ou período limpo, o segundo leva em conta a variação do mercado. Assim os métodos se complementam.

Então, calcularam-se os **lucros anormais** e **lucros anormais acumulados**. Também se realizaram testes de hipóteses que pudessem conferir significância estatística para a hipóteses de retornos anormais maiores que zero.

Esperava-se que a adesão da empresa ao Novo Mercado tivesse como conseqüências a geração de lucros anormais positivos, pois a Perdigão passou a ter apenas uma classe de ações, diminuindo assim os benefícios exclusivos de controle o que, portanto, teria como

consequência aumentar seu valor de mercado, de acordo com a teoria de Dyck e Zingales (2004).

No entanto, ao contrário do que se esperava, aplicando-se tanto a metodologia do retorno ajustado à média quanto a do retorno ajustado a mercado, concluiu-se que os lucros anormais foram negativos para os testes dos dois eventos. O evento “aprovação da adesão ao Novo Mercado pela assembleia – 8/3/2009 gerou um CAR de -30% pelo retorno ajustado à média e CAR de -28% pelo retorno ajustado a mercado. Já o evento “adesão ao Novo Mercado – 12/4/2009” gerou um CAR de -41% pelo retorno ajustado à média e -21% pelo retorno ajustado ao mercado (figuras 13 e 14).

Os testes de hipóteses a um nível de significância de 5% levaram a rejeição da hipótese de lucros anormais diferentes de zero para o evento “adesão ao Novo Mercado em 12/4/2009” (tabelas 11 e 12) e aceitação da hipótese de que os lucros anormais relacionados ao evento “aprovação da migração para o Novo Mercado pela Assembleia de Acionistas” são menores que zero.(tabelas 13 e 14).

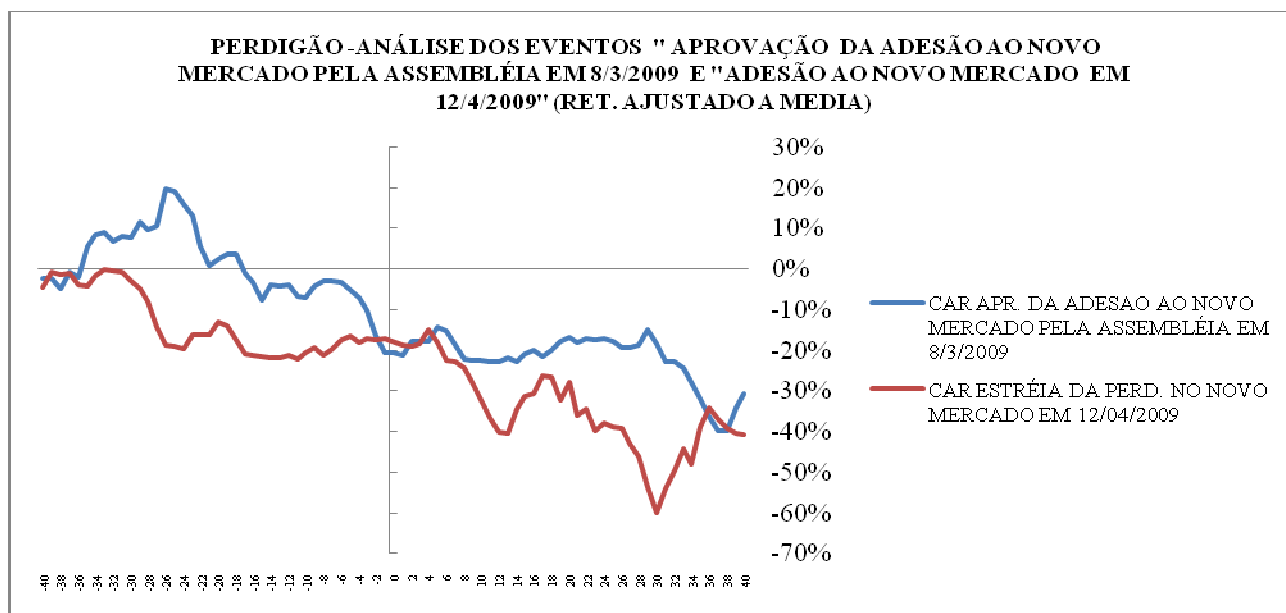


Figura 13: Lucros Anormais e Lucros Anormais Acumulados relacionados à adesão da Perdigão ao Novo Mercado, pela metodologia do retorno ajustado a média. Fonte: Elaborado pelo autor/dados: economática

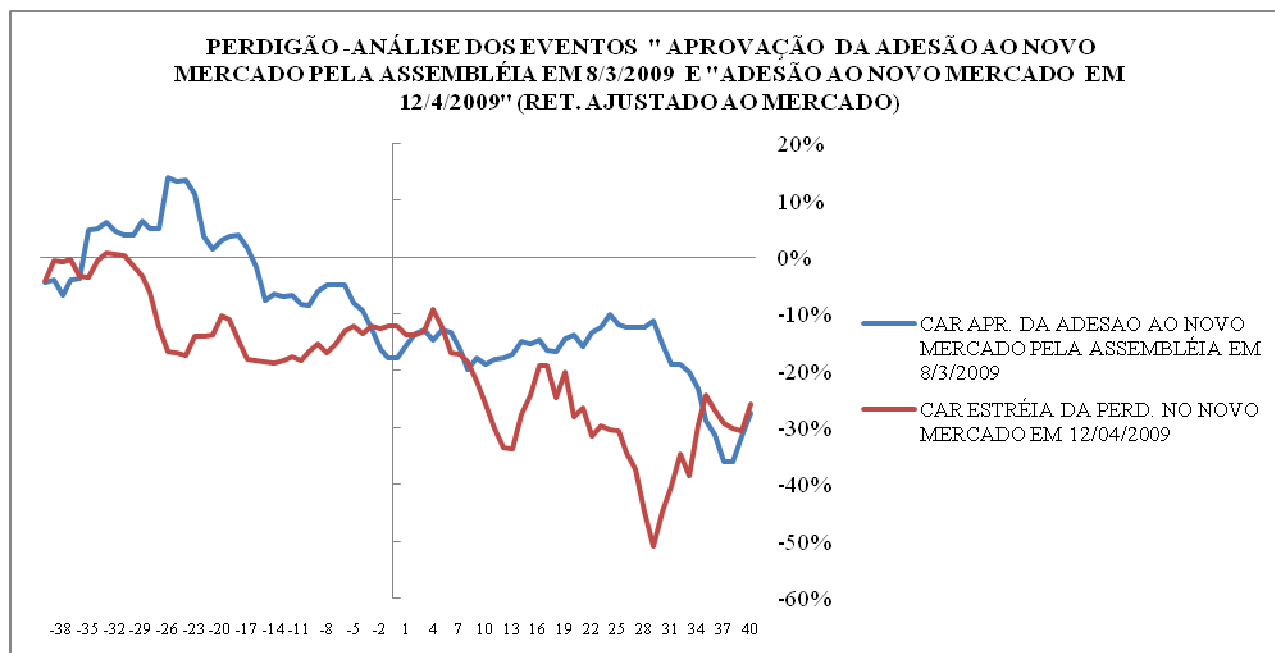


Figura 14: Lucros Anormais e Lucros Anormais Acumulados relacionados à adesão da Perdigão ao Novo Mercado, pela metodologia do retorno ajustado ao mercado. Fonte: Elaborado pelo autor/dados: econômica

Tabela 11: PERDIGÃO: Teste de Hipóteses em torno da estréia da empresa no Novo Mercado (RETORNO AJUSTADO A MEDIA)

ANÁLISE DO EVENTO "ADESÃO AO NOVO MERCADO EM 12/4/2009"		PERD.
X	"AR" médio (-40 a +40)	-0,0051
μ	"AR" Médio (-41a-241)	-0,0006
σ	"desv. pad." médio (-41 a-241)	0,0261
N	quantidade de dias janela (-40 a +40)	80
Z	valor de Z	-1,5545
N.S	"p-value" ou Nível de significância	6%

Fonte: elaborado pelo autor, dados econômica

Tabela 12: PERDIGÃO: Teste de Hipóteses em torno da estréia da empresa no Novo Mercado (RETORNO AJUSTADO A MERCADO)

ANÁLISE DO EVENTO "ADESÃO AO NOVO MERCADO EM 12/4/2009"		PERD.
X	"AR" médio (-40 a +40)	-0,0032
μ	"AR" Médio (-41a-241)	0,0007
σ	" desv. pad." médio (-41 a241)	0,0261
N	quantidade de dias janela (-40 a +40)	80
Z	valor de Z	-1,3452
N.S	"p-value" ou Nível de significância	10%

Fonte: elaborado pelo autor, dados econômica

Tabela 13: PERDIGÃO: teste de hipóteses relacionados aos lucros anormais em torno da aprovação pela assembleia

ANÁLISE DO EVENTO "APROVAÇÃO DA MIGRAÇÃO P/Novo Mercado PELA ASSEMBLEIA" (RETORNO AJUSTADO A MÉDIA)

		PERD.
X	"AR" médio (-40 a +40)	-0,0038
μ	"AR" Médio (-41a-241)	0,0000
σ	" desv. pad." médio (-41 a-241)	0,0205
N	quantidade de dias janela (-40 a +40)	80
Z	valor de Z	-1,6684
N.S	"p-value" ou Nível de significância	5%

Fonte: elaborado pelo autor, dados econômica

Tabela 14: PERDIGÃO: teste de hipóteses relacionados aos lucros anormais em torno da aprovação pela assembleia – RETORNO AJUSTADO AO MERCADO

ANÁLISE DO EVENTO "APROVAÇÃO DA MIGRAÇÃO P/NM PELA ASSEMBLEIA"

		PERD.
X	"AR" médio (-40 a +40)	-0,0034
μ	"AR" Médio (-41a-241)	0,0010
σ	"desv. pad." médio (-41 a-241)	0,0196
N	quantidade de dias janela (-40 a +40)	80
Z	valor de Z	-2,0097
N.S	"p-value" ou Nível de significância	2%

Fonte: elaborado pelo autor, dados econômica

Entretanto, dado que o efeito esperado deste evento deveria ser a geração de lucros anormais positivos supõe-se que os lucros anormais negativos possam ser atribuídos a outros fatores, tais como as expectativas relacionadas à gripe do frango. Como indicação adicional de que não há uma relação causal segura entre a adesão ao novo mercado e o preço das ações, procurou-se demonstrar que o retorno esperado das ações da Perdigão, tomado pela média das variações desse papel nos 200 dias precedentes é decrescente. Em outras palavras, observa-se uma tendência de queda no valor das ações independentemente dos eventos relacionados a entrada da empresa no novo mercado. O mesmo fenômeno, ou seja, uma tendência de queda

no valor das ações, pode ser observado quando se analisam as variações no valor da Sadia (figura 15).

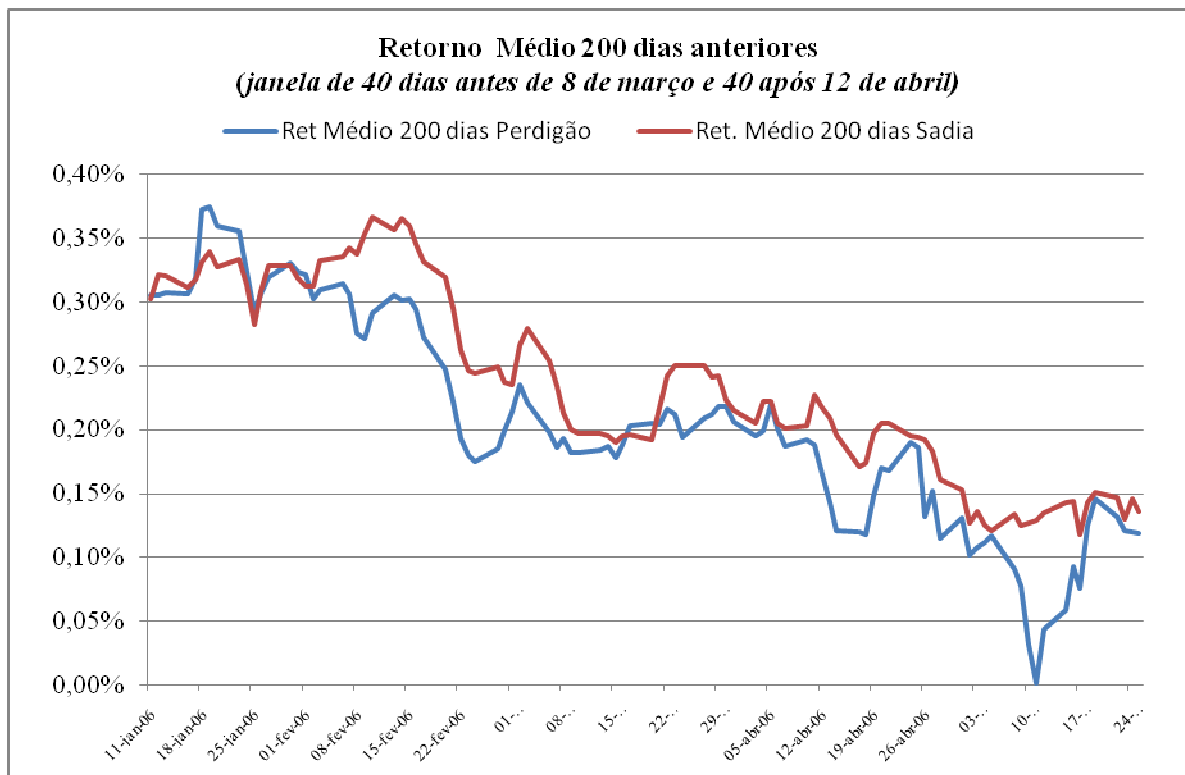


Figura 15: Demonstração da tendência de queda no retorno médio das ações de Sadia e Perdigão em do período em que a Perdigão aderiu ao Novo Mercado: Elaborado pelo autor, dados econômica.

Diante dos resultados supracitados, que apontam para uma tendência de queda nos preços da Perdigão, possivelmente em função de fatores relacionados ao setor como a gripe aviária, não se pode demonstrar com segurança que existe uma resposta positiva do mercado quanto a entrada da Perdigão no Novo Mercado. Assim, qualquer oscilação relacionada a esse evento pode ter sido ofuscada pela tendência de queda nas ações que fora observada.

4.5.3.2 Análise dos Lucros Anormais em torno da OPA

A fim de estimar os lucros anormais pra Sadia e Perdigão em torno da OPA foram realizados dois testes, com janelas distintas. O primeiro teste seguiu a sugestão de Chung Weston e Siu (1998) e compreendeu os 40 dias anteriores e 40 dias posteriores ao anúncio da

OPA. O segundo teste compreendeu o período de cinco dias antes e cinco dias depois, dado que a oferta teve duração de apenas 5 dias.

Utilizaram-se os métodos do retorno ajustado à média e do retorno ajustado a mercado. A fim de se obter o retorno esperado para as ações da Sadia e Perdigão, foram calculadas as médias e desvios padrões dos retornos diários das próprias ações nos 200 dias anteriores ao evento (Retorno Ajustado à Média) e foram considerados as variações do índice Bovespa (Retorno Ajustado a Mercado). Para se verificar o reflexo do evento sobre o valor das empresas, utilizou-se a proporção de ON/PNs que compunha o capital social das mesmas a fim de se formar um lote teórico a ser estudado⁴.

Dentro da janela de 80 dias, os retornos anormais acumulados obtidos através do método do Retorno Ajustado à Média foram -0,1% para Sadia e -11,7% para Perdigão (figura 16). À luz do método do retorno Ajustado a Mercado os resultados foram +10,3% para Sadia e -2,3% para Perdigão (figura 17). Entretanto, nenhum dos testes apresentou um nível de significância estatística suficientemente confortável para se rejeitar a hipótese de que os retornos anormais fossem diferentes de zero (tabelas 15 e 16).

Tabela 15: OPA: teste de hipóteses relacionados aos lucros anormais em torno da OPA – RETORNO AJUSTADO A MÈDIA

ANÁLISE DO EVENTO "OPA" Janela de 80 dias

		SADIA	PERD.
X	"AR" médio (-40 a +40)	0,0000	-0,0015
μ	"AR" Médio (-41a-241)	-0,0001	-0,0001
σ	"desv. pad." médio (-41 a-241)	0,0223	0,0269
N	quantidade de dias janela (-40 a +40)	80	80
Z	valor de Z	0,0506	-0,4599
N.S	"p-value" ou Nível de significância	98%	82%

Fonte: elaborado pelo autor, dados econômica

⁴ Lote Perdigão: 35% PRGA3/65% PRGA4 até 12 de abril de 2006 e 100% PRGA3 após essa data; Lote Sadia: 38% SDIA3 e 68% SDIA4

Tabela 16: OPA: teste de hipóteses relacionados aos lucros anormais em torno da OPA – RETORNO AJUSTADO AO MERCADO

ANÁLISE DO EVENTO "OPA" Janela de 80 dias

		SADIA	PERD.
X	"AR" médio (-40 a +40)	0,0013	-0,0003
μ	"AR" Médio (-41a-241)	0,0001	-0,0009
σ	"desv. pad." médio (-41 a-241)	0,0223	0,0264
N	quantidade de dias janela (-40 a +40)	80	80
Z	valor de Z	0,5725	0,2064
N.S	"p-value" ou Nível de significância	78%	92%

Fonte: elaborado pelo autor, dados econômica

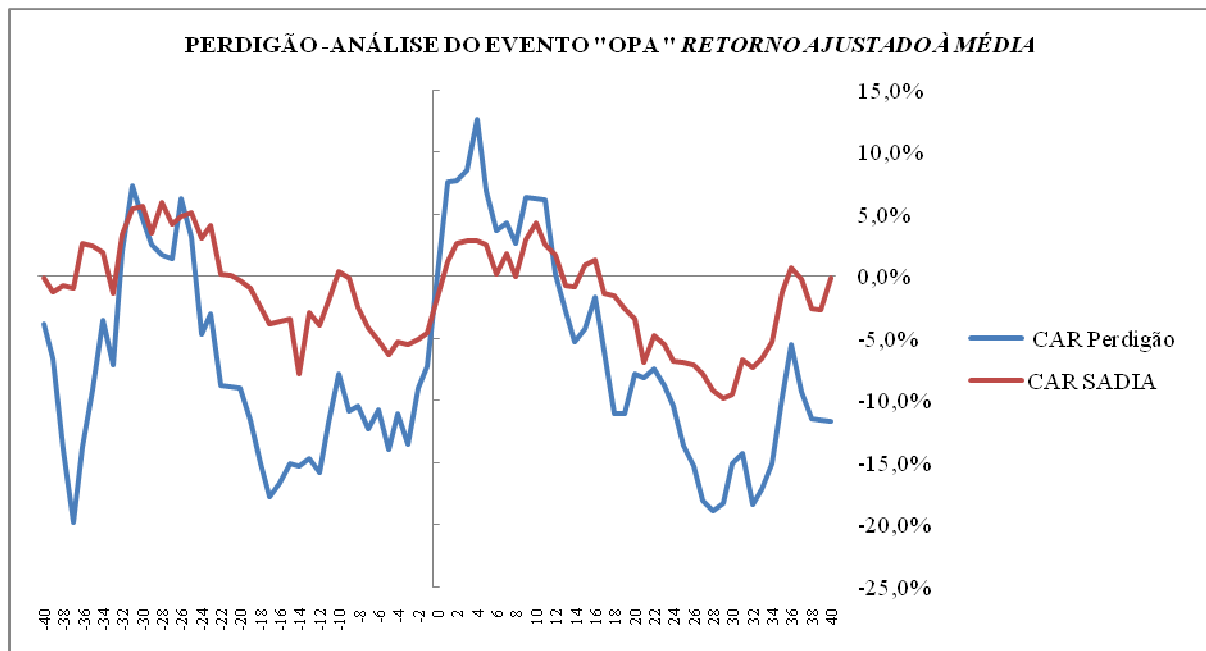


Figura 16: Retornos Anormais relacionados a OPA na janela de 80 dias- RETORNO AJUSTADO A MÉDIA

Fonte: Elaborado pelo autor: dados: econômica

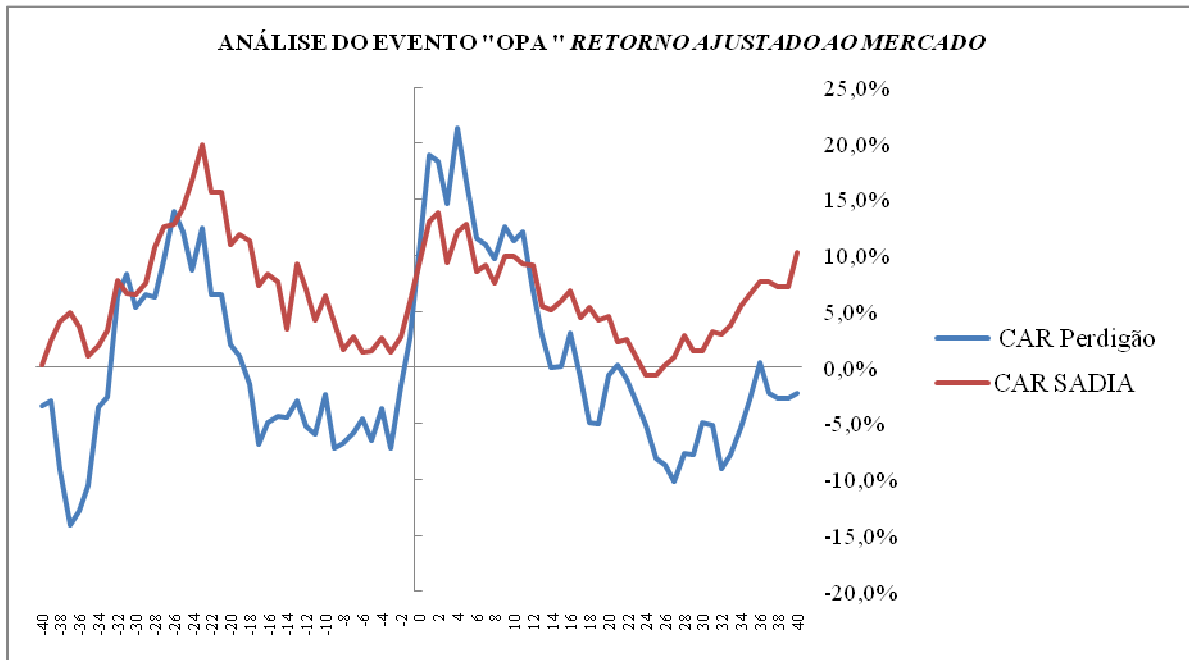


Figura 17: Retornos Anormais relacionados a OPA na janela de 80 dias -RETORNO AJUSTADO AO MERCADO

Fonte: Elaborado pelo autor: dados: econômica

Mas ainda que não se observe uma tendência clara ou estatisticamente comprovável de alta nas ações, dentro da janela de 80 dias, o impacto da OPA é visível nos cinco dias subsequentes ao evento. Para a janela de 10 dias, os retornos anormais acumulados obtidos pelas metodologias do retorno ajustado à média, incluindo-se a data do anúncio foram de 24,1% para Perdigão e 11% para Sadia (figura18). Aplicando-se metodologia do retorno ajustado a mercado, obtêm-se resultados semelhantes (CAR de 25% para Perdigão e 13% para Sadia Entretanto, ainda que estes sejam valores expressivos para um período curto de tempo, o número reduzido da amostra não permite que se aceite a hipótese de retorno anormal maior de zero (tabela17).

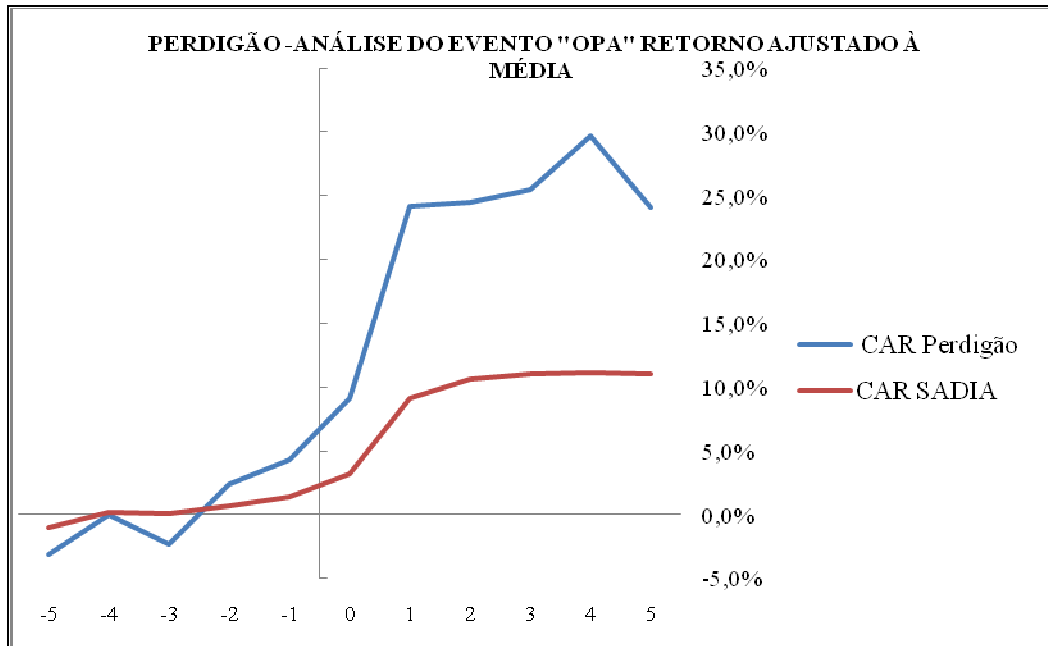


Figura 18: Retornos Anormais relacionados a OPA RETORNO AJUSTADO A MÉDIA (JANELA DE 10 DIAS)

Fonte: Elaborado pelo autor: dados: econômica

Tabela 17: OPA: teste de hipóteses relacionados aos lucros anormais em torno da OPA – RETORNO AJUSTADO A MÉDIA (JANELA DE 10 DIAS)

		SADIA	PERD.
X	"AR" médio (-5 a +5)	0,0100	0,0219
μ	"AR" Médio (-6 a-205)	0,0000	0,0000
S	"desv. pad." médio (-5 a-5)	0,0182	0,0547
N	quantidade de dias janela (-5 a +5)	5	5
v	Graus de Liberdade	9	9
t	valor de "t de Student"	1,2323	0,8936
N.S	"p-value" ou Nível de significância	25%	60%

Fonte: Elaborado pelo autor: dados: econômica

Os resultados obtidos através do retorno ajustado ao mercado são semelhantes (CAR de 26% para Perdigão e 13% para Sadia) (Figura19 e tabela 18):

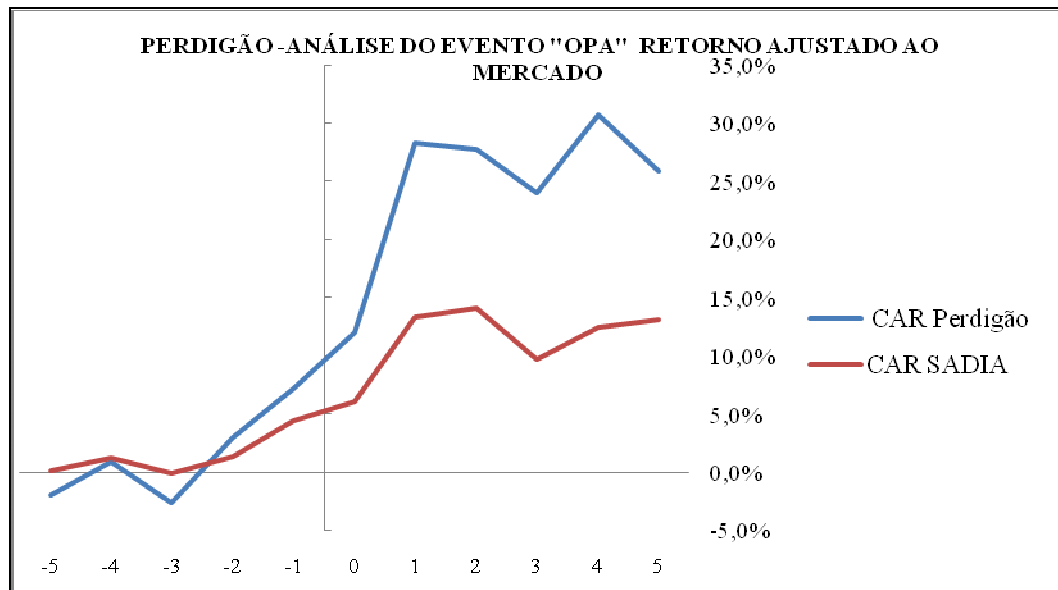


Figura 19: Retornos Anormais relacionados a OPA RETORNO AJUSTADO A MERCADO (JANELA DE 10 DIAS)

Fonte: Elaborado pelo autor: dados: econômica

Tabela 18: OPA: teste de hipóteses relacionados aos lucros anormais em torno da OPA – RETORNO AJUSTADO A MERCADO (JANELA DE 10 DIAS)

		SADIA	PERD.
X	"AR" médio (-5 a +5)	0,0120	0,0236
μ	"AR" Médio (-6 a -205)	-0,0014	-0,0017
S	" desv. pad." médio (-5 a -5)	0,0285	0,0621
N	quantidade de dias janela (-5 a +5)	5	5
v	Graus de Liberdade	4	4
t	valor de "t de Student"	1,0493	0,9081
N.S	"p-value" ou Nível de significância	55%	60%

Fonte: Elaborado pelo autor: dados: econômica

Portanto, conclui-se que os testes de hipótese realizados revelaram que os lucros anormais decorrentes de tal evento são estatisticamente iguais a zero, a um nível de significância de 5%. Apesar disso, notou-se um aumento expressivo no valor das ações das empresas durante o período em que a OPA vigorou, antes da oferta ser retirada pela Sadia.

5 CONCLUSÕES

Com base em informações secundárias divulgadas pela Sadia e Perdigão e em estudos prévios sobre o histórico de desenvolvimento e reestruturação da Perdigão (Dalla Costa, 2007; Ludkevitch, 2005) e Sadia (Ludkevitch, 2005), obtiveram-se evidências suficientes para se responder às questões propostas.

Ainda que existisse a possibilidade de entrincheiramento em algumas decisões dos membros do Conselho de Administração (Sr. Eggon João da Silva) e presidência (Sr. Nidelmar Secches) da Perdigão, as evidências encontradas levam a considerar que houve alinhamento de interesses.

O trabalho de coordenação dos acionistas institucionais integrantes do acordo de votos, ora exercido pelo Sr. Eggon, pode ser interpretado como uma atuação próxima do principal sobre seus agentes, ai incluindo-se a figura do Sr. Nidelmar Secches. Tal interpretação ganha força se considerarmos que o Sr. Eggon responde direta e indiretamente por aproximadamente 5% da companhia, o que o situa dentro da faixa que, segundo Morck, Shleifer e Vishny (1988) levaria ao efeito alinhamento de interesses. Além disso, observa-se que o bloco de controle é formado, em sua maioria, por fundos de pensão que, dada a natureza de suas atividades, necessitam garantir tanto o crescimento de longo prazo quanto a liquidez de seus investimentos. A própria entrada da Perdigão no Novo Mercado visou, entre outros objetivos, o aumento da liquidez e valor dos papéis da empresa.

Por outro lado, ainda que haja custos de agência influenciando os gestores da Perdigão, tais custos tornar-se-iam irrelevantes, se considerarmos a geração de valor promovida ao longo de 11 anos de gestão Secches/Eggon. Ao contrário, a nova administração profissional tratou de desfacelar os feudos e as praticas não maximizadoras antes promovidas por membros entrincheirados da família Brandalise, práticas esses que levaram a Perdigão a uma crise financeira na década de 1990. A nova administração eliminou benefícios exclusivos de controle, dos quais se beneficiavam os Brandalise através de operações junto ao mercado

de capitais e de manipulação de preços de transferência, reverteu o processo de diversificação não concêntrica (Jensen, 1986) e eliminou cargos gerenciais, reduzindo o custo de agência resultantes do efeito *empire building*.

Além de ter gerado valor aos acionistas da Perdigão, a nova administração implementou um conjunto de medidas que reduziram a assimetria de informações entre acionistas e gestores, com base em ações intencionais que implicaram melhor governança corporativa, processo de culminou com a adesão da empresa ao Novo Mercado.

No entanto, há evidências ainda mais contundentes que suportam a hipótese do alinhamento de interesses, quando se analisa a oferta. Primeiramente, o momento em que foi realizada, em meio a uma crise setorial, desfavorecia os acionistas da Perdigão, pois o valor que fora utilizado como base para o cálculo do preço havia sido influenciado pelos efeitos da gripe aviária. O fato de a Sadia ter oferecido pagamento em dinheiro, ao invés de ações, como forma de pagamento pode ser interpretado como um sinal de que as ações encontravam-se em um valor baixo, dada a conjuntura, e que os ofertantes acreditavam que o valor das sinergias superaria o valor da oferta.

Além disso, seria obrigação do conselho, sob a lógica da maximização do valor para o acionista da Perdigão, estimular a formação de um leilão que, segundo Koloroudas (2008) torna-se um mecanismo eficiente para extrair valor do comprador.

Considerando-se que o ganho excedente (*rent*) visado pela Sadia ao realizar a oferta adviria de sinergias decorrentes de uma eventual fusão, cujo valor não fora explicitado, mas de que os acionistas da Perdigão não se beneficiariam, a existência de um concorrente, ou a rejeição da oferta seriam as únicas formas de capturar a maior utilidade possível dos gestores da Sadia, através da dinâmica de um leilão.

Portanto, a OPA não pode ser interpretada como um sinal de que a Perdigão vinha sendo administrada de modo a não maximizar o valor para o acionista.

Por outro lado, a escolha de uma oferta hostil em detrimento de uma negociação direta com o bloco de controle mostrou-se inadequada, dada a natureza sinérgica da operação e a existência de um bloco de controle que mantinha o capital concentrado. Uma investigação mais aprofundada antes da OPA poderia ter sugerido aos acionistas da Sadia que a aproximação com o *board* da Perdigão teria sido mais eficiente. A negociação direta de uma

eventual fusão teria poder se traduzir como uma negociação por parcelas dos excedentes econômicos (*rents*) que seriam gerados com as eventuais sinergias. Assim, optando por uma estratégia de negociação direta, ainda que os acionistas renunciassem a parte dessas sinergias, os mesmos não teriam suportado os custos de uma OPA fracassada. Diante desse cenário, pode-se considerar a hipótese da “disputa entre dois times de gestores” (Jensen e Ruback, 1983) como uma possível explicação para a escolha da oferta hostil pelo *board* da Sadia. Sob essa lógica, os administradores da Sadia procurariam evitar compartilhar o poder na empresa resultante de uma eventual fusão.

Por fim, conclui-se que o lançamento da OPA não gerou lucros anormais estatisticamente significativos aos acionistas da Perdigão ou Sadia, nas janelas de 40 dias antes de 40 depois da divulgação da OPA o que pode ser atribuído ao modelo utilizado a à incerteza do mercado quanto à realização dos ganhos esperados com a transação. Ainda que não apresente um nível aceitável de significância estatística, o aumento de preço das ações calculados na janela de 10 dias foram significativos (entre 23,3% para Perdigão e entre 10,5% e para Sadia).

6 SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

As informações obtidas e as análises desenvolvidas no presente trabalho sugerem ainda outras possibilidades de análise em torno da oferta hostil da Sadia pela Perdigão, que não foram esgotadas, dada a limitação ao escopo proposto. Considerando que o foco deste trabalho foi o comportamento dos controladores da Perdigão, pouco se analisou quanto às motivações que sustentaram as decisões dos gestores da Sadia.

Assim, poderia ser investigada em maior profundidade a hipótese de que, ao lançarem a oferta hostil, os gestores da Sadia estariam buscando gerar expectativas positivas em torno do valor das ações da Sadia, tendo, por esta razão, escolhido a alternativa da oferta hostil, ainda que esta não tivesse se mostrado adequada ao *target* Perdigão, conforme foi demonstrado nessa dissertação. Tal hipótese estaria em linha com o trabalho de Bagnoli e Lipman (1996), que sugerem que *bids* podem ser motivados por interesses que levem à manipulação dos preços das ações. Na mesma linha outros estudos poderiam investigar as hipóteses de que os gestores da Sadia tenham escolhido a oferta hostil, por excesso de confiança, ou por não terem informações suficientes sobre o *target* ou por não desejarem compartilhar a gestão de uma nova empresa, resultante da fusão, com os então gestores da Perdigão (hipótese da arena de disputa entre gestores).

O caso estudado também enfatiza o surgimento de um bloco de controle, cujo poder é assegurado por acordo de votos, que não necessariamente havia sido divulgado previamente ao mercado, o que sugere a possibilidade de estudos que tenham por objetivo investigar a real existência de empresas com controle negociado no mercado, dado que além de acordos de voto podem existir outros mecanismos de concentração de propriedade como as *poison pills*.

Por fim é necessário tecer ainda uma ponderação de extrema importância no que se refere a estudos em torno do tema do presente trabalho. É possível que a contraposição entre entrincheiramento e alinhamento de interesses não seja, a priori, o viés conceitual mais apropriado para o estudo de casos brasileiros, dado que o fenômeno do entrincheiramento apenas se tornaria provável quando houvesse pulverização do controle, o que não parece ser comum entre as empresas brasileiras.

Nos casos em que o controle não é exercido por maioria absoluta, como o da própria Perdigão, observa-se a presença e atuação de investidores institucionais como os fundos de pensão e instituições financeiras. Tal contexto limita a possibilidade de entrincheiramento, que é um fenômeno mais tipicamente atribuível ao modelo de propriedade norte-americano. Assim, um "tipo ideal" de gerente entrincheirado estaria inserido mais no contexto norte-americano, nas empresas cuja propriedade fosse atomizada, do que nos casos em que o controle se desse por agentes institucionais.

Então, a existência de blocos de controle na Perdigão indica que potenciais conflitos de interesses e relações de controle e propriedade poderiam ser bem diagnosticadas à luz dos conceitos desenvolvidos por ROE (1993) que aponta as diferenças entre as estruturas de governança do Japão/Alemanha e EUA, inclusive descrevendo as interações entre grandes blocos de voto em grandes empresas. Enquanto que nestes predomina a ação de investidores institucionais exercendo o poder através de blocos de controle, naquele há maior incidência de empresas cujo capital é pulverizado.

Enfim o caso da Perdigão incita a investigação de como a atuação de investidores institucionais pode influenciar a relação principal agente e como esse modelo de controle "institucional" difere ou se assemelha ao de controle difuso.

BIBLIOGRAFIA

ALDRIGHI, D. M., & NETO, R. M. (abril de 2005). Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25 n2(98) .

ALLEN, F., BREALEY, R., & MYERS, S. C. (2008). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill.

AMBROSE, B. W., & MEGGINSON, W. L. (1992). The Role of Asset Structure, Ownership Structure and Takeover Defences in Determining Takeover Likelihood. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* .

ANDERSON, H. D., & MARSHALL, B. R. (s.d.). Takeover Motives in a Weak Regulatory Environment Surrounding a Market Shock.

ASQUITH, P. (1983). Merger bids, uncertainty, and stockholder returns., *Journal of Financial Economics 11* , 51-83.

AUERBACH, A. J. (1988). *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. NBER.

AZEVEDO, L. A. (s.d.). A Oferta Pública para Aquisição de Controle sob a Perspectiva da Companhia Ofertante .

BAGNOLI, M., & LIPMAN, B. (1996). Stock Price Manipulation through Takeover Bids. *Rand Journal of Economics* , 124-147.

BAKER, G. (1986). Compensation and Hierarchies. *Harvard Business School* .

BARBOSA, F. V., & CAMARGOS, M. (2003). Fusões, Aquisições e takeovers: Um Levantamento Teórico dos Motivos, Hipóteses Testáveis e Evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração* , 17-38.

BEBCHUK, L. A. (Julho de 1999). A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. *NBER WORKING PAPER SERIES* .

- BENTON, G. J. (1980). Conglomerate mergers: causes, consequences and remedies. *Washington: American Enterprise Institute of Public Policy Research* .
- BERKOVITCH, E., & NARAYANAN, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 .
- BERLE, A., & MEANS, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nova York.
- BERNARDES, H., LIESEGANG, R., & TORNOVSKY, L. (2003). Takeover under Brazilian Law. *International Business Lawyer* , 219-222.
- BESANKO, D., DRANOVE, D., SHANLEY, M., & SCHAEFER, S. (2006). *A Economia da Estratégia*. Porto Alegre: Bookman.
- BLACK, B. S. (July de 2008). An Overview of Brazilian Corporate Governance. *U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109; Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014; ECGI - Finance Working Paper No. 206/2008. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1003059> .*
- BRUNER, R. F. (2002). Dose M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision Maker. *Journal of Applied Finance* .
- CAPEN, E., CLAP, R. V., & CAMPBELL, W. (1971). Competitive Bidding in High Risk Situations. *Journal of Petroleum Technology* , 641-653.
- CARVALHAL, A., LEAL, R., VALADARES, S., Procianoy, J., Aloy, R. J., & Lapagess, G. (Abril de 2000). Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. *The Latin American Corporate Governance Roundtable* .
- CHAGASTELLES, A. D. (2007). *A Influência da Estrutura Acionária no Desempenho das Empresas - Estudo de Caso da Perdigão S.A.* Rio de Janeiro.
- CHUNG, K. S., WESTON, F. J., & SIU, J. A. (1998). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. Prentice Hall, 2nd ed.
- COFFE, J. C., LOWENSTEIN, L., & ROSE-ACKERMAN, S. (1988). *Knights, Raiders and Targets: The Impact of Hostile Takeover*. Oxford University Press.

COLLIS, D., & MONTGOMERY, C. (1998). *Corporate Strategy – A Resource-Based Approach*. McGraw-Hill.

COSTA JUNIOR, J. V. (2008). Retornos anormais versus Performances Operacionais Anormais de Firms Brasileiras Envolvidas em Processos de Fusões e Aquisições no período de 2002 a 2006. *Tese de Doutorado, FEA -USP* .

DALLA COSTA, A. (2007). Gestão dos Herdeiros ou Profissionais nas Empresas Familiares: O Caso Perdigão. *Revista de Economia Contemporânea* , 197-225.

DELONG, G. (2003). Does Long Term Performance of Mergers Match Market Expectations: Evidence form the US Banking Industry. *Financial Management* , 5-25.

DELONG, G. L. (2001). Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Financial Economics* , 221-252.

DEMSETZ, H., & LEHN, K. (1995). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*. v. 93, n. 6, p. 1155-1177 .

DEWEY, D. (1964). The Economic Theory of Anti-trust: Science or Religion? *Virginia Law Review* .

DOALDSON, G. (1984). Managing Coporate Wealth. *Praeger* .

Dodd, P., & Ruback, R. (1977). Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analisys. *Journal of Financial Economics* 5 , 351-373.

DONALDSON, G. (Outubro de 1984). Managing Corporate Wealth. *Journal of Law and Economics* .

DONG, M., HIRSHLEIFER, D., & TEOH, S. H. (2006). Does Investor MIsvaluation Drive teh Takeover Market? *The Journal of Finance Vol LXI* , 725-761.

DYCK, A., & ZINGALES, L. (April de 2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2* (pp. 537-600) .

EDDEY, P. H. (1991). Corporate Raiders and Takeover Targets. *Journal of Business Finance & Accounting* , 151-171.

- EISENNHARDT, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review* , pp. 57-74.
- FAMA, E. F. (1980). Agency Problems and The Theory of The Firm. *Journal of Political Economy* , Vol. 88, No. 2: pp. 288.
- FAMA, E., & JENSEN, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and economics* .
- FIRTH, M. (1991). Corporate Takeovers, Stockholder Returns and Executive Rewards. *Managerial and Decision Economics, Vol. 12, No. 6, Special Issue: Corporate Structure and Control* .
- GERSICK, K. E., HAMPTON, D., & LANSBERG, I. (1998). *De Geração para Geração. Ciclos de Vida em Empresas Familiares*. São Paulo: Negócio Editora.
- GILAN, S. L., & STARKS, L. T. (Outubro de 1998). A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest* .
- GORGA, É. (Abril de 2008). Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=112103> .
- GORT, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers. *The MIT Press* .
- GROSSMAN, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics* , pp. 42-64.
- HARSBROUCK, J. (1985). The characteristics of takeover targets and other measures. *Journal of Banking and Finance* , 351-362.
- HIMMELBERG, C., HUBBARD, G., & D., P. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics* .
- HOUSTON, J. F., & RYNGAERT, M. D. (1994). The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking and Finance* , 1155-1176.

HOUSTON, J. F., CHRISTOFER, M. J., & RYNGAERT, M. (2001). Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Department of Finance, Insurance and Real Estate, Graduate School of Business Administration, University of Florida, Gainesville, FL 32611, USA* .

IBCG. (2004). *"Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa"*. IBCG,3a Edição.

JENSEN, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *AEA Papers* .

JENSEN, M. C. (1991). Corporate Control and the Politics of Finance. *Journal of Applied Corporate Finance* , pp. Vol. 4, N.2.

JENSEN, M. C. (1988). Takeover: Their Causes and Consequenses. *Journal of Economics Perspectives* , 21-48.

JENSEN, M. C., & RUBAK, R. S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 5-50, 1983. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=244158> or DOI: 10.2139/ssrn.244158* .

JENSEN, M., & MECKLING, W. H. (1976). Theory of The Firm:Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finantial Economics* , 305-306.

JOHNSON, J. W. (1999). *What it Takes for a Deal to Win Stock Market Approval*.

KENNEDY, V. A., & R. J. LIMMACK. (1996). Takeover activity, CEO turnover, and the market for corporate control. *Journal of Finance and Accounting* , 267-285.

KLOECKNER, G. O. (1994). Fusões e Aquisições: Motivos e Evidência Empírica. *Revista de Adminstração* , 42-58.

KOULORIDAS, A. (2008). *The Law and Economics of Takeovers, An Acquirer's Perepective*. Oxford: Hart Publishing.

LEHN, K., & POULSEN, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance* , 771.

LICHTENBERG, F. R. (1992). *Corporate Takeovers and Productivity*. MIT Press.

LOWENSTEIN, L. (1985). Management Buyouts. *Columbia Law Review*, Vol. 85, No. 4 , 730-784.

LUDKEVITCH, I. F. (2005). *Trajatórias de Crescimento dos Grupos Sadia e Perdigão: Um Estudo Comparativo*. Rio de Janeiro: UFRJ.

MANNE, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy* , 110-120.

MARK BAGNOLI, B. L. ((Spring, 1996)). Stock Price Manipulation Through Takeover bids. *The RAND Journal of Economics*, Vol. 27, No. 1 , pp. pp. 124-147 .

MILGROM, P., & ROBERTS, J. (1992). *Economics, Organization and Managemnet*. Prentice Hall.

MILLSTONE, D., & SUBRAMANIAN, G. (2005). Oracle v. PeopleSoft: A Case Study. *Harvard Negotiation Law Review*, *Forthcoming* , Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=816006>.

MORCK, R., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (1986). Management Ownership and Corporate Performance. *NBER working paper* .

MORCK, R., SHLEIFER, A., & VISHY, R. W. (1987). Characteristics of Hostie and Firendly Takeover Targets. 2295, *NBER WORKING PAPER SERIES* .

BIBLIOGRAPHY \l 1033 MORCK, R., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* , 293-315.

MURPHY, K. (April de 1985). Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analisys. *Journal of Accounting and Economics* , pp. 730-84.

NEALE, B., MILSOM, T., HILLS, C., & SHARPLES, J. (1998). The hostile takeover process: - A case study of Granada versus Forte. *European Management Journal*, Volume 16, Number 2 , 230-241.

NETO, H. B., LIESENGANG, R., & TORNOVSKY, L. C. (Outubro de 2003). Takeover under Brazilian Law. *International Business Lawyer* .

- NUTFALL, R. (1999). *Takeover Liklyhood Model for Quoted UK Companies*. Oxford: Nuffield College.
- PALEPU, K. G. (1986). redicting takeover targets : A methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* , 3-35.
- PINDYCK, R. S., & RUBINFELD, D. L. (1995). *Microeconomics*. New Jersey: Prentice Hall.
- POWEL, R. (1997). Modeling Takeover Likelyhood. *Jounrnal of Business Finance and Accounting* 24 .
- POWEL, R. (2001). Takeover Prediction and Portfólio Performance. *Journal of Business Finance and Accounting* 28 .
- RAPPAPORT, A., & SIROWER. (1999). Stock or Cash? The tradeoffs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions. *Harvard Business Review* .
- RENNEBOOG, L., & SIMONS, T. (Agosto de 2005). Public-to-private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. *ecgi* .
- ROE, M. (1993) Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States, 102, *The Yale Law Journal*, 8
- ROLL, R. (1986). The Hubris Hypothesys of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59 .
- SAITO, R. (2002). Share Repurchase Rules and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from Brazil. *Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=60200>* .
- SAITO, R., & SILVEIRA, A. D. (2008). Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. 79 , 79-86.
- SANTANA, M. H. (junho de 2006). Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform in 2008. *Focus5* .
- SCHERER, F., & ROSS, D. (1990). Industrial market structure and market performance. *Houghton Mifflin* .
- SHAPIRO, C. (1996). Mergers with Differentiated Products. *Antitrust* .

- SHLEIFER, A., & SUMMMERS, L. H. (1988). Breach of Trust in Hostile Takeovers. *University of Chicago Press in Takeover Causes and Consequences* .
- SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments. *Journal of Financial Economics* , 123-139.
- SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* , 295-311.
- SIQUEIRA, E. M. (2008). *Determinantes do Desempenho dos Veículos de Investimento de Private Equity e Venture Capital: Evidências do Caso Brasileiro*. São Paulo: EAESP - FGV (Dissertação de Mestrado).
- STULZ, R. M. (1987). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20 , 25-54.
- STULZ, R., & JOHSON, H. (1985). An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economics* , 501-521.
- TASSARA, Helena e SCAPIN Alzira (1996). *Perdigão. Uma trajetória para o futuro*. São Paulo: Empresa das Artes.
- ULLER, R. (2002). *Profissionalização na Empresa Familiar: O Caso da Perdigão Agroindustrial. Dissertação de Mestrado (UFSC)* .
- VENKATRAMAN, N. (1994). IT-Enabled Business Transformation: From automation to Business Scope Redefinition. *MIT Sloan Managemnet Review* , 73-87.
- VERGARA, S. (2007). *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. . São Paulo: Atlas .
- WALKLING, R. A., & LONG, M. S. (s.d.). Agency Theory, Managerial Welfare and Takeover Bid Resistance. *The RAND Journal of Economics*, Vol. 15, No. 1 (Spring, 1984), pp. 54-68 .
- YASSUHIRO, M. (2003). *Problemas de Agência no Relacionamento Fundo de Capital de Risco - Empreendedor no Brasil*. São Paulo: EAESP - FEG (Dissertação de Mestrado).

ZINGALES, L. (spring de 1994). The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience. *The Review of Finacial Studies* , p. V.7.

ANEXOS

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)