

Inspira

Ciências Econômicas

Caio Cavalcante Bessa

Análise dos possíveis erros de Abílio Diniz e Pedro Faria na BRF

SÃO PAULO

2021

CAIO CAVALCANTE BESSA

**ANÁLISE DOS POSSÍVEIS ERROS DE ABÍLIO DINIZ E PEDRO FARIA NA
BRF**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao curso de Graduação
em Ciências Econômicas, como
requisito parcial para obtenção do
grau de Bacharel em Economia do
Insper Instituto de Ensino e
Pesquisa.

·
Orientadora: Prof. Camila Boscov

SÃO PAULO

2021

Ficha Catalográfica

Cavalcante Bessa, Caio

Análise dos possíveis erros de Abílio Diniz e Pedro Faria na BRF

Caio Cavalcante Bessa. - São Paulo, 2021.

páginas 25.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Insper, 2021

Orientador: Prof. Camila Boscov

1. Cadeias Globais de Valor. 2. Governança. 3.BRF 4.Abílio Diniz 5.Pedro Faria I. Caio Cavalcante Bessa. II. Análise dos possíveis erros de Abílio Diniz e Pedro Faria na BRF.

CAIO CAVALCANTE BESSA

Análise dos possíveis erros de Abílio Diniz e Pedro Faria na BRF

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Economia do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Camila Boscov

Banca Examinadora

Prof. Camila Boscov

Insper

Prof Michael Viriatto

Insper

Agradecimentos

Agradeço à Prof. Camila Boscov por ter me ensinado os princípios da contabilidade, conhecimento tão fundamental para desempenhar minha profissão hoje e por sua mentoria e direcionamento para produzir o presente estudo.

A meus amigos e família que sempre me apoiaram e estiveram comigo nos melhores e piores momentos. Sem eles nada disso seria possível.

Por último, ao programa de bolsa por ter acreditado e investido em mim para que eu pudesse mudar a minha vida e a vida da minha família.

Resumo

O objetivo do presente estudo é entender os possíveis erros de Abílio Diniz e Pedro Faria na gestão da BRF que levou a empresa a entrar em uma crise de governança. Para analisar tais erros foi utilizado a metodologia de Análise de Governança em Cadeias de Valor Global, como forma de entender como e porque tais erros ocorreram e o método do estudo de caso para entender a trajetória da BRF enquanto Abílio Diniz e Pedro Faria a lideravam. Após entender a estratégia implementada e suas consequências, conclui-se que a liderança da BRF instaurou um desalinhamento de interesses entre os segmentos operacionais e a companhia consolidada, gerando uma expressiva destruição de valor evidenciada pela queda brusca de seu valor de mercado.

Palavra-chave: BRF, Abílio Diniz, Pedro Faria, Cadeias Globais de Valor, Governança

Abstract

The purpose of this study is to understand the possible errors of Abílio Diniz and Pedro Faria in the management of BRF that led the company to enter a governance crisis. To analyze such errors, the Global Value Chain Governance Analysis methodology was used as a way to understand how and why such errors occurred and the case study method to understand BRF's trajectory while Abílio Diniz and Pedro Faria were its leaders. After understanding the strategy implemented and its consequences, it is concluded that the leadership of BRF established a misalignment of interests between the operating segments and the consolidated company, generating a significant destruction of value evidenced by the sharp drop in its market value.

Keywords: BRF, Abílio Diniz, Pedro Faria, Global Value Chains, Governance

Lista de Ilustrações

Figura 1 – Cinco Tipos de Governança nas Cadeias Globais de Valor	13
Figura 2 – Market Share dos Produtos da BRF	18
Figura 3 – Plantas de Produção da BRF	19
Figura 4 – Net Debt/EBITDA das Principais Companhias do Setor de Proteínas	21
Figura 5 – Custos Administrativos como Percentual da Receita da Companhia	21

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução da Cotação do Dólar em Real.....	14
Gráfico 2 – Evolução do Preço do Frango Congelado em R\$ por Kg	15
Gráfico 3 – Evolução do Preço do Milho em R\$ por Saca de 60 Kg	15
Gráfico 4 – Evolução da margem EBITDA da BRF.....	22
Gráfico 5 – Estoque como Percentual da Receita Líquida	23
Gráfico 6 – Preço da Ação da BRFS3	24
Gráfico 7 – Múltiplo EV/EBITDA NTM da BRF	25
Gráfico 8 – Evolução da Taxa Selic	26

Sumário

1. Introdução	11
2. Revisão da Literatura	12
2.1. Governanças nas Cadeias Globais de Valor.....	12
2.2. O Setor de Frangos e Suas Influências Macroeconômicas	13
2.2.1. O Impacto do Milho na Produção de Frango	13
2.2.2. O Impacto do Dólar no Setor de Frangos	14
3. Metodologia	16
4. Análise de Resultados	17
4.1. Descrição da Empresa	17
4.1.1. BRF Pré-Abílio	17
4.1.2. BRF Era Abílio	17
4.1.3. BRF Pós-Abílio	19
4.2. Estratégias Empresariais	20
5. Conclusão	26
6. Referência Bibliográfica	28

1. Introdução

“Não existe uma só pessoa no mundo que poderia fazer este lápis” (FREE TO CHOOSE, 1980), disse Milton Friedman antes de explicar a complexa relação entre diversos agentes na fabricação desse aparentemente simples objeto. Esse exemplo mostra o quanto a globalização se desenvolveu na sociedade de modo não só a proporcionar uma evolução exponencial na capacidade de criação e execução da humanidade, como também a intrínseca dependência do relacionamento de uma vasta cadeia de fornecedores na produção de um bem de consumo.

Diante disso, a globalização minimiza os obstáculos geográficos por meio de investimento intensivo em uma rede logística adaptável e interativa entre os componentes de uma cadeia de valor, de modo a ser usado como instrumento de posicionamento competitivo. Isso ocorre já que os fornecedores, ao focar seus recursos e capital intelectual na produção de suas especialidades, promovem uma operação mais competitiva seja por qualidade, velocidade de produção ou preço final.

Assim, as empresas podem escolher sua rede de fornecedores de modo a gerar maior valor para seus *stakeholders*, seja retorno financeiro para seus acionistas ou um produto de melhor qualidade para o consumidor. Mas para que isso ocorra, é necessário que a governança corporativa da empresa tenha sua estratégia alinhada com as dinâmicas do setor no qual ela está inserida.

O conceito de Cadeias Globais de Valor disserta sobre como as empresas diferentes empresas podem se posicionar em suas cadeias de valor de modo a otimizar seu desempenho e relações com os diferentes agentes nelas presente para assim assumir uma posição de liderança ou caso não o faça, prejudicar seu posicionamento no setor e até mesmo entrar em crise.

O setor de frangos no Brasil está inserido em uma complexa cadeia, dado a grande relevância brasileira na exportação desse bem e a grande exposição dos custos de criação de frango referentes ao milho, um bem cujo preço é definido por uma volátil dinâmica global de oferta e demanda.

O presente trabalho será um estudo de caso sobre os possíveis erros de Abílio Diniz na gestão da BRF no período de 2013 até 2017, como Presidente do Conselho. Para

isso, serão analisadas suas estratégias empresariais, dinâmicas de governança e análises setoriais.

2. Revisão da Literatura

2.1. Governança nas Cadeias Globais de Valor

Para que a companhia consiga se manter competitiva e alcançar uma posição de liderança é necessário um profundo entendimento de como os agentes de sua cadeia se comportam, e como manter esses relacionamentos entre compradores e fornecedores. Para isso é necessária uma estrutura de governança alinhada com as características e necessidades da cadeia de valor. A análise de governança, portanto permite o entendimento de como esses agentes coordenam-se entre si e a diferença de dinâmica de poder de barganha entre eles (GEREFFI, 2011)

Há 5 tipos principais de governança (vide figura 1), de modo que dentro de um mesmo setor ou companhia tais estruturas podem evoluir ou até mesmo se complementar com o objetivo de gerar o maior valor para seus *stakeholders* (FREDERICK & GEREFFI, 2009; GEREFFI, 2005)

1) Mercantil

Envolve transações relativamente simples, onde o câmbio de informação não necessita de uma estrutura de cooperação complexa entre os agentes da cadeia, de modo que produtores consegue fazer produtos para seus consumidores com um mínimo de informação proveniente destes. Apesar de simples, esse tipo de governança implica em baixos custos de mudanças de agentes comerciais, de modo assim a apresentar baixa lealdade do consumidor, por exemplo.

2) Modular

Possui um grau de complexidade maior que a governança de mercado, mas tem um perfil muito escalável de investimento para uma tarefa específica, de modo a conseguir tratar um volume significativo de informação, sem muita capacidade de desempenhar funções mais customizadas, tendo assim um perfil mais genérico para o comprador.

3) Relacional

Caracterizada pela troca contínua de informações complexas que não são facilmente transmitidas ou aprendidas. Essa dinâmica gera dependência entre as partes de modo que para manter as relações, seja necessário um mínimo grau de confiança que será regulada

reputação, proximidade social entre outros fatores. Esse tipo de governança permite uma maior diferenciação de produto e gera maior lealdade entre as partes já que os custos de mudanças se tornam muito altos.

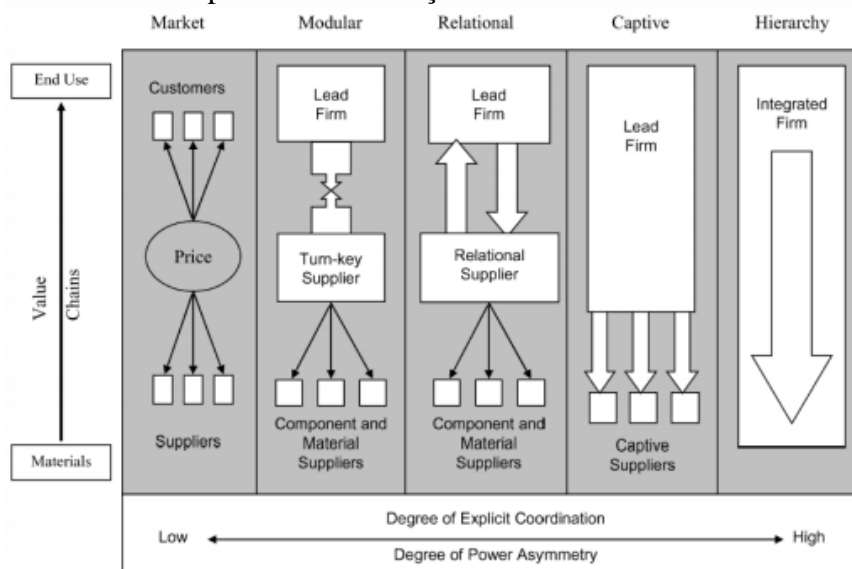
4) Cativa

Baseada em uma rede com baixa oferta de compradores gerando um considerável poder de barganha para estes. Necessário intenso monitoramento da cadeia produtiva, e um comportamento cooperativo entre a empresa líder e a cadeia de produção pode aumentar consideravelmente a eficiência desta.

5) Hierarquia

Marcada por um alto grau de verticalização de produção devido a complexidade do produto final ou à baixa oferta de fornecedores competentes.

figura 1 – Cinco Tipos de Governança nas Cadeias Globais de Valor



Fonte: (Gerreffi, 2005)

2.2. O Setor de Frangos e Suas Influências Macroeconômicas

2.2.1. O Impacto do Milho na Produção de Frango

O milho é um dos principais formadores de preço do kilo de frango dado seu indispensável papel na dieta do animal em produção. Por ser uma *commodity* tem preço dolarizado e cotado internacionalmente de modo que a movimentação das relações de oferta e demanda influenciam o preço do frango. Todavia, a quantidade necessária de

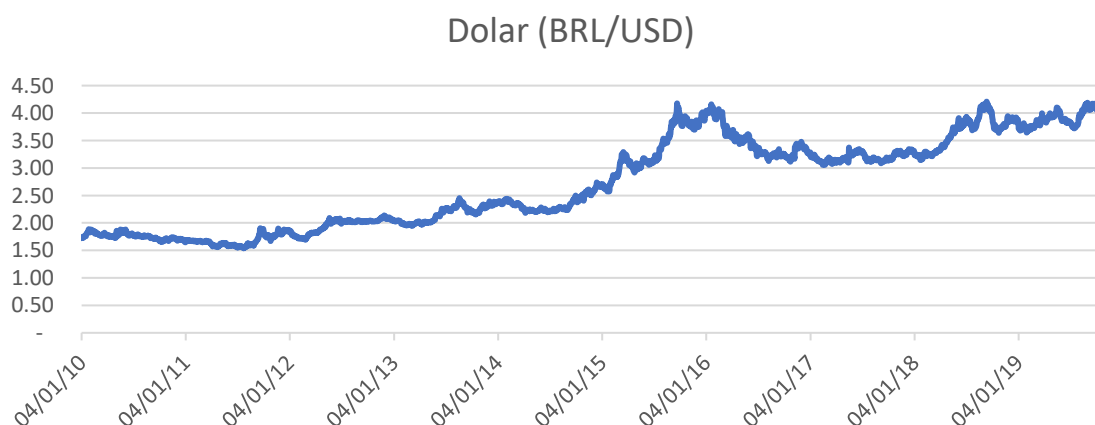
milho para se criar um frango mudou drasticamente ao decorrer dos anos. Em 1950, era preciso 4 kg de milho para se criar 1 kg de frango, enquanto em 2008 essa proporção foi reduzida para 1,95 kg de milho por 1 kg de frango (DONOHUE, 2009). Mesmo com uma proporção reduzida, movimentos de aumento de demanda do milho tem um forte impacto nos custos de produção de frango, como fsdfsdfsfoi na produção americana de frango entre outubro de 2006 e outubro de 2008, que dado a um aumento na demanda do milho devido a uma crescente penetração do uso de etanol como combustível, o preço do milho disparou, resultando em um custo acumulado para a indústria de U\$ 9,36 milhões (DONOHUE, 2009).

Além de mudanças seculares na demanda de milho, a especulação no preço dessa *commodity* pode ocasionar um descolamento do preço justo do milho. Estima-se que, entre julho de 2007 e junho de 2008, o preço do milho foi inflado cerca de 40% devido a movimentos especulativos (TADASSE, 2016). Entretanto, acredita-se que o impacto da especulação, assim como choques no mercado de milho, se dá de forma predominante apenas no curto prazo, enquanto no longo prazo, a demanda global por milho, preços de energia e políticas de biocombustível são os fatores mais significantes na determinação do preço da *commodity* (MCPHAIL, 2012)

2.2.2. O Impacto do Dólar no Setor de Frangos

Como o setor de frango brasileiro é pautado no abastecimento do mercado interno e do externo, e o frango é uma *commodity* negociada internacionalmente, o setor de frango brasileiro é afetado significativamente pelo preço do dólar em reais. A valorização do dólar nos últimos anos (vide gráfico 1), exerce impacto em duas frentes na operação de uma empresa desse setor: receita e custos.

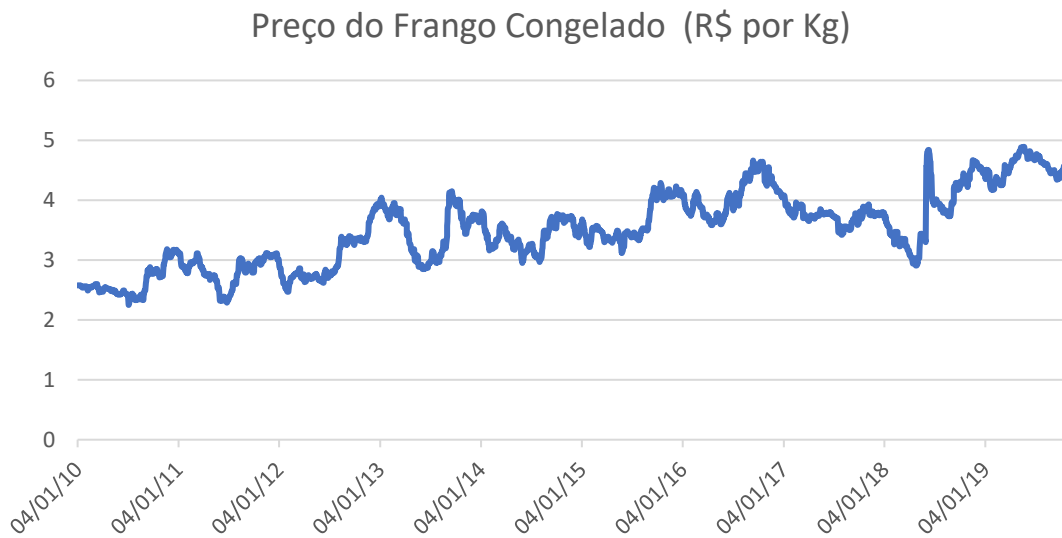
Gráfico 1 – Evolução da Cotação do Dólar em Real



Fonte: Bloomberg

Quanto maior a exposição da receita de uma companhia a exportação de frango maior a performance de sua operação em frente a um movimento de valorização do dólar (vide gráfico 2). Entretanto, para se criar frango é necessário o consumo de milho, que por ser cotado em dólar pressiona as margens da empresa em caso de alta do dólar já que se torna mais cara a produção de frango (vide gráfico 3)

Gráfico 2 – Evolução do Preço do Frango Congelado em R\$ por Kg



Fonte: CEPEA

Gráfico 3 – Evolução do Preço do Milho em R\$ por Saca de 60 Kg



Fonte: CEPEA

Podemos notar que em 2016, final da gestão de Abílio Diniz, houve um pico nos preços do milho, encarecendo a produção de frangos, devido a quebra da safra brasileira que somada a demanda internacional gerou esse movimento (MENDES e VALENTI, 2019). Isso contribuiu para que a BRF perdesse parcela de mercado para as marcas mais baratas da JBS.

3. Metodologia

Para o presente trabalho foi realizado um estudo de caso do período em que Abílio Diniz entra na presidência do Conselho em 2013 até sua saída em 2018 com o objetivo de analisar seus possíveis erros de gestão. A metodologia do estudo de caso será realizada utilizando a obra de Yin (ABERDEEN, 2009) como base teórica da análise, seguindo os princípios e etapas dissertados, de modo a entender a trajetória da BRF pós entrada de Abílio Diniz e Pedro Faria e as consequências da estratégia desse time de gestão de forma descritiva e explanatória. Desse modo, será feita uma breve descrição da empresa, uma análise setorial e macroeconômico do período em análise para entendermos o perfil de governança da BRF após entrada de Abílio Diniz e se ela estava alinhada com a geração sustentável de valor para a empresa

Para analisar o posicionamento da governança nesse período e sua compatibilidade com a dinâmica setorial a qual a BRF é exposta, será utilizado a obra de Gereffi sobre as Cadeias Globais de Valor (GEREFFI, 2005), uma das principais métricas para entender a dinâmica de empresas globais e sua relação com fornecedores e clientes, de modo a identificar as respectivas características da governança da BRF no período para entender como as iniciativas tomadas pela diretoria da empresa impactaram o modelo de negócios da Companhia

Por fim, de modo a quantificar o impacto financeiro, de suas estratégias empresariais, nos resultados da empresa e em seu valor de mercado será utilizado os conceitos de *valuation* e finanças corporativas dissertados por Damadoran (2016), pois além de ser a maneira mais apropriada de entender a geração de valor de uma empresa aberta, as iniciativas tomadas nesse período tinham como objetivo não somente atingir metas operacionais, mas também de *valuation* da empresa, dado que o plano para a empresa foi posto em movimento pela Tarpon e Previ, fundos de investimento focados na valorização

de ativos que compõem seu portfólio. Os dados necessários para análise do desempenho do preço da ação e o sentimento de mercado traduzido pelas estimativas de consenso dos resultados da BRF e de seus comparáveis serão obtidos da Bloomberg.

4. Análise de Resultados

4.1. Descrição da Empresa

4.1.1. BRF Pré-Abílio

Após trágica operação de derivativos tóxicos de câmbio na tesouraria da Sadia, que lhe rendeu perda de R\$ 2,55 bilhões em 2008, gerando o primeiro prejuízo líquido em 64 anos de história no valor de R\$ 2,48 bilhões, a Perdigão propôs uma fusão transformacional entre as duas gigantes de alimentos, anunciada em 19 de maio de 2009. Assim surgiu a BRF, com um faturamento consolidado em 2010 de R\$ 17,7 bilhões, que seria a segunda maior companhia de carnes, perdendo apenas para JBS. Após fusão a companhia tinha como CEO José Antonio de Prado Fray (ex CEO da Perdigão) e como presidente do conselho Nildemar Secches (ex-presidente do conselho da Perdigão), e sendo detida 68% pela Perdigão e 32% pela Sadia, não tendo, portanto, um acionista controlador.

Em 2012, a companhia atuava nos segmentos de Frango, Processados, Bovinos e Lácteos, de modo que dos R\$ 28 bilhões de receita, 60% supriam o Mercado Doméstico e 40% supriam o mercado internacional. Em 2012, devido a ambiente macro desfavorável e consequente pressão nos custos de commodities, houve redução em 3.3 p.p. na margem bruta da companhia (22.6% em 2012 e 25.9% em 2011). Apesar de ser um evento exógeno, a queda de margem não foi bem-vista pelos acionistas, já que esperaram que esses custos fossem integralmente repassados para o consumidor (estratégia que posteriormente se mostraria prejudicial para o posicionamento competitivo da companhia).

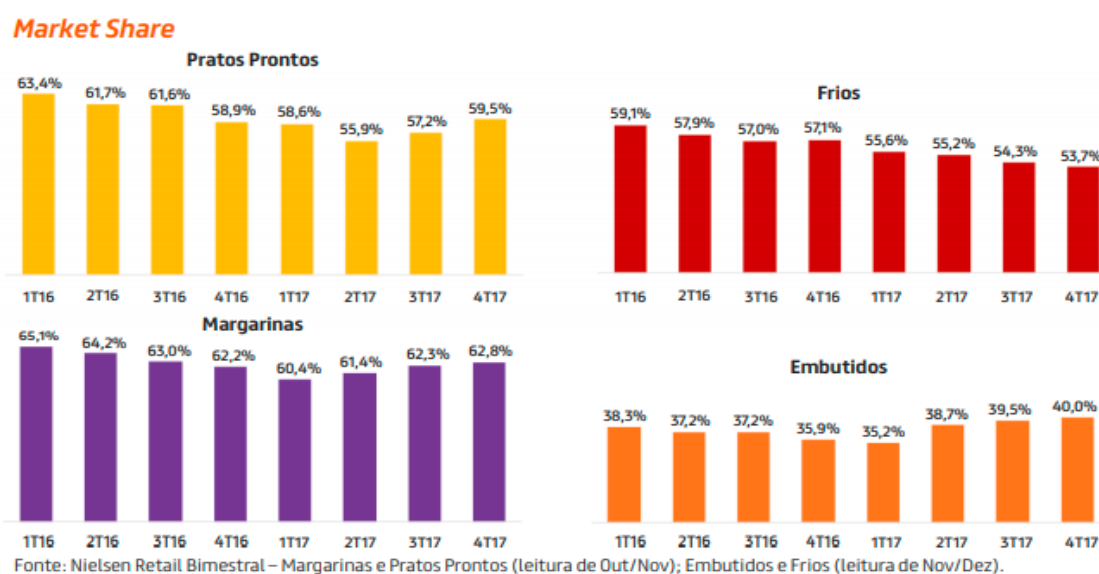
4.1.2. BRF Era Abílio

Após a fusão, Secches assumiu como presidente do conselho. Após 4 anos de gestão, fez o faturamento da companhia crescer 35%, o que para seus acionistas não foi suficiente de modo a sinalizar uma “falta de ambição” do executivo (BAUTZER, 2014). Desse modo, em 2013, com intermédio da Tapon e da Previ, que eram os principais acionistas da companhia na época, entra Abílio Diniz como Presidente do Conselho, Pedro Faria como Presidente Internacional da Companhia e Claudio Galeazzi como CEO, esse último peça chave na missão de dobrar a margem EBITDA da BRF de 7.9% em 2012, pois é

especializada em gestão de risco e corte de custos, sendo apelidado de “Mãos de Tesoura” por ser responsável por inúmeras demissões nas empresas em que passou. Desse modo a ambiciosa e trágica “Era de Abílio Diniz” tem início em 2013 até 2017, com o objetivo de levar o preço da ação de R\$ 50,00 para R\$ 100,00 até 2017.

Em 2017, a companhia era uma das maiores produtoras mundiais de alimentos de proteína. Seu portfólio de mais quatro mil Unidades de Manutenção de Estoque era responsável por abastecer 13% do comércio mundial de aves. Antes da reestruturação da Governança, a companhia possuía também uma unidade de lácteos (vendida em julho de 2015 para a Lactalis devido a baixa rentabilidade). A companhia vendeu em 2017 4,9 mil toneladas de carne (44% de aves; 7% de suínos; 43% de processados e 6% de outras aves) a um preço médio de R\$ 7,20 o kg, totalizando R\$ 33,5 bilhões de reais a uma margem EBITDA de 8,5% e uma margem líquida de -3,3% (2,2 pontos percentuais abaixo do resultado de 2016). De acordo com dados da Nielsen divulgados pela companhia, (vide figura 2), a BRF vem perdendo parcela de mercado em seus principais produtos desde 2016, com a ascensão de marcas como Seara e Aurora, alternativas mais baratas às marcas Sadia e Perdigão que estavam reajustando seus preços para preservar suas margens.

Figura 2 – Market Share dos produtos da BRF

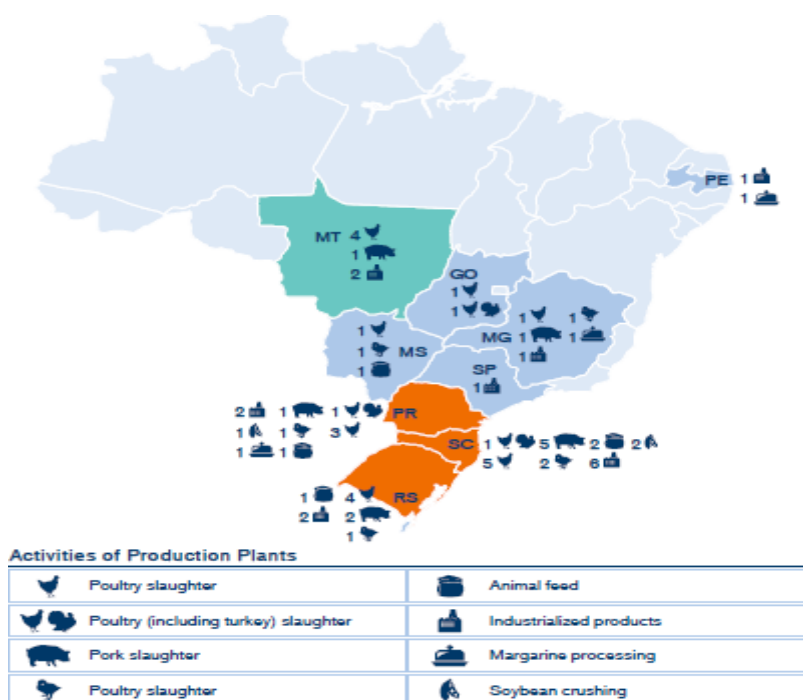


Fonte: Nielsen, BRF

Dado o tamanho de operação e presença no varejo, a Companhia conta com uma infraestrutura robusta e capilar de plantas de produção pecuária (vide figura 3). Além

disso, apenas 45% da receita da companhia é destinada ao Brasil, enquanto 55% são provenientes dos mercados internacionais, o que permite para a empresa diversificação de risco de economia, dado que em períodos de crise do Brasil a operação internacional poderia compensar os prejuízos da operação brasileira. A dificuldade, entretanto, de implementar isso é o processo de entender as peculiaridades de cada região e coordenar a estratégia de venda. No Oriente Médio, por exemplo, os frangos devem ser abatidos seguindo o ritual islâmico *halal*.

Figura 3 – Plantas de Produção da BRF



Fonte: BRF, Credit Suisse

4.1.3. BRF Pós-Abílio

Após, operação Carne Fraca, e consequente prisão de Pedro Faria (ex-CEO da BRF), e renúncia do então eleito CEO da Companhia precisou ser reestruturada. Para isso, houve uma completa mudança na liderança da companhia, cujo marco foi a entrada de Pedro Parente como CEO, logo após se demitir da Petrobras em 2018. Pedro Parente, que antes de ser CEO havia substituído Abílio Diniz como presidente do conselho de administração, é um dos mais bem-sucedidos e competentes executivos da atualidade, passando pela liderança de grandes grupos como Petrobras, B3 e Bunge. Após uma extensa reestruturação da governança, Pedro Parente assumiu novamente a presidência

do conselho de administração, e em 17 de junho de 2019, o ex-CFO da BRF Lorival Luz assume o cargo de CEO do grupo. A entrada de Pedro Parente marcou uma nova fase da companhia, conseguindo reverter sua queda de margem desde de 2015, saindo de 31,3% de margem EBITDA para 18,3% em 2018, para uma margem de 24.0% em 2020, atingindo uma receita de R\$ 39.5 bilhões em 2020, 39.4% maior que o nível de 2017 (Era Abílio) e 38.4% que o nível de 2012 (Era Pré-Abílio)

4.2. Estratégias Empresariais

Como o intuito da companhia era a melhora de margem para assim aumentar sua geração de caixa, Galeazzi (primeiro CEO da Era Abílio 2013 e 2014) iniciou um ambicioso processo de reestruturação que envolvia 2 pilares: (1) Corte de Custos, (2) Desinvestimento de ativos não essenciais, como foi o caso da venda da divisão de bovinos e lácteos.

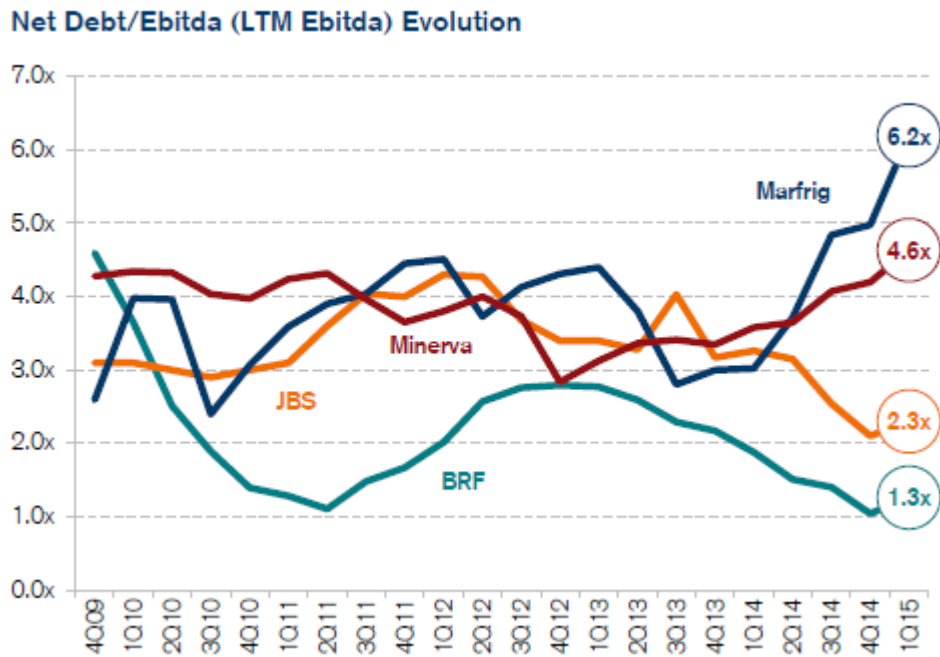
Esse primeiro passo caracteriza o processo de *upgrading* funcional (GEREFFI, 2011), que consiste, nesse caso, em abandonar funções existentes (desinvestimentos de ativos e demissões de funcionários) para tornar operação mais enxuta e mais focado e assim entregar um melhor produto com maior eficiência.

Após a maior seca em 50 anos no Estados Unidos em 2012, o preço do milho disparou comprimindo as margens de lucro da BRF para um patamar abaixo das margens da Perdigão de Sadia (MENDES e VALENTI, 2019). A fatalidade, no entanto, foi vista como “desculpa” da gestão atuante pelos principais acionistas (BAUTZER, 2014). Desse modo, para dar fôlego ao endividamento da companhia (vide figura 4), a Companhia vendeu sua divisão de lácteos para a Lactalis em 2014 e de bovinos para a Minerva em 2013, melhorando sua posição caixa e reduzindo a dívida líquida, além de terem se desfeito de uma unidade pouco rentável (Lácteos) e de uma unidade com um ciclo de produção muito maior que a de frangos (O ciclo do boi demora em média 3 anos, enquanto o ciclo do frango demora 3 meses)

Em paralelo, Galeazzi iniciou um duro processo de demissão de diretores e funcionários. A gestão atual acreditava que a integração entre Perdigão e Sadia, que em processos de fusão consistem pelo menos no corte de custos administrativos afim de eliminar redundâncias de funções atingindo assim sinergias de custos, não tinha sido completa já que era comum duas pessoas (uma ex-Perdigão e a outra Ex-Sadia) de fazer

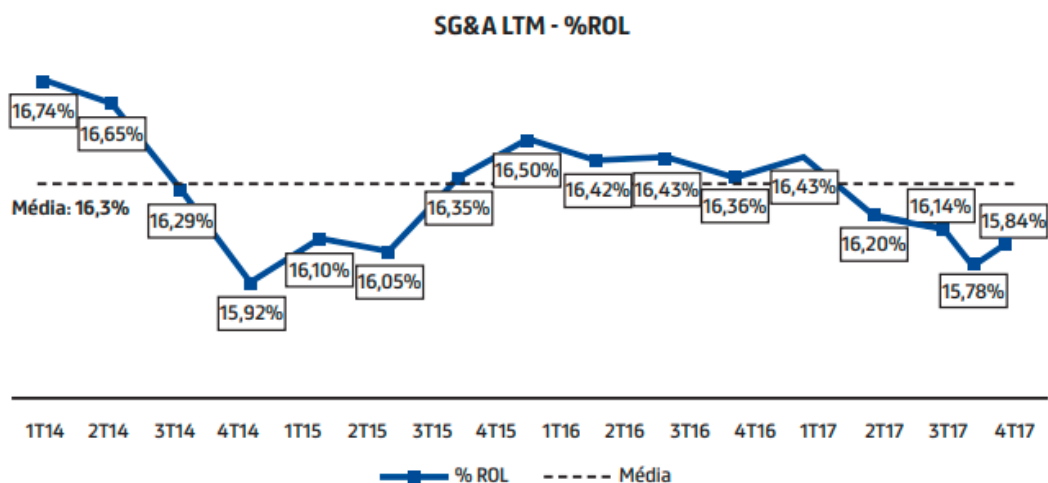
o trabalho de uma (BAUTZER, 2014). Além disso, era entendido que a BRF precisava “encurtar” o caminho entre o chão de fábrica e o alto escalão da diretoria, para assim se tornar mais ágil as novas tendências de demanda e movimentações estratégicas. Assim, também foram demitidos diversos diretores, tornando a cadeia administrativa mais enxuta. Isso gerou um impacto relevante nos custos administrativos (vide figura 5).

Figura 4 – Net Debt/EBITDA das Principais Companhias do Setor de Proteínas



Fonte: BRF, Minerva, JBS, Marfrig, Credit Suisse

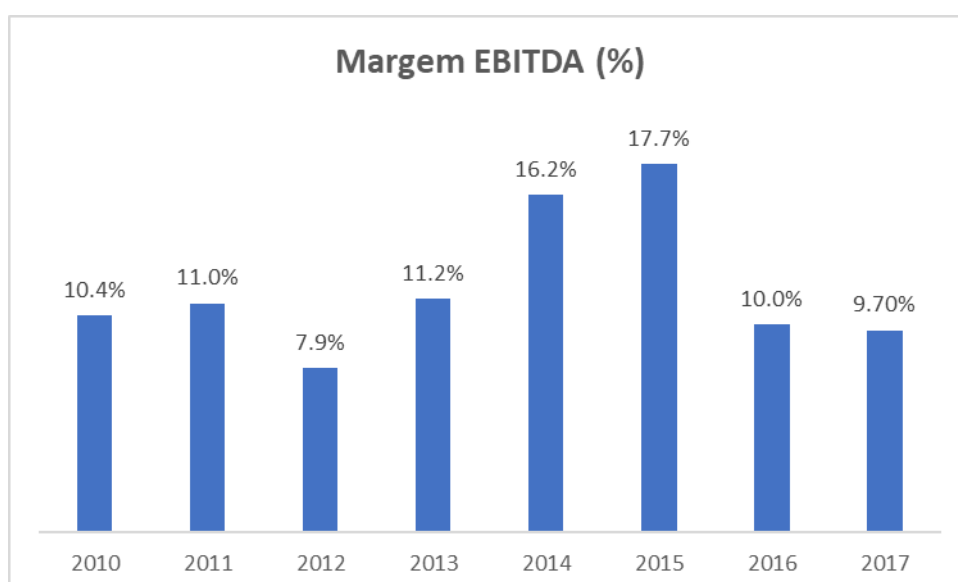
Figura 5 – Custos Administrativos como Percentual da Receita da Companhia



Fonte: BRF

Entretanto ao aplicar essa política de corte de custos similar a uma gestão de crise a companhia deu margem para que sua principal concorrente, a JBS, recrutasse esse capital intelectual descartado pela BRF, de modo que a JBS chegou a contratar mais de 60 executivos ex-BRF. Isso permitiu que a JBS entendesse ainda melhor a competição e assim recorrentemente roubar parcela de mercado da BRF. Como os custos administrativos são custos fixos, à medida que sua parcela de mercado é reduzida, também é reduzido sua receita operacional (se ritmo de perda de share for maior que ritmo de crescimento do setor), comprimindo, portanto, sua margem (vide gráfico 4) até o nível antes da entrada de Abílio Diniz.

Gráfico 4 – Evolução da margem EBITDA da BRF



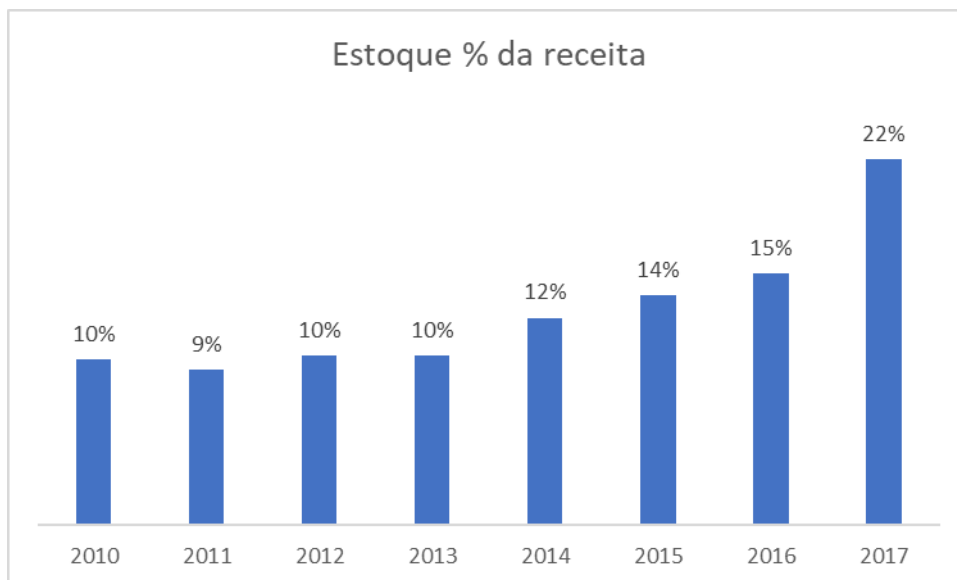
Fonte: Bloomberg, BRF

Em meio a atritos com a diretoria, Galeazzi renunciou seu cargo em 2014, cujo mandato era previsto até 2015. A governança, portanto, que começou com atrito termina mais uma vez em atrito. Entra, portanto, Pedro Faria como novo CEO, que estava sendo “treinado” para o cargo desde a entrada de Abílio Diniz. Na época, Pedro Faria era sócio-fundador da gestora de Private Equity Tarpon, foi um dos responsáveis por trazer Abílio Diniz para o conselho de administração, mas não possuía experiência prévia com o setor de frangos antes de entrar na BRF em 2013.

Inicia-se, portanto, a segunda fase da companhia, após elevar seu perfil de margem EBITDA de 7.9% em 2012 para 16.2% em 2014, era hora de aumentar sua receita. Desse

modo, a estratégia era descentralizar a produção da companhia nos países, de modo que cada área geográfica atuava de forma independente, o que gerou um trágico conflito de interesse pois os gestores de cada região queriam vender as partes dos frangos mais rentáveis em cada região (MENDES e VALENTI, 2019). O problema dessa estratégia é que partes de um frango que não era tão rentáveis não estavam sendo vendidas para dar espaço as mais rentáveis em cada região, o que apesar de gerar um aumento de margem bruta por efeito de mix de produtos, gerou um acúmulo de estoque, prejudicando seu ciclo de caixa por redução do giro do estoque (vide gráfico 5). Como a companhia possui um gigantesco porte, mas depende de pequenos fornecedores, ela se enquadra em uma estrutura de governança cativa (GEREFFI, 2011), mas para que essa estrutura opere de forma otimizada é necessário perfeita alihamento na estrutura da firma líder. Ao descentralizar a produção a Companhia mais se parecia com uma estrutura de governança relacional em que o administrativo da BRF servia as operações de cada região como se essas operações agora fossem as firmas líderes. Em um setor cujo insumo é commoditizado e necessita de robusto planejamento de estoque, tal estrutura é incompatível com o bom funcionamento e geração de valor de longo prazo para o acionista.

Gráfico 5 – Estoque como Percentual da Receita Líquida



Fonte: Bloomberg, BRF

Além disso, é válido ressaltar o envolvimento da BRF com a operação Carne Fraca em 2017 que transcende a ineficiência da estrutura de governança da Companhia para o ato de corrupção.

Todas essas iniciativas contribuíram, ironicamente, para caminho oposto aos objetivos dos fundos Previ e Tarpon que seria de aumentar o *valuation* da companhia. Com a geração de caixa comprometida tanto por perda de market share, como também de aumento de necessidade de capital de giro devido ao acúmulo de estoque, o método do Fluxo de Caixa Descontado sugere que o valor da empresa deveria reduzir drasticamente, o que foi refletido no preço da ação (vide gráfico 6), de modo que esse preço estava abaixo do nível do final de 2012 de R\$ 42,68 e 61% abaixo da meta de R\$ 100,00 almejada no início da gestão de Abílio Diniz.

Gráfico 6 – Preço da Ação da BRFS3

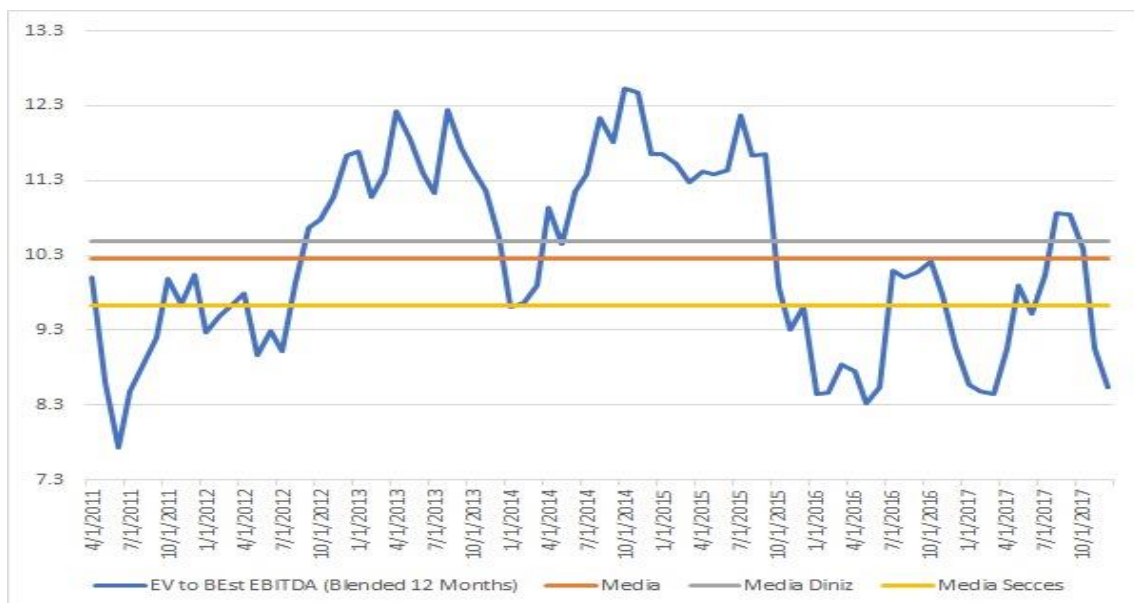


Fonte: Bloomberg

Entretanto, é importante lembrar que o preço de mercado nem sempre reflete o real valor do ativo. Para entender melhor se o preço refletiu a real perda de valor da companhia, é mais válido analisar os múltiplos EV/EBITDA ou P/E. Desse modo, ao olhar o múltiplo histórico EV/EBITDA próximos 12 meses (vide gráfico 7), percebe-se que os analistas acreditavam que a Companhia deveria ser negociada a um prêmio na gestão de Diniz, impulsionado por mudanças estruturais de margem e capacidade de crescimento da companhia sinalizadas pela nova gestão. Entretanto, à medida que a concorrência com a JBS se tornou mais acirrada a partir de 2015 passou a ser negociada em múltiplos mais baixo, dado que a euforia da nova gestão foi se tornando cada vez mais

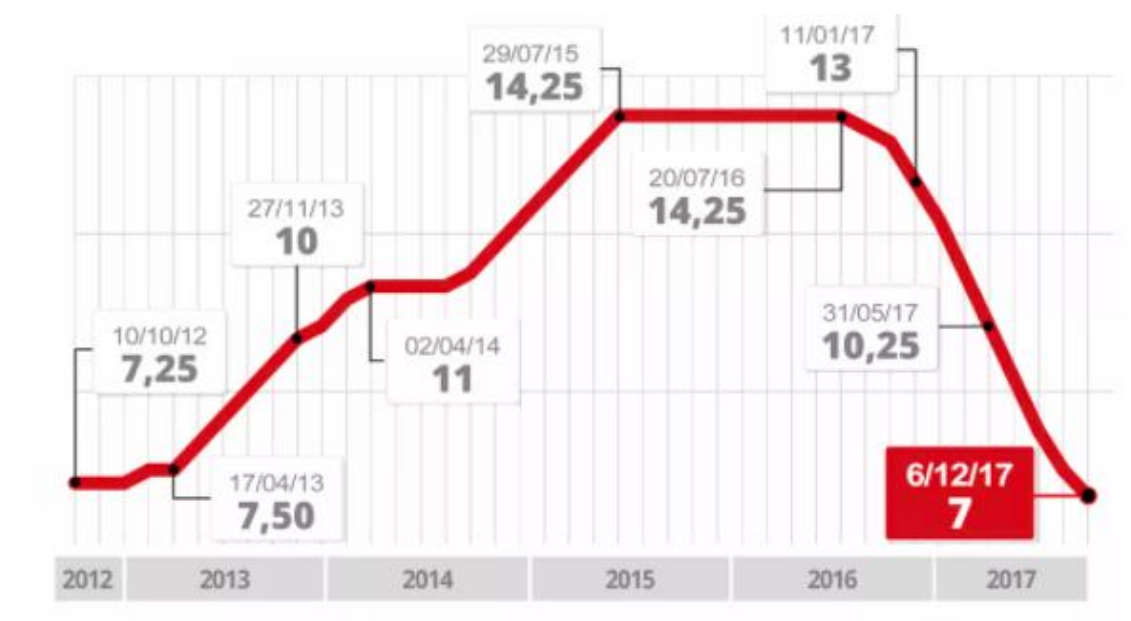
fraca. Olhando no período final da gestão de Abílio Diniz, no entanto, notamos que a Companhia negocia a um múltiplo de 8.6x, 11% abaixo do múltiplo médio da gestão de Secces de 9.6x, que se torna uma comparação válida dado custos de capital similares nesses períodos (vide gráfico 8) Isso mostra duas possibilidades: (1) Mercado puniu mais do que o justo a ação da BRF, (2) ou as mudanças feitas na companhia prejudicaram estruturalmente seu posicionamento de mercado e capacidade de geração e conversão de caixa. De todo modo, na busca por uma gestão “mais ambiciosa”, a Era “Abílio Diniz” prejudicou a governança cativa (GEREFFI, 2011) da BRF, fazendo que o mercado descreditasse do sonho cada vez mais distante da empresa se tornar a “Ambev dos Alimentos” (BAUTZER, 2014)

Gráfico 7 – Múltiplo EV/EBITDA NTM da BRF



Fonte: Bloomberg

Gráfico 8 – Evolução da Taxa Selic



Fonte: G1

5. Conclusão

A Era Abílio Diniz foi motivada com a missão de reestruturar completamente uma operação que já apresentava crescimento consistente com objetivo de impulsionar sua margem e seu crescimento. Entretanto, essa estratégia com viés financista (muito motivado pela Tarpon que trouxe Abílio para a BRF) de geração de valor não contemplou as peculiaridades do setor e da empresa e as consequências das mudanças implementadas. A nova gestão da BRF buscou estratégias curto-prazista de geração de valor, como demissão de corpo de funcionários e desinvestimentos de ativos, que a primeiro momento impulsionou suas margens e aumentou sua posição de caixa, mas que foi prejudicial para o seu posicionamento competitivos. Além disso, com a descentralização operacional da Companhia, houve um desalinhamento expressivos de interesses, de modo que cada região vendia o que acreditava ser mais rentável, gerando um alto acúmulo de estoque, prejudicando o ciclo caixa da companhia e consequentemente sua capacidade de geração e conversão de caixa.

Esse movimento de descentralização prejudicou o principal pilar da dominância da BRF: sua governança cativa. Ao dividir sua operação sem integralizá-la de forma correta

para a BRF caminhou para uma estrutura de governança relacional, não alinhando os interesses da empresa consolidada com os interesses de cada segmento operacional, o que promoveu uma destruição de valor no longo prazo, impulsionada por um fator exógeno à gestão devido a destabilização dos preços de commodities que pressionaram as margens da companhia.

Conclui-se, portanto, que mesmo a BRF, cujo porte e posição de liderança outrora imbatível, não é imune às drásticas consequências de se buscar crescimento sem respeitar as peculiaridades de cada tipo de governança compatível a um funcionamento corporativo ótimo em um dado setor, principalmente quando esse setor é dependente de fatores exógenos, como preços de commodities.

Sugere-se, portanto, para melhorar o entendimento desse complexo período no setor de frangos, a análise das cadeias globais de valor sobre a ótica da JBS, principal concorrente da BRF, para assim entender como a governança dessa Companhia contribuiu para o seu rápido crescimento e captura significativa da parcela de mercado de sua concorrente.

6. Referência Bibliográfica

1. ARNADE, Carlos; HOFFMAN, Linwood. Determination of the international maize price: What is the growing role of Brazil and Ukraine?. **Agricultural Economics**, v. 50, n. 6, p. 735-747, 2019.
2. ABERDEEN, Trudie. Yin, RK (2009). Case study research: Design and methods . Thousand Oaks, CA: Sage. **The Canadian Journal of Action Research**, v. 14, n. 1, p. 69-71, 2013.
3. BAUTZER, Tatiane. Tempestade na fábrica. **Revista Capa Negócios**, 2014
4. DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. John Wiley & Sons, 2016.
5. DONOHUE, M.; CUNNINGHAM, D. L. Effects of grain and oilseed prices on the costs of US poultry production. **Journal of Applied Poultry Research**, v. 18, n. 2, p. 325-337, 2009.
6. ETIENNE, Xiaoli L.; IRWIN, Scott H.; GARCIA, Philip. Speculation and corn prices. **Applied Economics**, v. 50, n. 44, p. 4724-4744, 2018.
7. **FREE TO CHOOSE**. Direção: Gram Massey , Produção: Michael Latham, 1980. 1 DVD.
8. GEREFFI, Gary; FERNANDEZ-STARK, Karina. Global value chain analysis: a primer. **Center on Globalization, Governance & Competitiveness (CGGC), Duke University, North Carolina, USA**, 2011.
9. GEREFFI, Gary; HUMPHREY, John; STURGEON, Timothy. The governance of global value chains. **Review of international political economy**, v. 12, n. 1, p. 78-104, 2005.
10. MCPHAIL, Lihong Lu; DU, Xiaodong; MUHAMMAD, Andrew. **Disentangling corn price volatility: The role of global demand, speculation, and energy**. **Journal of agricultural and applied economics**, v. 44, n. 1379-2016-113666, p. 401-410, 2012.
11. MENDES, Luiz Henrique; VALENTI, Graziella. BRF enfrenta o desafio de se tornar BRF. **Valor Econômico**, 2019
12. TADASSE, Getaw et al. Drivers and triggers of international food price spikes and volatility. In: **Food price volatility and its implications for food security and policy**. Springer, Cham, 2016. p. 59-82