

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Departamento de Economia

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“O Impacto da Capitalização da Petrobras sobre os Acionistas
Minoritários”

Pedro Da Nóbrega De Biase

Matrícula nº. 1011226

Orientadora: Marina Figueira de Mello

Tutor: Juliano Junqueira Assunção

Dezembro de 2010



Departamento de Economia

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“O Impacto da Capitalização da Petrobras sobre os Acionistas
Minoritários”

Pedro Da Nóbrega De Biase

Matrícula nº. 1011226

Orientadora: Marina Figueira de Mello

Tutor: Juliano Junqueira Assunção

Dezembro de 2010

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Resumo

O trabalho abordará o impacto da capitalização da Petrobras com a finalidade de investimento sobre os acionistas minoritários. Como o governo é o controlador, o foco será mostrar a finalidade do investimento e que impacto terá sobre os interesses dos acionistas minoritários.

O resultado que o trabalho espera inferir é se o plano de capitalização da Petrobras será benéfico ao acionista minoritário e buscar entender se o caráter estatal, mais focado no bem-estar social da população, será predominante ao interesse dos minoritários. Além disso, buscaremos mostrar se com o eventual aumento da participação do governo na participação acionária da empresa, a mesma continuará sendo considerada um investimento interessante para os atuais acionistas e potenciais novos acionistas.

Palavras-chave

Capitalização da Petrobras; Petrobras; Problema de Agência.

Dedico este trabalho a minha família, formadora de minha educação e caráter, sendo grande incentivadora ao longo do curso. Em especial, agradeço meu pai pela compreensão, incentivo e, principalmente, por nunca ter deixado de acreditar na minha formação. Minha mãe por ser um grande exemplo e agente principal na minha educação e formação. Minha namorada por todo carinho e aprendizado, a quem considero ter sido responsável pela minha mudança de atitude e alvo de incentivo na faculdade. A professora Marina de Mello pela atenção e o grande aprendizado.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
1. PROPRIEDADE E INCENTIVO:.....	8
1.1. TEORIA DO AGENTE-PRINCIPAL:	8
1.2. MONITORAMENTO POR PARTE DO ACIONISTA:	8
1.3. EMPRESA PRIVADA:.....	10
1.4. EMPRESA ESTATAL:.....	11
1.5. TEORIA DO INTERESSE PÚBLICO:	12
1.6. INCENTIVOS DO GOVERNO:.....	12
1.7. MODELO DO AGENTE-PRINCIPAL:	13
1.8. CONCLUSÃO:	14
2. PROCESSO DE CAPITALIZAÇÃO DA PETROBRAS	16
2.1. A PETROBRAS:.....	16
2.1.1. História:	16
2.1.2. Áreas de Atuação:	20
2.2. NECESSIDADE DE CAPITALIZAÇÃO:	22
2.2.1. Classificação de Risco:	23
2.2.2. Geração de caixa versus investimento:	25
2.2.3. Plano de investimentos:	27
2.3. O MODELO DE CAPITALIZAÇÃO:	32
2.3.1. Cessão Onerosa:.....	32
2.3.2. Características da Capitalização:.....	33
2.3.3. Manobra Fiscal:	39
2.4. AVALIAÇÃO DA CAPITALIZAÇÃO:.....	39
3. CONCLUSÃO:	42
4. BIBLIOGRAFIA PRINCIPAL:.....	43

GRÁFICOS E TABELAS

FIGURA 1: MAPA COM ÁREAS DE ATUAÇÃO	21
FIGURA 2: ESCALA DAS CLASSIFICAÇÕES RISCO ELABORADO PELAS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO.....	24
FIGURA 3: AVALIAÇÕES DA PETROBRAS FEITA PELAS AGÊNCIAS DE RISCO	24
FIGURA 4: VOLUME FINANCEIRO MÉDIO DO IBOVESPA E EVOLUÇÃO EM PONTOS ...	25
FIGURA 5: GRÁFICO DE LAJIDA CONTRA INVESTIMENTOS	26
FIGURA 6: GRÁFICO DE ENDIVIDAMENTO.....	26
FIGURA 7: SEGMENTO DE NEGÓCIOS DA PETROBRAS PARA O PERÍODO DE 2010-2014	28
FIGURA 8: DETALHAMENTO DO SETOR DE EXPLORAÇÃO E PRODUÇÃO DA PETROBRÁS PARA O PERÍODO DE 2010-2014	29
FIGURA 9: DETALHAMENTO DO SETOR DE REFINO, TRANSPORTE E COMERCIALIZAÇÃO – PETROBRÁS 2010-2014	30
FIGURA 10: DETALHAMENTO DO SETOR DE GÁS E ENERGIA DA PETROBRAS	31
FIGURA 11: CRONOGRAMA DA OFERTA GLOBAL DE AÇÕES	34
FIGURA 12: COMPOSIÇÃO DA OFERTA GLOBAL DE AÇÕES DA PETROBRAS EM 2010 ..	36
FIGURA 13: COMPOSIÇÃO DOS PARTICIPANTES DA OFERTA GLOBAL DE AÇÕES DA PETROBRAS 2010.....	37
FIGURA 14: COMPOSIÇÃO DO GOVERNO NA OFERTA GLOBAL DE AÇÕES	37
FIGURA 15: COMPOSIÇÃO DETALHADA DA OFERTA GLOBAL DE AÇÕES DA PETROBRAS EM 2010	38

Introdução

A PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. (doravante chamada de Petrobras), criada em 1953, hoje uma das cinco maiores companhias petrolíferas de capital aberto do mundo, fez um aumento de capital em 2010 para colocar em prática um ambicioso plano de investimento. Como o governo é o controlador da empresa, esta monografia pretende mostrar a finalidade do investimento e os possíveis impactos que esse investimento terá sobre os interesses dos acionistas minoritários.

De forma a apoiar a tese, será apresentado o cenário atual da empresa, mostrando sua situação contábil e econômica, e o plano de investimento para os projetos da Petrobras. Será também aprofundado como se deu a capitalização, o caráter estatal da empresa e suas conseqüências, o novo marco-regulatório do Pré-Sal, o modelo de cessão onerosa e o potencial de crescimento da empresa com esses novos investimentos.

No capítulo 1, serão apresentados os modelos de gestão de uma empresa privada e de estatais, mostrando a teoria do Agente-Principal, as características de cada modelo, como os participantes lidam com os incentivos para alinhar seus interesses e os serviços que o mercado presta para ajudar a disciplinar os interesses do agente e do principal.

O capítulo 2 apresenta a empresa Petrobras e sua história a necessidade da capitalização, relacionando seus projetos de investimento, a descrição de como se deu o processo de capitalização e uma avaliação da operação.

Finalmente, no capítulo 3 os resultados dos conceitos anteriormente explicados são confrontados com os desdobramentos da capitalização da Petrobras, trazendo conclusões sobre os resultados da capitalização e o impacto para seus acionistas minoritários.

1. Propriedade e Incentivo:

O estudo sobre propriedade e incentivos é de grande relevância empírica, pois trata de assuntos que moldam a cultura de uma empresa, determinando de que forma ela atuará no mercado. A relação entre o administrador (Agente) e os acionistas (Principal) resulta na busca de incentivos para que os interesses do Principal sejam atendidos. Dessa forma, passa a existir o problema de agência, onde a dificuldade de se determinar os incentivos encontra-se em dois fatores: (i) os objetivos do Principal e do Agente serão divergentes; (ii) as informações disponíveis para o Principal e para o Agente serão diferentes.

É importante também observar as diferentes características de uma empresa privada e de uma empresa estatal. A primeira tende a aumentar sua eficiência interna com o risco de piorar a eficiência alocativa, a não ser que exista um rigoroso sistema regulatório. Já a empresa estatal busca resolver os problemas de ineficiência, já que seu foco é o bem-estar social, mas possui uma longa cadeia de agentes que dificulta o alinhamento de interesses.

1.1. Teoria do Agente-Principal:

A descrição geral do problema de agência é a diferença de interesses entre o Principal e o Agente. O Principal deseja que o Agente atue em seu benefício, mas não dispõe de toda informação sobre as circunstâncias e comportamento do Agente. Sendo assim, existe um problema de monitoramento. O Agente, por sua vez, deseja trabalhar pouco e receber muito. É preciso, então, levar em consideração duas restrições para se estabelecer um esquema ótimo de incentivo: o Agente se comportará com interesses próprios baseados no esquema de incentivos feito pelo Principal; e o esquema de incentivo precisa ser atrativo o suficiente para que o Agente queira participar na empresa com o Principal.

1.2. Monitoramento por parte do Acionista:

Os acionistas buscam maximizar o retorno financeiro de suas ações. Porém, as incertezas diferentes sobre a empresa ou o andamento do mercado, tributação diferenciada e assimetria de informação, fazem com que os interesses de diferentes

acionistas não sejam coincidentes. Mesmo que cada acionista procure maximizar seu retorno, é improvável que exista unanimidade sobre o modo de conduzir a empresa.

Quando as ações de uma empresa são divididas entre muitos acionistas, a atividade de especificar e executar os contratos com o Agente gera benefícios para todos esses acionistas. Caso um acionista exerça essa função, ele terá todo o custo dessa atividade e receberá somente uma fração do ganho total. Portanto, se uma empresa tiver suas ações muito diluídas no mercado, é de se esperar que os Agentes busquem seus próprios objetivos, implicando em um problema de sub-monitoramento.

Outro efeito atribuído à diluição das ações sobre o monitoramento da administração é o custo da informação, isto é, como resultado da economia de escala na aquisição de informação, o benefício-custo de fornecer informação para um acionista é maior do que para diversos acionistas, fazendo com que, nessas condições, o monitoramento das atividades ficasse concentrado em um único acionista, implicando em um monopólio natural o monitoramento dos Agentes.

Mesmo com os problemas associados à diluição acionária, a hipótese de maximização de lucros continua a desempenhar posição dominante na teoria sobre o comportamento das empresas. À isto podemos atribuir fatores como: (i) a preocupação em evitar a subvalorização de suas ações para não ser alvo de compra por outra empresa ou acionista; (ii) o monitoramento de suas atividades ser feito por diretores nomeados pelos acionistas; (iii) a diluição de suas ações em um grupo ou família com interesses bem definidos; (iv) o impacto no preço da ação resultante do movimento dos fundos de pensão e de investimentos que, por serem detentores de grandes portfólios de ações, podem resultar na queda do ativo sendo um indício para que outros investidores vendam suas ações, impactando ainda mais o preço da mesma; (v) e ainda a existência de remunerações maiores no topo da hierarquia da empresa fazendo com que os executivos aumentem a competição em busca de reconhecimento, o que está associado ao desempenho da empresa.

Portanto, como a teoria do Agente-Principal tem diversas sutilezas, é prematuro concluir que os modelos de comportamento de empresas, que contêm uma ou outra variante da hipótese de maximização dos lucros, devam ser abandonados quando a participação acionária estiver diluída. No entanto, acreditar que os Agentes sempre atuarão no melhor dos interesses do Principal também é inaceitável. O mais indicado é uma abordagem mais específica para o caso do problema de incentivos que permita um

maior detalhamento de alguns dos vários fatores que são relevantes na relação entre o Agente e o Principal.

1.3. Empresa Privada:

Análises econômicas sobre o comportamento de empresas privadas, freqüentemente, pressupõem que os tomadores de decisão optam por maximizar lucro: Empresa Privada = Max. Lucro (excedente do produtor). Entretanto, enquanto a empresa privada conduz o administrador a valorizar o lucro, as mudanças envolvidas no processo são muito mais complexas e envolvem a estrutura da empresa como um todo.

As decisões das empresas privadas serão tomadas por administradores profissionais, cuja remuneração não é exclusivamente dependente do lucro. Em um modelo simples, pode-se assumir que a utilidade do administrador é uma função crescente do nível de renda e decrescente do esforço realizado, podendo ainda ser incluídas outras variáveis relevantes como, por exemplo, a taxa de crescimento da empresa e as receitas de vendas, caso haja interesse em capturar um maior detalhamento do incentivo desejado.

Uma empresa de capital aberto tem, tipicamente, diversos acionistas que possuem pequenas frações do total das ações negociadas no mercado. Como essas ações são facilmente negociadas, implicam em mudanças significativas na quantidade e distribuição de acionistas (Principal) da empresa ao longo do tempo. Portanto, para assegurar que seus objetivos sejam alcançados pelos Agentes, a empresa será observada por três grupos de participantes do mercado:

- (i) Os acionistas da firma, que buscarão a valorização do preço da ação fazendo acordos contratuais para que os administradores maximizem seus lucros;
- (ii) Outros investidores ou seus Agentes, que poderiam comprar as ações da firma com o objetivo de assumir o controle da empresa para alterar acordos contratuais existentes;
- (iii) Os credores da firma que poderiam buscar mudanças administrativas caso se sintam ameaçados por algum evento ou por risco de falência.

A observação da empresa pelos participantes do mercado financeiro gera uma externalidade positiva e gratuita ao acionista, que é de grande valor no

acompanhamento da gestão das empresas. Como, numa empresa de capital aberto, o preço das ações é determinado pela oferta e demanda por suas ações no mercado de capitais, é de se esperar que problemas na administração da companhia diminuam a demanda por suas ações, levando à uma queda de preços e, conseqüentemente à diminuição do valor da empresa.

1.4. Empresa Estatal:

Para empresas de propriedade pública, a tarefa de monitorar o desempenho administrativo é confiada ao governo. As empresas estatais não dispõem da mesma clareza de objetivos que as empresas privadas, visto que usualmente objetivos sociais são sobrepostos aos objetivos comerciais ou de rentabilidade da empresa, o que pode justificar uma suposta ineficiência atribuída a esse modelo. Dessa forma, visto que o objetivo principal dessas empresas não é, em princípio, a maximização do lucro ou a minimização do custo, os mecanismos de incentivo e monitoramento do agente também não estariam direcionados para esse fim.

Comparada com a empresa privada, podemos dizer que empresas estatais terão preços menores, praticarão menos discriminação de preços, terão lucros menores e suas diferenças mais evidentes na relação entre Agente e Principal surgem em diversos aspectos, tais como: (i) o Principal não busca maximizar os lucros, e sim o bem-estar social; (ii) as ações ordinárias do governo (controlador) não são negociadas no mercado, portanto, não existe espaço para um novo controle corporativo; (iii) não existe risco de falência, uma vez que o garantidor é o tesouro nacional;

A cadeia de agente-principal é mais longa em empresas estatais do que em empresas privadas, ou seja, existem mais níveis de relacionamento entre Principal e Agente, fazendo com que este último tenha uma menor exposição das suas ações, o que possibilita o aumento da corrupção nesse sistema. Além disso, mesmo na ausência de corrupção, o Agente pode seguir sua própria interpretação de interesse público, levando a uma distorção do bem-estar social buscado pelo Principal. O uso de indicadores como preço e produção, por exemplo, ajudam na supervisão do Agente e servem como parâmetro de desempenho para o Principal.

1.5. Teoria do Interesse Público:

Teorias do interesse público se baseiam no pressuposto que o governo busca maximizar o bem-estar social: Empresa Estatal = Max. Bem-estar (Σ excedente do produtor + excedente do consumidor). Essa teoria se baseia na idéia que o governo, na qualidade de representante do interesse coletivo, deve atuar no interesse da maioria.

Existem, no entanto, duas razões para que o governo, na prática, possa querer atribuir pesos diferentes ao excedente do consumidor e do produtor na defesa do interesse público. A primeira decorre dos objetivos distributivos, isto é, uma empresa privada que possua acionistas mais ricos que a média dos contribuintes poderia fazer com que o governo, preocupado com a redistribuição de recursos, diminuísse a transferência de recursos para os acionistas. O segundo motivo para que o governo não seja indiferente em transferir recursos para a empresa viria do custo de levantar fundos públicos, uma vez que, ao emprestar dinheiro, o governo está realocando recursos do orçamento destinados a outro setor da economia, impactando negativamente o bem-estar social.

Em um modelo de maximização do bem-estar social, supondo que monitorar a administração de ambos os modelos (privada e estatal) seja igualmente eficiente, fica evidente que o modelo de empresa estatal tem vantagens sobre a alternativa privada. Em particular, propicia ao governo instrumentos de política adicionais para corrigir eventuais desvios entre os retornos sociais e privados que resultem em falhas de mercados de bens e fatores.

A perda de alguns instrumentos de controle (falência, aquisição e crédito) resultantes da estrutura de modelo de empresas estatais, não torna o controle ineficiente. No entanto, a estrutura de controle de empresas privadas tem um método mais eficiente, porém focado na maximização do lucro enquanto a empresa estatal busca a maximização do bem-estar social.

1.6. Incentivos do Governo:

A idéia de que o interesse público é representado por uma função bem definida de maximização por parte do governo é conceitual. Na prática, a suposição de que o governo não seja bem definido na defesa do interesse público se dá pelo fato de dois grupos distintos estarem envolvidos em monitorar essas atividades: políticos e

funcionários públicos. A hierarquia se completa com o acompanhamento desse grupo feito pelo público em geral. Fica clara a existência de uma longa cadeia de problemas de agência, dificultando a representação do interesse do Principal.

O político toma decisões a fim de maximizar a probabilidade de obter sucesso eleitoral. Isso afeta a conduta dos funcionários públicos e de cargos públicos que, por serem indicados ou terem sua remuneração controlada pelos políticos, tomam suas decisões com o intuito de satisfazer o interesse público. Além disso, os políticos buscam alcançar eficiência econômica em empresas estatais, já que tem um efeito positivo na perspectiva eleitoral. As conseqüências, no entanto, dependerão do nível de informação dos eleitores, já que o problema de assimetria de informação é considerável entre esses grupos.

A relação dos eleitores com seus representantes eleitos é muito distante (ou inexistente) e custosa de controlar. O custo de monitorar as ações governamentais e atuar na defesa do interesse público é muito alto ou ineficaz, já que é preciso se mobilizar em grupos numerosos e ter visibilidade para ser atendido e ouvido.

Com essa hipótese, fica claro que o comportamento de empresas estatais será feito em prol dos interesses eleitorais. No entanto, esse argumento depende do nível de informação dos eleitores, já que as conseqüências das decisões podem causar altos custos políticos. Além disso, os custos e benefícios dessas decisões políticas não são observados por toda a população, o que pode indicar que os políticos, responsáveis pelas decisões da empresa, podem atuar com objetivos divergentes do interesse público.

1.7. Modelo do Agente-Principal¹:

- Empresa Privada:

Como foi dito, é possível afirmar que uma empresa privada tende a melhorar a eficiência interna sob o risco de piorar a eficiência alocativa, caso o mercado não seja competitivo e não tenha um órgão regulador eficiente. Para examinar o processo, considerando que existe um custo de oportunidade entre esses fatores, será considerado uma empresa monopolista que maximiza a seguinte função:

$$A(q,x) = \Pi(q,x) - (a - 1)x$$

$$A(q,x) = [p - c(x)]q - ax,$$

¹ Vickers & Yarrow, 1998 – Privatization: An Economic Analysis

Onde: q é produção, x é despesas com atividades de redução de custo, p é preço, $c(x)$ é custo unitário e a mede o custo do esforço do Agente em relação ao benefício que lhe traz maior lucro. Caso $a = 1$, pode-se afirmar que ele possui todo incentivo para se esforçar. Como, em geral, os incentivos são imperfeitos, considera-se $a > 1$.

- Empresa Estatal:

Para empresa estatal, maximiza-se a seguinte função:

$$B(q,x) = S(q,x) + \Pi(q,x) - (b - 1)x$$

$$B(q,x) = V(q) - cq - bx,$$

Onde: $V(q)$ é a utilidade do consumidor da produção q . Para simplificar, nesse caso foi considerado que o excedente do consumidor e do produtor tem pesos iguais na função objetiva política. O parâmetro b mede o custo do esforço do Agente em relação ao benefício que lhe traz maior bem-estar social. Como, em geral, os incentivos são imperfeitos, considera-se $b > 1$. Se ambos os sistemas fossem igualmente eficientes no monitoramento dos Agentes, teríamos $a = b$. No entanto, como os incentivos são chaves em empresas privadas, assume-se que $a < b$.

O resultado do custo de oportunidade é claro. Empresas estatais escolhem maximizar a utilidade do consumidor dado o custo, enquanto empresas privadas buscam a maximização do lucro. Com isso, a eficiência alocativa de empresas estatais é melhor do que de empresas privadas. No entanto, assumindo que $a < b$, para uma dada produção, as empresas privadas terão melhor eficiência interna. O balanço geral de vantagens dependerá da relativa magnitude desses dois efeitos.

1.8. Conclusão:

Ao analisarmos os dois modelos de gestão, pode-se concluir que as empresas privadas possuem uma estrutura de gestão e busca de objetivos mais bem definida, fazendo com que os interesses do Principal e incentivo dos Agentes sejam mais claros e objetivos.

Dado o problema de incentivo e de assimetria de informação de empresas estatais, fica clara a dificuldade de monitoramento desse sistema. No entanto, o ganho de bem-estar associado a essas empresas não é bom para a sociedade, que precisa de um vigoroso e independente sistema de regulação.

Essa diferença comportamental é gerada por dois fatores. Primeiro, a renda e estabilidade no emprego são feitas pelo aumento do lucro na empresa privada, enquanto

na empresa estatal é feita pelo aumento de apoio político. Essa diferença resulta em preço baixo e maior ineficiência, já que os funcionários públicos terão pouco incentivo a serem mais eficientes. O segundo fator é que o administrador privado é disciplinado pela força do mercado, ao contrário do administrador público que possui maior discricção.

Portanto, ao analisar o modelo da empresa, é preciso levar em consideração os incentivos dos Agentes e os órgãos reguladores atuantes no mercado.

2. Processo de Capitalização da Petrobras

A capitalização (ou aumento de capital) é um processo comum entre as companhias de capital aberto que por algum motivo precisam de mais recursos. Uma alternativa à capitalização, por exemplo, seria o endividamento junto ao sistema bancário, e, em alguns casos, a empresa pode não achar conveniente aumentar seu nível de dívida. No caso da capitalização, a empresa coloca novas ações à venda no mercado e o capital arrecadado com a venda desses papéis dá fôlego para novos investimentos.

2.1. A Petrobras:

A Petrobras é uma sociedade anônima de capital aberto cujo acionista majoritário é o Governo do Brasil. Atua como uma empresa de energia nos seguintes setores: exploração e produção, refino, comercialização e transporte de óleo e gás natural, petroquímica, distribuição de derivados, energia elétrica, biocombustíveis e outras fontes renováveis de energia.

Líder do setor petrolífero brasileiro, a Petrobras é *a quarta maior empresa de energia do mundo, em valor de mercado*², e a maior detentora de blocos exploratórios no Brasil, de acordo com dados da Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP, com 225 concessões em 31 de dezembro de 2009.

2.1.1. História:

A Petrobras foi criada em 3 de outubro de 1953, pelo então presidente Getúlio Vargas, com o objetivo de executar atividades petrolíferas no país em nome da União. Sua criação foi resultado da campanha popular que começou com o lema: “*O Petróleo é nosso*”³ e sua instalação foi concluída em 1954, ao herdar do Conselho Nacional de Petróleo duas refinarias. Em 10 de maio do mesmo ano, a empresa começou a operar, com uma produção de 2.663 barris, equivalente a 1,7% do consumo nacional da época.

² Patrimônio Líquido de US\$199,2 bilhões em 31 de dezembro de 2009, de acordo com a consultoria PFC Energy fonte: relatório? Ou www.

³ "O petróleo é nosso!" é uma frase que se tornou famosa ao ser pronunciada, por ocasião da descoberta de reservas de petróleo na Bahia, pelo então presidente da república Getúlio Vargas e que, mais adiante, se tornou lema da Campanha do Petróleo.

Naquele ano, o petróleo e seus derivados representavam 54% do consumo de energia no país.

Em 1961 a Petrobras deu início a exploração marítima de petróleo com a procura na *plataforma continental*⁴, em uma faixa que vai do Espírito Santo ao Maranhão. Também se deu neste mesmo ano a inauguração do primeiro posto de abastecimento da Petrobras, em Brasília.

Em 1967 deu-se o início nos investimentos na área química, com a finalidade de coordenar a ação dos setores estatal e privado na implantação da indústria petroquímica no país.

O ano de 1968 foi marcado pela primeira descoberta de petróleo no mar de Sergipe, no Campo de Guaricema, a 80 metros de profundidade, comprovando a existência de petróleo na plataforma continental. Ainda em 1968, entrou em operação a primeira plataforma de perfuração de petróleo construída no Brasil (nomeada como P-1). Numa época de petróleo importado a baixo custo - cerca de US\$ 3 por barril -, investir no desenvolvimento de Guaricema foi uma decisão estratégica da Petrobras, pois era necessário que os técnicos brasileiros aprendessem a trabalhar no mar. Nessa época iniciou-se à tradição de batizar com nomes de animais aquáticos as descobertas em alto-mar.

Em 1973, os membros da Organização dos Países Produtores de Petróleo (OPEP) elevaram substancialmente os preços internacionais do petróleo, provocando o chamado Primeiro Choque do Petróleo. Com isso, o mercado tornou-se conturbado e marcado por incertezas, tanto em relação aos preços, como também em relação à garantia do suprimento. Para superar as dificuldades, o governo adotou algumas medidas econômicas, como a criação do Programa Nacional do Álcool, com o objetivo de incentivar o uso do álcool carburante como combustível automotivo, diminuindo a pressão sobre a oferta de petróleo no mercado interno. Investimentos em exploração no mar e produção foram intensificados, ocasionando aumento da produção do petróleo nacional, que passou a ocupar espaço cada vez maior no abastecimento das refinarias diminuindo, assim, a dependência do país do mercado externo.

Em 1974, foi descoberta a *Bacia de Campos*⁵. A partir de então, ela se tornou a maior província petrolífera do Brasil, responsável por mais de 80% da produção

⁴ Plataforma continental é a porção dos fundos marinhos pouco profundos - até 200m - localizada nas margens de um continente.

⁵ Situa-se na costa norte do estado do Rio de Janeiro, estendendo-se até o sul de Espírito Santo. Possui aproximadamente 100 mil quilômetros quadrados

nacional de petróleo. A exploração comercial iniciou em 1977, com o campo de Enchova, com uma produção de 10 mil barris por dia em uma plataforma flutuante. Nos anos seguintes, sucessivas descobertas deslocaram as atenções e os investimentos para a Bacia de Campos.

O período de 1968 a 1974 foi marcado pela expansão do setor público, com o aumento de empresas estatais. A expansão, motivada pelas elevadas taxas de crescimento econômico, provocou reformas administrativas no governo, aumento da demanda por infraestrutura, diversificação e expansão das empresas estatais, como a Petrobras. Para suprir as necessidades da cadeia produtiva da Petrobras, foram criadas, em parcerias com o setor privado, diversas subsidiárias nas áreas de Refino e Distribuição, sempre mantendo o governo como controlador. No Primeiro Choque do Petróleo, em 1973, a empresa não ajustou o preço para o mercado interno, implicando em grande prejuízo, já que o governo tinha interesse em deixar o setor aquecido e manter seu plano de investimentos. No entanto, as pressões políticas oriundas dessas perdas financeiras, fizeram com que a rápida expansão do setor público-privado praticamente acabasse em 1975, com efetivas restrições na importação e investimento.

Nesse sentido, a Petrobras pode ser dividida em dois períodos: antes e depois de 1973. No primeiro período, os investimentos, sem desconsiderar a exploração e produção, eram mais concentrados na área de Refino, Distribuição e complexos petroquímicos para atender a demanda interna. Após 1973, a alta no preço dos barris de petróleo fez com que a empresa investisse mais em exploração e produção.

Em 1979, aconteceu o Segundo Choque do Petróleo que chegou a ter um aumento de 1.000% no preço do barril, sendo negociado a US\$80,00. O governo, no entanto, manteve sua política de não repassar o ajuste do preço de petróleo para o mercado interno, incorrendo em prejuízos cada vez maiores e tornando essa situação insustentável para os cofres públicos. A Petrobras era uma empresa ineficiente e deficitária. Dessa forma, gerou-se um aperto monetário ainda maior diminuindo o acesso ao crédito do setor privado, fazendo com que as políticas econômicas ficassem ainda mais restritivas. O Brasil aumentou consideravelmente sua dívida externa acompanhada por um excesso das importações sobre exportações.

Com a ruptura do mercado de crédito internacional em 1982, originado na moratória declarada pelo México em 1981, fez com que a prática de subsídio adotada pelo governo na Petrobras praticamente “quebrasse” o país, que se encontrava com uma enorme dívida e dificuldade de conseguir empréstimos. Dessa maneira, o Brasil entrou

em um período de hiperinflação e a década de 80 ficou conhecida como a década perdida.

Em novembro de 1984, a descoberta do Campo de Albacora, na Bacia de Campos, provou a existência de campos gigantes a grandes profundidades no Brasil, em áreas nunca antes exploradas. Pouco tempo depois, também na Bacia de Campos, foi descoberto o campo de Marlim. Nesse ano, o país já produzia metade do petróleo que consumia. Ainda que situado em lâminas d'água jamais exploradas, pelo volume de reservas, o novo campo aumentava as possibilidades de o país atingir a autossuficiência e expandia os horizontes exploratórios em toda a plataforma continental.

Até 1986, a empresa comprava tecnologia. Porém, quando se viu diante da necessidade de produzir petróleo a 400 metros de profundidade para aumentar as reservas do país, decidiu investir no desenvolvimento de novas tecnologias. Foi criado, então, o Procap - Programa de Capacitação Tecnológica em Águas Profundas, um projeto extremamente ambicioso. Na época, a Petrobras explorava petróleo na faixa dos 150 metros de profundidade e já tinha planos para chegar aos 1.000 metros. Atualmente, a empresa é líder mundial nessa área.

Em 1997 chegou ao fim o monopólio estatal do petróleo, por meio da Emenda Constitucional nº 9, de 9 de novembro, sancionada pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso. Depois de exercer por mais de 40 anos, em regime de monopólio, o trabalho de exploração, produção, refino e transporte do petróleo no Brasil, a Petrobras passaria a competir com outras empresas estrangeiras e nacionais. No mesmo ano, foram criadas a Agência Nacional do Petróleo (ANP), responsável pela regulação, fiscalização e contratação das atividades do setor e o Conselho Nacional de Política Energética, órgão encarregado de formular a política pública de energia.

Com a crise do "apagão energético", em 2001, a Petrobras comprou participações em diversas termelétricas, que transformam o gás em energia elétrica, como uma estratégia para diversificação e ampliação da matriz energética brasileira. A termelétrica da Fábrica de Fertilizantes Nitrogenados (Fafen), na Bahia, foi a primeira usina com participação da Petrobras a entrar em operação.

Em 2003, coincidindo com a comemoração dos seus 50 anos, a Petrobras dobrou a sua produção diária de óleo e gás natural ultrapassando a marca de 2 milhões de barris, no Brasil e no exterior. Em 2006, a Petrobras alcançou a autossuficiência sustentável do Brasil na produção de petróleo e gás, com a entrada em operação das

plataformas P-34 e P-50. Com produção média diária de 1,9 milhão de barris por dia, o país passou a exportar mais petróleo e derivados do que importar.

No ano de 2007, foi anunciada a descoberta da área de Tupi, na Bacia de Santos, com grande concentração de petróleo e gás em seções de pré-sal. A Bacia de Santos estende-se desde o litoral sul do estado do Rio de Janeiro até o norte do estado de Santa Catarina, abrangendo uma área de cerca de 352 mil quilômetros quadrados. Nesta bacia localizam-se campos petrolíferos em produção e grandes reservas por serem exploradas. Essas importantes acumulações de petróleo e gás natural em águas profundas se formaram antes da espessa camada de sal existente na formação geológica do leito dos oceanos, sendo este o motivo por serem conhecidas como a camada Pré-Sal. O óleo encontrado na camada pré-sal mostrou-se, até agora, mais leve do que o óleo já produzido pela Petrobras, o que pode modificar o perfil de importação do país, diminuindo a importação de óleo leve e aumentando a exportação de óleo pesado. Além disso, a quantidade de petróleo encontrada é tão significativa que pode colocar a Petrobras e o Brasil num novo cenário da indústria mundial do setor.

Em um projeto em conjunto com o Grupo Ultra e o BNDES, a Petrobras desenvolveu, em 2007, um estudo para implantação do Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro – Comperj –, em Itaboraí (RJ). Tal projeto tem como principal objetivo aumentar a produção nacional de produtos petroquímicos.

Em 1º de maio de 2009, deu-se início a produção de petróleo na área de Tupi. As operações comerciais no Campo de Tupi foram anunciadas no dia 28 de outubro de 2010, 2 dias antes das eleições presidenciais.

2.1.2. Áreas de Atuação:

A Petrobras, por ser uma empresa integrada de energia, atua em diversos setores. Opera com as plataformas na busca de óleo e gás nas profundezas do oceano, e oferece, com as refinarias, produtos variados derivados do petróleo e gás. No mapa abaixo, está a distribuição dessas operações pelo Brasil e um maior detalhamento sobre suas operações:

Figura 1: Mapa com Áreas de Atuação



Fonte: Elaboração própria com dados extraídos de <http://www.petrobras.com.br/pt/quem-somos/principais-operacoes/>

- **Bacias e Plataformas:** As Bacias são grandes áreas de reserva de óleo e gás situadas ao longo do território brasileiro. As Plataformas são grandes estruturas usadas para abrigar os trabalhadores e as máquinas necessárias para a perfuração de poços para a extração de petróleo e/ou gás natural. O material extraído é levado, de navio, até a costa. De acordo com a finalidade a que se destina e a profundidade da lâmina d'água em que irá atuar, uma plataforma pode ser fixada ao chão do oceano, consistir de uma ilha artificial ou flutuar.
- **Refinarias:** são responsáveis pela realização do processo químico de limpeza e refino do *óleo cru*⁶ extraído dos poços e minas de petróleo. É

⁶ Trata-se do óleo obtido diretamente de plataformas marítimas ou continentais, sem um processamento prévio.

onde são produzidos os diversos derivados de petróleo como, por exemplo, lubrificantes, aguarrás, asfalto, coque, diesel, gasolina, GLP, nafta, querosene, querosene de aviação, fertilizantes.

- Terminais: são grandes terminais de armazenamento de petróleo, gás e seus derivados. São expalhados pelo Brasil para uma melhor distribuição logística.
- Termelétricas: são responsáveis pela geração de energia elétrica a partir da combustão de algum tipo de combustível renovável ou não. No caso da Petrobras, as Termelétricas geram energia a partir da queima de gás ou óleo.
- Biodiesel: trata-se de um tipo de diesel baseado em óleo vegetal. É fabricado a partir de fontes renováveis (girassol, soja, mamona) e, por isso, a Petrobras trabalha incentivando esse cultivo para suprir suas usinas de Biodiesel.
- Gasodutos: são as tubulações usadas para transportar gás. A Petrobras possui uma ampla distribuição pelo Brasil.
- Terminal de Regaseificação: é uma alternativa para o abastecimento de gás natural no Brasil. Com ele é possível importar gás natural liquefeito de outros países. Existem um terminal na Baía de Guanabara, no RJ e outra em Pecém, no CE.

Apesar de não constar no mapa, a Petrobras Distribuidora é líder no setor de postos de abastecimento, sendo a maior distribuidora de derivados do petróleo do país. A empresa tem como objetivo, além da distribuição, do comércio e da industrialização de produtos de petróleo e derivados, atividades de importação e exportação. Com cerca de 7.000 postos de serviços, constitui a maior rede de postos em todo o território nacional. Além do varejo, possui uma carteira com mais de 10 mil grandes clientes entre indústrias, termoelétricas, companhias de aviação e frota de veículos leves e pesados.

2.2. Necessidade de Capitalização:

Como uma das cinco maiores companhias petrolíferas de capital aberto do mundo, a Petrobras sempre teve projetos de investimentos significativos. Esses planos ganharam ainda mais força com a descoberta do Pré-Sal, fazendo com que a necessidade de investimentos até 2014 chegasse a US\$ 224 bilhões, de acordo com

estimativas da própria companhia. Ao mesmo tempo, a empresa brasileira, que já vinha acelerando seus investimentos, está tendo de lidar com uma alta dívida, que chegou a R\$ 118,4 bilhões em junho de 2010. O valor equivale a 34% da *capitalização líquida*⁷, o que está muito próximo do teto estipulado pela empresa de 35%. Sem poder se endividar mais, a empresa optou pela capitalização. O resto do dinheiro poderia vir de empréstimos, se a empresa diminuir seu nível de endividamento, ou até mesmo realizar uma nova capitalização.

2.2.1. Classificação de Risco:

As agências de classificação de risco avaliam as empresas quanto à capacidade de pagamento de suas dívidas. São atribuídas notas de risco com o objetivo de mostrar a capacidade de pagamento de dívidas no prazo estipulado. O mercado usa as notas dessas agências independentes como parâmetro de risco das empresas.

As empresas se preocupam em manter suas notas em patamares elevados porque implica em um custo menor de pegar empréstimos bancários, já que os bancos terão riscos muito baixos nessas operações. Outro ponto de interesse para as empresas são os investidores que adotam as classificações de risco de uma empresa como parâmetro decisório de investimentos. Portanto, as classificações das agências servem como medida de risco para bancos e investidores, sendo de grande relevância para as empresas.

Na figura 2 abaixo está apresentado a escala das classificações de risco das três principais agências que avaliam a Petrobras:

⁷ Capitalização líquida = endividamento LÍQUIDO + patrimônio líquido.

Figura 2: Escala das Classificações Risco elaborado pelas Agências Classificadoras de Risco

Escala de Nota de Risco

Interpretação	Moody's	S&P	Fitch	
Avaliação de grau de investimento:				
Qualidade mais alta	Aaa	AAA	AAA	<div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="margin-bottom: 10px;">■ Superior</div> <div style="margin-top: 10px;">■ Inferior</div> </div>
Qualidade alta	Aa1	AA+	AA+	
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
Alta capacidade de pagamento	A1	A+	A+	
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
Adequada capacidade de pagamento	Baa1	BBB+	BBB+	
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	
Avaliação de grau de especulação:				
Que irão cumprir suas obrigações, porém com incerteza	Ba1	BB+	BB+	
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
Obrigações de alto risco	B1	B+	B+	
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	

Fonte: dados extraídos de <http://www.petrobras.com.br/ri/>

Na figura 3 podemos ver a classificação atual que a Petrobras possui de algumas dessas agências:

Figura 3: Avaliações da Petrobras feita pelas Agências de Risco

Agências de Notas de Risco	Última Revisão	Global Moeda Local *	Global Moeda Estrangeira **	Nacional Moeda Local ***	Panorama
Moody's	18/6/2009	A3	Baa1	Aaa	estável
Standard & Poor's	26/6/2009	BBB-	BBB-	Aaa	estável
Fitch	18/6/2009	BBB	BBB	AAA	estável

* Escala internacional que representa a capacidade de pagamento das dívidas denominadas em moeda local.

** Escala internacional que representa a capacidade de pagamento das dívidas denominadas em moeda estrangeira.

*** Escala nacional que representa a capacidade de pagamento das dívidas denominadas em moeda local.

Fonte: dados extraídos de <http://www.petrobras.com.br/ri/>

No balanço referente ao 3º trimestre de 2010, o Conselho de Administração da Petrobras decidiu que o índice de endividamento – *endividamento líquido*⁸ / capitalização líquida – não poderia ser superior a 35% para que não houvesse o risco de perda do grau de investimento dado pelas agências classificadoras de risco. As próprias

⁸ Endividamento líquido = endividamento total ou bruto – caixa e disponibilidades.

agências argumentam que esse número não implicaria na perda da classificação. No entanto, o Conselho de Administração argumentou que qualquer nível de endividamento maior do que 35% implicaria em aumentar o risco de rebaixamento de sua nota pelas agências, além de uma exposição elevada por parte da empresa.

A preocupação acerca do grau de investimentos se reflete em dois aspectos relevantes para a Petrobras. Primeiro, porque o rebaixamento para o nível de avaliação de grau de especulação resulta em um custo maior em pegar empréstimos bancários, já que os bancos teriam um risco maior de não pagamento nessa operação. O segundo motivo são os fundos institucionais e previdenciários, detentores de grandes portfólios, que usam as notas de risco como premissa de investimentos, e uma possível perda desse rótulo fariam com que esses fundos vendessem suas ações, impactando em uma queda no valor de mercado da empresa.

2.2.2. Geração de caixa versus investimento:

Para entender a dinâmica de endividamento da Petrobras e como se chegou a esse nível de endividamento, será feito um estudo sobre a geração de caixa e os investimentos da empresa ao longo dos anos, com base nos balanços divulgados pela empresa.

Na tabela e no gráfico abaixo (Figuras 4 e 5) são feitas uma comparação do *LAJIDA*⁹ com os investimentos desde o início de 2006. Os números são semestrais.

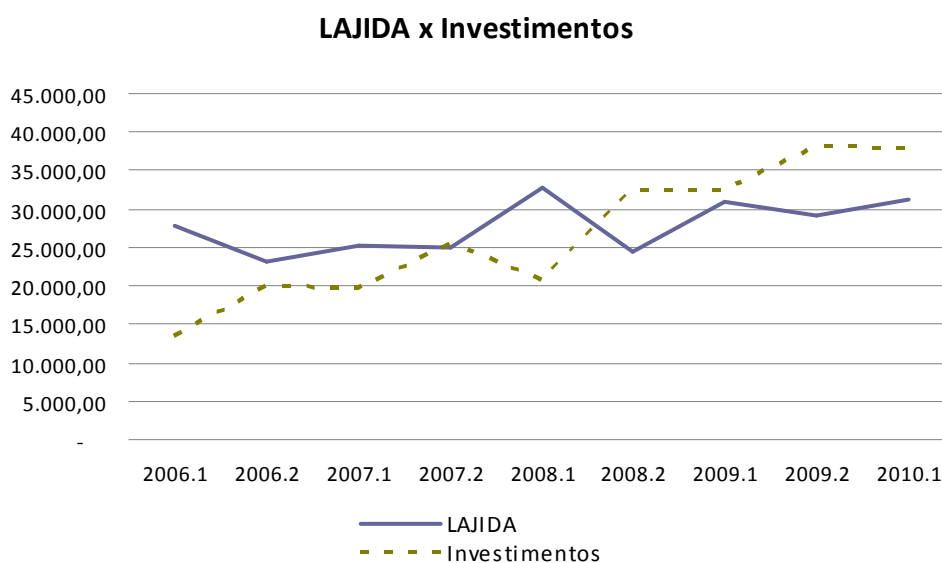
Figura 4: Volume financeiro médio do Ibovespa e evolução em pontos

	2006.1	2006.2	2007.1	2007.2	2008.1	2008.2	2009.1	2009.2	2010.1
LAJIDA	27.727,00	23.137,00	25.183,00	25.092,00	32.814,00	24.356,00	30.936,00	29.008,00	31.103,00
Investimentos	13.644,00	20.042,00	19.795,00	25.490,00	20.899,00	32.450,00	32.500,00	38.257,00	38.101,00

* em R\$ milhões

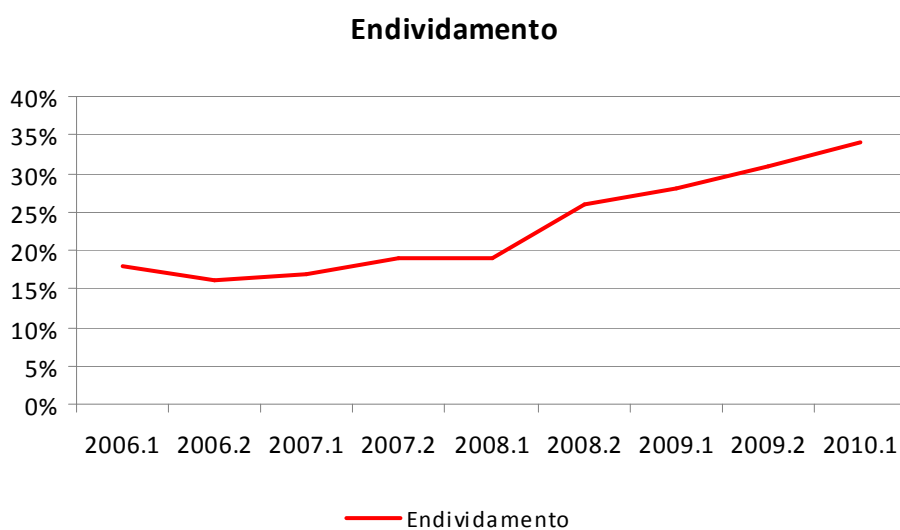
Fonte: Baseado em dados extraídos dos balanços divulgados pela Petrobras

⁹ Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

Figura 5: Gráfico de LAJIDA contra Investimentos

Fonte: Baseado em dados extraídos dos balanços divulgados pela Petrobras

Podemos perceber através do gráfico acima que a partir de meados do primeiro semestre de 2008 a Petrobras passou a aumentar seus investimentos, até que, no segundo semestre de 2008, a empresa passou a investir mais do que gera de caixa. A consequência disso é que houve uma aceleração do nível de endividamento sobre seu patrimônio líquido, chegando a 34% no segundo semestre de 2010, conforme observado no gráfico abaixo:

Figura 6: Gráfico de Endividamento

Fonte: Baseado em dados extraídos dos balanços divulgados pela Petrobras

Como podemos observar, o índice endividamento líquido/capitalização líquida da Petrobras chegou a 34%, número muito próximo ao limite de 35% necessário para que a empresa mantenha sua determinação atual. Dessa forma, surgiu, então, a necessidade de capitalização, já que o arrojado plano de investimentos que deve ser cumprido pela empresa não permite que ela reduza seu índice de endividamento através da diminuição dos investimentos.

Outra característica da Petrobras é o fato da empresa não repassar a mudança dos preços dos barris de petróleo negociados no mercado internacional para o mercado doméstico. Quando o preço do barril estava sendo negociado a aproximadamente US\$ 145,00, seu ápice histórico, em meados de julho de 2008, a Petrobras não alterou o preço no mercado interno, tendo prejuízo na operação já que o preço interno era considerado barato em relação ao preço internacional. No entanto, após a *Crise de 2008*¹⁰, o preço do barril de petróleo despencou, sendo negociado a US\$ 37,00. Com esse patamar de preço a Petrobras auferiu montantes enormes de lucro, já que o preço doméstico era considerado caro quando comparado ao preço negociado no mercado internacional.

Os preços negociados no Brasil vão completar dois anos com valores acima das cotações internacionais. Esses recursos vêm ajudando a estatal a manter o ritmo de investimentos para a capitalização, já que a geração de caixa aumentou consideravelmente.

2.2.3. Plano de investimentos:

O Conselho de Administração da Petrobras aprovou recentemente, o novo plano de investimentos para o período de 2010 à 2014, com investimentos totais de US\$ 224,1 bilhões. Esse plano representa uma média de US\$ 44,8 bilhões anuais e um incremento de 20% em relação ao plano de investimentos do período anterior (2009-2013).

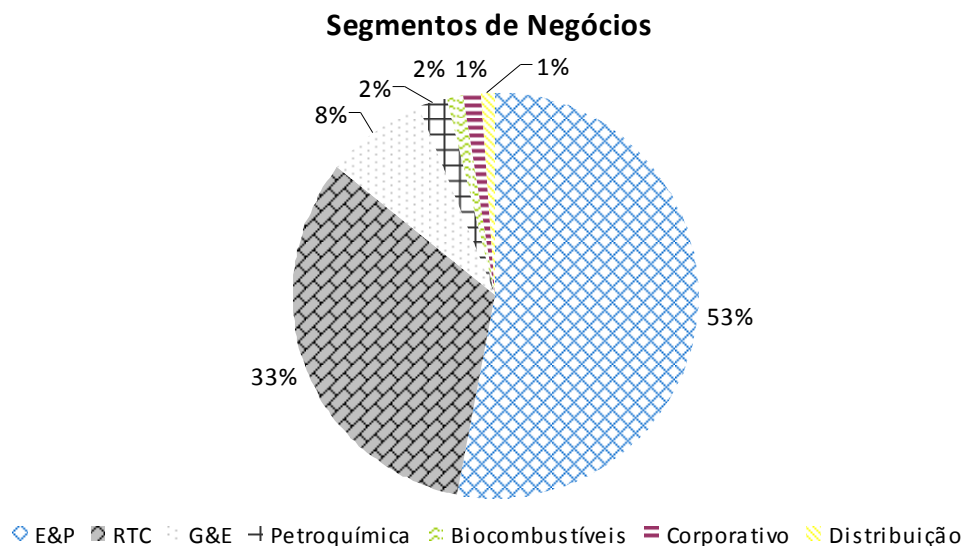
O novo plano de negócios prevê investimentos de US\$ 212,3 bilhões (95%) no Brasil e de US\$ 11,7 bilhões no exterior. Será feito um esforço para que o investimento seja realizado com o mercado fornecedor doméstico, com uma taxa de *conteúdo*

¹⁰ Crise financeira global, originada na comercialização de créditos de alto risco nos EUA.

nacional de 67%¹¹. O plano inclui projetos que o governo quer colocar na segunda versão do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC 2).

O gráfico abaixo mostra o plano de investimentos 2010-2014 por segmentos de negócios:

Figura 7: Segmento de Negócios da Petrobras para o período de 2010-2014



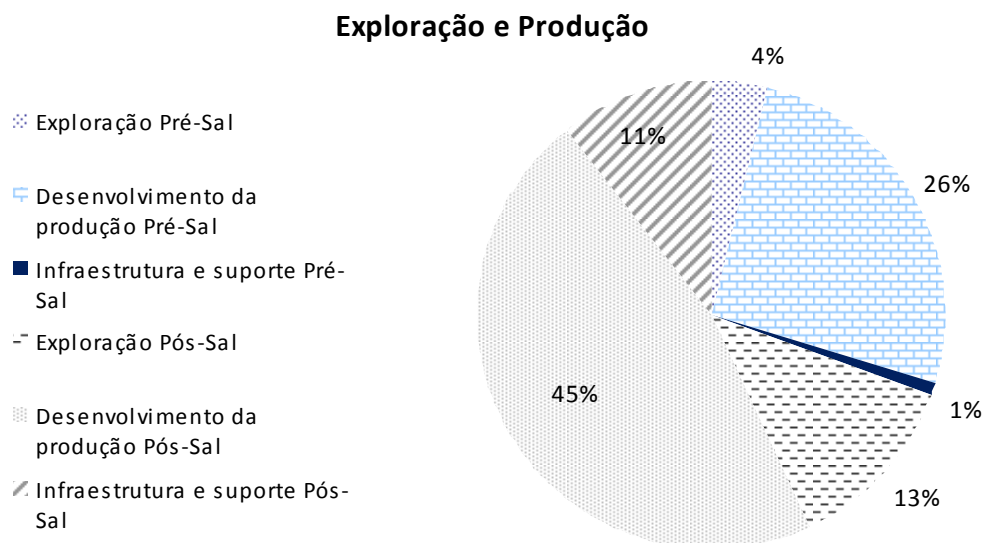
Fonte: Baseado em dados extraídos do Plano de Negócios da Petrobras 2010-2014.

O montante total de investimentos será para a área de Exploração e Produção de petróleo e gás natural (E&P) US\$ 118,8 bilhões; para Refino, Transporte e Comercialização (RTC) US\$ 73,6 bilhões; Gás e Energia (G&E) US\$ 17,8 bilhões; Petroquímica US\$ 5,1 bilhões; Distribuição US\$ 2,5 bilhões; Biocombustíveis US\$ 3,5 bilhões; e Corporativo US\$ 2,8 bilhões. Os US\$ 11,7 bilhões restantes serão investidos no exterior.

A área de Exploração e Produção de petróleo e gás natural (E&P) é a fase inicial da cadeia de produção da empresa, e estando voltada para a descoberta e extração de reservas de óleo e gás. É a área mais rentável da Petrobras. Entre seus investimentos, estão projetos de produção na área do pré-sal como o poço Tupi Piloto, Cachalote, Baleia Franca e Baleia Azul, representando 31% do investimento destinado a E&P. No pós-sal, com 69% do investimento em E&P, estão alguns poços, como o de Roncador, Jubarte e Marlim Sul, que totalizam uma produção de 7600.000 bpd (barris por dia). O gráfico abaixo mostra como será feita a distribuição desses investimentos:

¹¹ De acordo com estimativas da Petrobras.

Figura 8: Detalhamento do setor de Exploração e Produção da Petrobrás para o período de 2010-2014

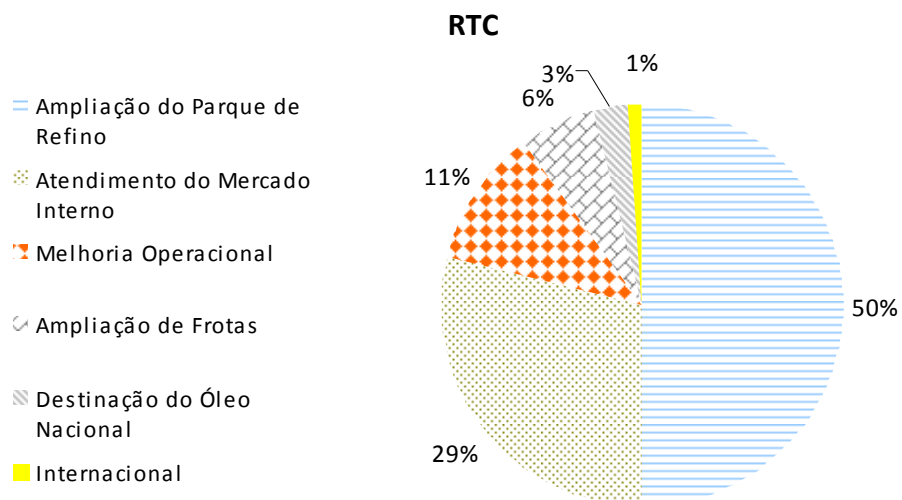


Fonte: Elaboração própria, com base em dados extraídos do Plano de Negócios da Petrobras 2010-2014.

A área de Refino, Transporte, Comercialização (RTC) e Petroquímica é responsável pelo tratamento do óleo e gás da Petrobras e sua comercialização. A atual produção e demanda nacional supera a capacidade de refino e, por isso, é muito representativa no plano de investimento. Entre seus principais projetos, estão à ampliação do parque de refino (Refinaria do NE, Premium I e Comperj), modernização, complexidade e hidrossulfurização das refinarias, otimização e manutenção do parque de refino e investimentos em logística. O Comperj será construído em Itaboraí, no estado do Rio de Janeiro, e transformará o estado em um pólo petroquímico internacional, gerando mais de 200 mil empregos diretos e indiretos e modificando a estrutura petroquímica brasileira.

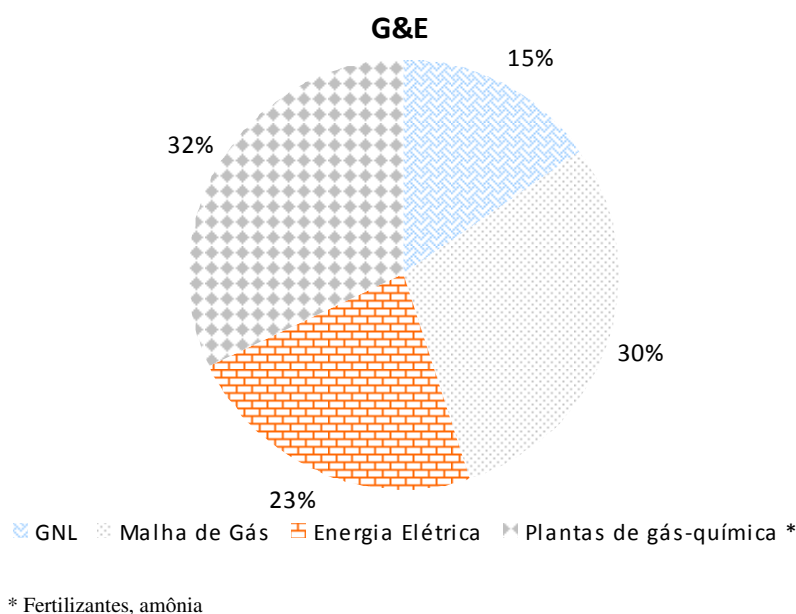
Destaca-se, também, a incorporação da Quattor – uma das principais petroquímicas da América Latina. Na tabela abaixo esta a distribuição dos investimentos no setor de RTC:

Figura 9: Detalhamento do setor de Refino, Transporte e Comercialização – Petrobrás 2010-2014



Fonte: Baseado em dados extraídos do Plano de Negócios da Petrobras para 2010-2014

O setor de Gás e Energia (G&E) é responsável pela produção de energia, transporte de gás natural e produção de fertilizantes a base de gás natural. Entre seus principais projetos estão, o fechamento do ciclo de investimentos na ampliação da malha de transporte de gás natural, a consolidação do investimento em geração de energia: termoelétrica, eólica e biomassa, atuação na cadeia de Gás Natural Liquefeito (GNL) para escoamento do gás do pré-sal e maiores investimentos na conversão do gás natural em uréia e amônia. A tabela abaixo apresenta a composição dos investimentos:

Figura 10: Detalhamento do setor de Gás e Energia da Petrobras

Fonte: Baseado em dados extraídos do Plano de Negócios da Petrobras 2010-2014.

A estratégia no setor de Distribuição pretende manter a liderança e aumentar sua participação no mercado, investindo no segmento consumidor, aumentando sua rede de postos, operações e logística. A área de Biocombustíveis quer aumentar sua capacidade produtiva, investindo na produção de etanol e biodiesel. A área internacional da Petrobras quer aumentar a produção nos campos existentes, como o Golfo do México, costa oeste da África. A área de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) pretende expandir sua produção com soluções inovadoras e contribuir para a consolidação do Brasil como um pólo fornecedor de bens e serviços de engenharia.

O PAC é um programa do governo que engloba um conjunto de políticas econômicas com o objetivo de acelerar o crescimento econômico do Brasil. É planejado para os quatro anos seguintes, tendo como prioridade o investimento em projetos de infra-estrutura. Os projetos da Petrobras na área de petróleo e gás natural constam no PAC2. Até 2014, foram considerados os seguintes investimentos: na área de E&P, R\$ 64,5 bilhões; em RTC e Petroquímica R\$ 71,1 bilhões; em Fertilizantes R\$ 9,1 bilhões; em G&E R\$ 8,2 bilhões; e Biocombustíveis R\$ 1 bilhão. Esse montante *é igual a 30% do total a ser investido no PAC*¹².

¹² Conforme informação do total de investimentos divulgada no site oficial do PAC.

2.3. O modelo de Capitalização:

A capitalização é um processo comum entre as empresas de capital aberto que por algum motivo precisam de mais recursos. Nesse modelo, a empresa coloca novas ações à venda no mercado, e o capital arrecadado com a venda desses papéis dá fôlego para novos investimentos. Para suprir sua necessidade de investimento, a Petrobras fez um aumento de capital através da emissão de novas ações.

2.3.1. Cessão Onerosa:

Para entender o modelo de Capitalização da Petrobras, é preciso apresentar o processo de Cessão Onerosa. Esse processo permitiu que a União Federal pudesse subscrever ações do capital social da Petrobras sem comprometer seu balanço.

No dia 30 de junho de 2010, foi sancionada, pelo presidente Lula da Silva, a lei nº 5.941/09 que se referia à Cessão Onerosa e à Capitalização da Petrobras. A lei autoriza a Petrobras a exercer as atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos em áreas não concedidas da União localizadas no pré-sal, onde serão cedidos, onerosamente, no máximo 5 bilhões de barris equivalentes de petróleo a serem explorados e produzidos.

A exploração será feita em seis campos: Tupi Sul, Florim, Tupi Nordete, Iara, Guará, Franco, e mais um de reserva: Peroba, caso os campos iniciais não sejam suficientes para completar o contrato.

No processo de Cessão Onerosa, a União emitiu títulos públicos e aportou como capital na Capitalização da Petrobras, que, por sua vez, utilizou-os na compra dos 5 bilhões de barris a serem extraídos das reservas cedidas para exploração.

O preço fixado pelo barril foi alvo de muita polêmica. Isso se deu porque o governo, com um claro conflito de interesse, era o acionista controlador da empresa e dono dos poços que seriam cedidos. Para se chegar a um preço justo, a lei determinava a necessidade de contratação de, no mínimo, dois laudos, sendo um pela Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), que representava os interesses da União, e outro pela Petrobras. Tais empresas emitiram laudos que serviram para balizar as negociações entre União e Petrobras e o preço sairia da negociação entre as partes envolvidas.

O preço dos barris a serem incluídos na Cessão Onerosa foi baseado nos laudos técnicos de duas certificadoras. A DeGolyer e MacNaughton, contratada pela Petrobras, justificou um preço entre US\$ 5,00 e US\$ 6,00 por barril. A Gaffney, Cline and Associates, contratada pela ANP, declarou um preço entre R\$ 10,00 e R\$ 12,00 por barril como sendo justo. Os valores anunciados nessas avaliações foram muito distintos, passando a impressão de que um preço injusto - ou baseado em critérios não técnicos - poderia ser adotado ao final do processo.

A decisão final, oriunda da negociação entre a ANP e a Petrobras, foi por um preço médio de US\$ 8,51 por barril. Esse preço é uma média, já que cada poço explorado possui valor específico por barril devido às características qualitativas e quantitativas do processo exploratório.

O processo de cessão onerosa prevê a revisão, ao longo do tempo, do preço final a ser pago pela Petrobras à União levando em conta a atualização de mudanças no processo produtivo e exploratório. São previstos, também, mecanismos de ajustes dos volumes contratados, permitindo que volumes adicionais de reservas possam ser adicionados aos apurados de forma a recompor os 5 bilhões de barris. Essas medidas foram tomadas para reduzir os riscos da Petrobras na operação.

A taxa de retorno do investimento para a Petrobrás será de 8,83% real, o que alguns analistas consideram ser baixo, já que, pode-se questionar se a Petrobras não conseguiria obter igual volume de reservas a preços mais atraentes usando o seu conhecimento técnico. Um forte indicativo de que pode ter sido pago um preço excessivamente alto (ou uma taxa de retorno muito baixa) é o fato da Petrobrás sempre ter utilizado a *taxa de retorno igual a 10,0% real*¹³ para projetar a rentabilidade de seus investimentos. Dessa forma, o preço, se injusto, pode ter acarretado uma transferência de recursos dos acionistas da empresa para a União Federal.

2.3.2. Características da Capitalização:

A Petrobras, no dia 3 de setembro de 2010, comunicou que foi protocolado na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) o pedido de registro de oferta pública para distribuição primária de 2.174.073.900 novas ações ordinárias e de 1.585.867.998 novas

¹³ De acordo com estimativa usada pela empresa de consultoria DeGolyer e MacNaughton para avaliação de projetos em Exploração e Produção de Petróleo da Petrobras

ações preferenciais de emissão da empresa. A oferta foi realizada simultaneamente no Brasil e no exterior, sendo caracterizada como “Oferta Global”. Caso a demanda pela oferta das novas ações fosse grande o suficiente para suprir a oferta, existia uma cláusula, em contrato, que permitia a inclusão de um lote adicional de até 15%, do montante ofertado, de novas ações.

O cronograma da oferta se deu na seguinte ordem:

Figura 11: Cronograma da Oferta Global de Ações

Cronograma	Data
Início do procedimento de Prospecção	3/9/2010
Início do pedido de reserva (Oferta Prioritária)	13/09/2010
Início do pedido de reserva (Oferta Varejo)	13/09/2010
Encerramento do período de reserva (Oferta Prioritária)	16/09/2010
Encerramento do período de reserva (Oferta Varejo)	22/09/2010
Início de Negociação das ações oriundas da Oferta Brasileira	27/09/2010
Data da Liquidação das Ações na Oferta Global	29/09/2010

Fonte: Baseado no Prospecto Definitivo da Oferta Global de Ações de 2010

A distribuição ocorreu em três tipos de oferta: a prioritária, destinada exclusivamente aos atuais acionistas, incluindo os cotistas de fundos formados com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS); a oferta ao varejo, que inclui pessoas físicas e jurídicas, e empregados da Petrobras; e a institucional, voltada a pessoas jurídicas e físicas que farão investimentos superiores a R\$ 300 mil.

Na Oferta Prioritária, para assegurar a participação dos titulares de ações ordinárias e ações preferenciais da Petrobras na Oferta Global, foi considerada a posição de custódia ao final do dia 10 de setembro de 2010 (“Primeira Data de Corte”) e ao final do dia 17 de setembro de 2010 (“Segunda Data de Corte”). Caso a posição acionária do acionista sofresse alteração entre essas datas, o respectivo limite de subscrição sofreria a alteração proporcional verificada durante esse período. No pedido de reserva, os acionistas podiam estabelecer limites para o valor de seu investimento nas ações, ou seja, podiam estabelecer o preço máximo por ação, como condição para sua participação na Oferta Prioritária.

Os Acionistas detentores de ações ordinárias e/ou preferenciais de emissão da Petrobras, tinham direito de subscrever 0,342822790 ações da para cada uma ação que tivessem em custódia. Caso tal relação resultasse em fração de ação, o valor do investimento será limitado ao valor correspondente ao maior número inteiro de ações.

O trabalhador que usou recursos do FGTS para comprar as novas ações da Petrobras precisava ser cotista do *Fúnduo Mútuo de Privatização*¹⁴ (FMP) que comprou ações da Petrobras em 2000 e a manteve até 30 de julho de 2010. A aplicação devia respeitar o saldo de 30% do FGTS, e manter a aplicação por um período de 12 meses antes de poder solicitar o resgate dos recursos. Essa determinação não foi considerada correta, pois excluía muitos acionistas que entraram após o período estipulado.

Após a subscrição inicial, caso houvesse sobras, os acionistas da Oferta Prioritária teriam preferência na alocação dessas ações. Nesse contexto, o governo, como principal acionista da Oferta Prioritária, teria uma clara vantagem em aumentar sua participação na empresa. Normalmente, quando existem sobras na Oferta Prioritária, elas são alocadas na Oferta de Varejo para que, dessa forma, não exista o favorecimento de nenhum acionista.

A Oferta de Varejo, destinada às pessoas físicas e jurídicas, funcionários da Petrobras e Clubes de Investimento que não fossem considerados institucionais, isto é, com valor mínimo de investimento de R\$ 1 mil e valor máximo menor do que R\$ 300 mil. A Oferta de Varejo consiste na colocação do montante mínimo de 10% e máximo de 20%, da quantidade de ações resultante da subtração do número de ações alocadas na Oferta Brasileira, menos o número de Ações subscritas na Oferta Prioritária. Os acionistas, também, podiam estabelecer limites para o valor de seu investimento nas ações como condição para sua participação na Oferta de Varejo.

A Oferta Institucional foi realizada junto a *investidores qualificados*¹⁵, pessoas físicas e jurídicas cujas intenções de investimento excedessem R\$300.000,00 em ações ordinárias e/ou preferenciais. Foram destinadas, a esse grupo, as ações remanescentes após a alocação da Oferta Prioritária e de Varejo, não existindo valores máximos de investimento. Não existia limite de valores máximos de investimentos para os investidores institucionais.

O processo de formação do preço da ação foi feito através do método de livro de oferta, que consiste na avaliação da demanda da Oferta feita pelo coordenador líder da Oferta junto aos investidores institucionais. O processo passa por diversas etapas, começando pela definição de quais investidores institucionais serão contatados e o

¹⁴ São fundos atrelados ao FGTS que aplicam em empresas que foram privatizadas pelo governo. Cada fundo tem o objetivo de participar de uma única empresa, tendo seu nome atrelado ao fundo.

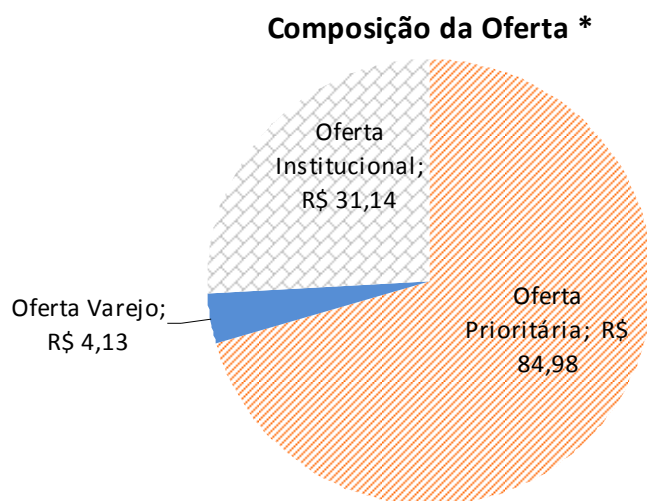
¹⁵ Instituições financeiras, companhias seguradoras, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, administradores de carteira e pessoas físicas e jurídicas com investimentos superiores a R\$ 300 mil.

intervalo de preço da oferta. Esta fase é seguida de uma prospecção, que consiste em uma série de apresentações para potenciais investidores para, posteriormente, obter as indicações de preço e quantidade dos investidores. Com a aproximação da data de precificação e início das negociações, o coordenador busca obter o número exato de ações que cada investidor institucional quer. Obtendo estas informações, o coordenador e a empresa, geralmente um dia antes do início das negociações, decidem o preço por ação da oferta. O objetivo é identificar o preço e a quantidade de ações para que a operação seja bem sucedida.

A Oferta Global se encerrou com a distribuição primária de 2.369.106.798 novas ações ordinárias e de 1.901.313.392 novas ações preferenciais, um montante 13,58% maior que a oferta inicial, significando que houve demanda quase que integral pelo lote suplementar de ações sendo, 8,97% para as ações ordinárias e 19,89% para as ações preferenciais. O preço de negociação das ações ordinárias foi de R\$ 29,65, e as ações preferenciais foi de R\$ 26,30, totalizando um montante de R\$ 120.248.558.770,30.

O gráfico abaixo mostra como ficou a composição da oferta entre os participantes:

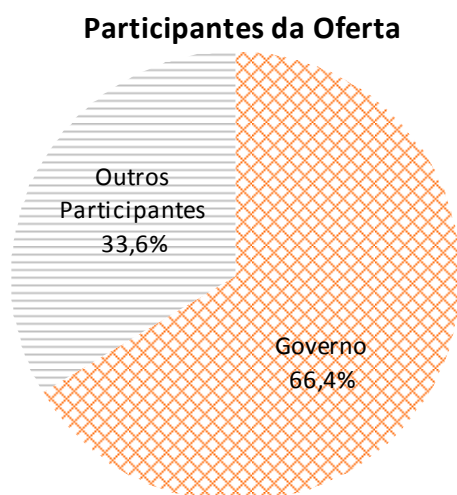
Figura 12: Composição da Oferta Global de Ações da Petrobras em 2010



* Em bilhões.

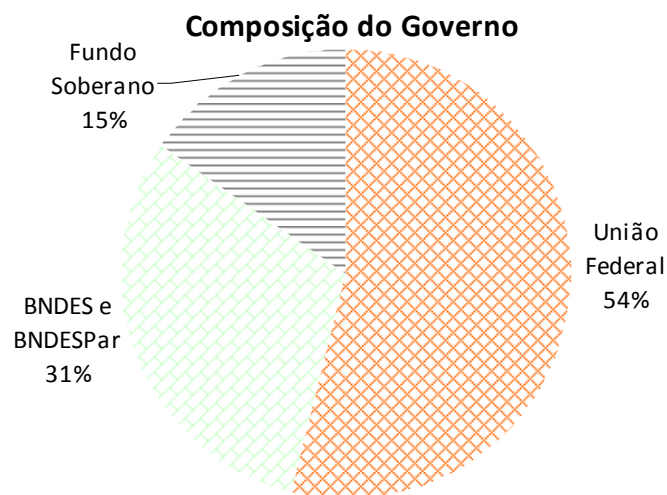
Fonte: Baseado no Prospecto Final da Oferta Global de Ações

Do montante total distribuído da oferta, o governo ficou com 66,4% da Oferta e os outros participantes com 33,6%, conforme o gráfico abaixo:

Figura 13: Composição dos Participantes da Oferta Global de Ações da Petrobras 2010

Fonte: Baseado no Prospecto Final da Oferta Global de Ações data

Do montante do governo, a distribuição se deu conforme o gráfico abaixo:

Figura 14: Composição do Governo na Oferta Global de Ações

Fonte: Baseado no Prospecto Final da Oferta Global de Ações data

A União Federal e as partes relacionadas (Banco Nacional do Desenvolvimento, BNDES Participações S.A. – BNDESPAR e o Fundo Soberano Brasileiro), compraram ações fazendo com que o governo federal aumentasse sua participação acionária na empresa.

Na tabela abaixo, podemos comparar a composição do capital social da Petrobras antes e depois da capitalização:

Figura 15: Composição Detalhada da Oferta Global de Ações da Petrobras em 2010

Composição do Capital Social						
Antes da Oferta - Ações em Milhões						
	ON	%	PN	%	Total	%
União Federal	2.819	55,6%	-	0,0%	2.819	32,1%
BNDESPar	98	1,9%	574	15,5%	672	7,7%
ADR Nível 3	1.261	24,9%	1.274	34,4%	2.535	28,9%
Estrangeiros	251	4,9%	511	13,8%	762	8,7%
Outros	644	12,7%	1.342	36,3%	1.986	22,6%
Total	5.073	100,0%	3.701	100,0%	8.774	100,0%
Proporção ON:PN	57,8%		42,2%		100,0%	
Depois da Oferta - Ações em Milhões						
	ON	%	PN	%	Total	%
União Federal	3.991	53,6%	66	1,2%	4.057	31,1%
BNDES / BNDESPar	398	5,3%	1.344	24,0%	1.742	13,4%
Fundo Soberano	344	4,6%	162	2,9%	506	3,9%
ADR Nível 3	1.521	20,4%	1.444	25,8%	2.965	22,7%
Estrangeiros	387	5,2%	747	13,3%	1.134	8,7%
Outros	801	10,8%	1.840	32,8%	2.641	20,2%
Total	7.442	100,0%	5.603	100,0%	13.045	100,0%
Proporção ON:PN	57,0%		43,0%		100,0%	

Fonte: Baseado no Prospecto Final da Oferta Global de Ações

Portanto, podemos observar que o governo não aumentou sua participação de forma integral, uma vez que o seu percentual de ações diminuiu quando comparado a antes da Oferta. No entanto, sua participação aumentou devido ao aumento das ações do BNDES / BNDESPar e do Fundo Soberano, fazendo com que o governo tenha quase 50% do total de ações da empresa, sendo 63,6% em ações ordinárias.

Os processos envolvidos no modelo de estruturação de preço e cronograma de reserva na capitalização da Petrobras foram feitos de forma usual às praticadas pelo mercado. No entanto, a forma como foi estruturada a distribuição do montante de ações a serem colocadas no mercado não foi feita de forma justa, uma vez que o governo tinha uma clara vantagem em aumentar sua participação. Os participantes de FGTS ficaram muito restritos e o governo conseguiu aumentar sua participação na empresa.

2.3.3. Manobra Fiscal:

O governo, com dificuldade em garantir o cumprimento da meta fiscal do ano de 2010¹⁶, de 3,3% do Produto Interno Bruto (PIB), vai usar o processo de capitalização da Petrobras para aumentar a receita da União.

O direito de explorar os 5 bilhões de barris de petróleo da Cessão Onerosa rendeu R\$ 74,8 bilhões aos cofres públicos. A intenção da equipe econômica era fazer com que o dinheiro oriundo da cessão onerosa fosse aplicado integralmente na capitalização, porém, diante das dificuldades do governo em cumprir a meta fiscal, foi feita uma engenharia financeira com o BNDESPar e o Fundo Soberano para gerar receitas para União.

O governo só usou R\$ 42,9 bilhões do que recebeu da Petrobras no processo de capitalização. O restante foi colocado pelo BNDESPar e pelo Fundo Soberano. Para isso, o Tesouro Nacional emitiu títulos para capitalizar o BNDES em quase R\$ 25 bilhões. Esse volume não tem impacto no superávit primário. Portanto, essa medida fez com que se torne viável o aumento de capital da estatal e, ao mesmo tempo, renda uma receita extraordinária ao Tesouro Nacional.

A cifra liberada para o reforço de caixa do governo é um montante suficiente para atingir facilmente a meta do superávit primário - a economia do governo para pagamento dos juros da dívida pública. O bastante, também, para que o governo não precise fazer outra manobra: tirar da conta da meta fiscal os investimentos prioritários do governo.

Portanto, essa medida do governo coloca em dúvida o preço oferecido pela União Federal no processo da Cessão Onerosa, que teria clara vantagem em um preço elevado no barril de petróleo pago pela Petrobras. O fato concreto da proximidade das eleições para presidência da república reforça a idéia da realização de manobras com o objetivo de maximizar o sucesso político das mesmas.

2.4. Avaliação da Capitalização:

Para o acionista minoritário o objetivo principal é a maximização do lucro, isto é, buscar a o maior retorno possível sobre seus investimentos.

¹⁶ Meta determinada pela Lei de Diretrizes Orçamentárias - LDO

Primeiramente, é preciso analisar o preço do barril praticado no modelo da Cessão Onerosa. Utilizando o preço médio de US\$ 8,51/barril pago pela empresa ao governo no processo, chega-se a uma taxa de retorno de 8,83% real sobre esse investimento. Considerando que empresas especializadas como, por exemplo, a DeGolyer e MacNaughton e, até mesmo, a própria Petrobras utilizam como custo de capital uma taxa de 10% real para descontar os investimentos em exploração e produção, pode-se concluir que os barris adquiridos através da cessão onerosa podem estar supervalorizados. Além disso, a descoberta recente de óleo no pré-sal na região de Libra, onde uma pré-avaliação indica um preço de aproximadamente US\$ 5/barril levanta a possibilidade de que a Petrobras terá, nas próximas rodadas de licitações, melhores oportunidades de investimento, já que, sob o regime de partilha, a empresa é obrigatoriamente a operadora de todos os blocos.

Além disso, o capital levantado na capitalização será investido em diversas áreas, tais como Exploração e Produção de petróleo e gás natural; Refino, Transporte e Comercialização; Gás e Energia; Petroquímica e Distribuição. Segundo a empresa, a rentabilidade média esperada nos seus investimentos pelos próximos cinco anos é de aproximadamente 12% real. Ao observamos a alta rentabilidade alcançada pelos projetos de exploração e produção da Petrobras do passado, que chegaram a até 30% *real*¹⁷, podemos concluir que, para chegar a uma taxa média de 12%, a empresa deve investir em diversos projetos muito menos rentáveis, o que não seria de interesse do acionista minoritário. Um exemplo de investimentos de baixa rentabilidade são as atividades de refino que, segundo estudos de consultorias especializadas têm um retorno médio de 5% real, o que está muito abaixo do custo de capital da empresa, sem considerar os inúmeros outros investimentos, como gasodutos e plantas de regaseificação, cujo retorno é social.

Outro ponto relevante acerca da capitalização é o fato dos investimentos da Petrobras fazerem parte do PAC do governo. Como a empresa é estatal, ela pode ser usada como instrumento para promover o desenvolvimento do país, em detrimento dos lucros, o que não é de interesse do acionista minoritário. Como exemplo desse tipo de ação temos a Refinaria Abreu e Lima, localizada em Pernambuco, numa região afastada dos pólos produtores de petróleo, seu principal insumo, e com uma rede logística extremamente precária, gerando um custo de produção altíssimo para a Petrobras. Dessa

¹⁷ De acordo com estimativa divulgada no balanço do primeiro semestre de 2010 da Petrobras

forma, acredita-se que o local tenha sido escolhido por ser de extremo interesse político do governo que haja geração de empregos nessa região.

Portanto, sob a ótica do acionista minoritário, a capitalização da forma que foi feita não seria o mais indicado. Uma melhor forma de buscar a maximização do lucro, considerando que a Petrobras estava no seu limite de endividamento, seria uma capitalização comum, isto é, via emissão de ações no mercado de capitais sem a existência da Cessão Onerosa. Além disso, seria preferível concentrar os investimentos nas atividades que geram maior retorno, como a Exploração e Produção de petróleo e gás natural. Dessa forma, seria indicada, então, uma capitalização menor juntamente com uma redução do plano de investimentos da Petrobras.

3. Conclusão:

A partir do estudo realizado, pode-se observar com maior clareza as implicações da gestão de empresas estatais e o modelo adotado para se fazer a capitalização da Petrobras. Para analisar o processo, foram observados os interesses e objetivos dos agentes envolvidos durante o processo para verificar se os mesmos foram atendidos.

O modelo de empresas estatais mostra a dificuldade e o custo de monitorar as ações dessas empresas por parte dos órgãos reguladores e os eleitores, implicando em uma maior discricção dos agentes. Nota-se que na prática, o governo vem usando a Petrobras para maximizar seu sucesso eleitoral, aliando projetos com baixos retornos financeiros (e altos retornos políticos) e divulgações de resultados positivos próximos a datas eleitorais.

Além disso, o modelo adotado para fazer a capitalização é duvidoso. A Cessão Onerosa mostrou o conflito de interesse por parte do governo na precificação do barril. Modelos feitos pelas análises da Petrobras e outras agências independentes, apontavam para um preço menor do que o praticado. Outro ponto que podemos ressaltar é a taxa de retorno real do investimento que fica bem abaixo da média da Petrobras, implicando em uma supervalorização por parte do governo no preço praticado no barril.

Cabe ressaltar também, o plano de investimentos da Petrobras que não tem como objetivo principal a maximização do lucro, uma vez que diversos projetos com baixa rentabilidade fazem parte desse plano, podendo ser caracterizada como uma empresa estatal.

Por fim, pode-se concluir que a capitalização da Petrobras não foi boa para o acionista minoritário. O viés político da empresa tira o foco maximizador de lucros que o acionista minoritário busca. O modo como foi feita a capitalização e o plano de investimento da empresa mostra que os interesses do governo prevalecem, fazendo com que o retorno financeiro dos acionistas minoritários fique aquém das expectativas e possibilidades da empresa. Um forte indício que a capitalização não foi boa para os acionistas minoritários, foi o preço da ação da Petrobras que caiu bastante durante a formação das diretrizes do processo.

4. Bibliografia Principal:

- VISCUSI, W. Kip & HARRINGTON, Joseph E. Jr. & VERNON, John M.. **Economics of Regulation and Antitrust**. 4 ed. Cambridge, Massachusetts;
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Editora Qualitymark, 5ª reimpressão, 2003;
- TREBAT, Thomas J.. **Brazil's State-Owned Enterprises – A Case Study of the State as Entrepreneur**. Cambridge University Press 1983, First Published;
- MELLO, João Manuel P. & CARRASCO, Vinícius. “Pré-Sal – Análises e propostas quanto ao modelo de exploração sugerido pelo governo Lula”. **Digesto Econômico**. Junho 2010;
- RESENDE, André L.. **A ruptura no mercado internacional de crédito**. 1982. 19p. (publicado em Arida, Persio (org). Dívida, recessão e ajuste estrutural : O Brasil diante da crise. Coleção Estudos Brasileiros n. 64. Rio e Janeiro: Ed. Paz e Terra. p. 41-54)
- CHAN, Betty L. & SILVA, Fabiana L. & MARTINS, Gilberto A.. **Destinação de Riqueza aos Acionistas e aos Empregados: Comparação entre Empresas Estatais e Privadas**. RAC, v. 11, n. 4, Out./Dez. 2007
- SCHUFFNER, Claudia & TORRES, Fernando. “Petrobras pisa fundo”. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro e São Paulo, 22 agosto 2010. Caderno EU & Investimentos, p. D1;
- DOCA, Geraldo. “Capitalização racha o governo”. **O GLOBO**, Rio de Janeiro, 18 agosto 2010. Caderno Economia, p 29;
- TAVARES, Mônica & ORDOÑEZ, Ramona & VILLAS BÔAS, Bruno. “Capitalização da estatal será em 30 de setembro”. **O GLOBO**, Rio de Janeiro, 17 agosto 2010. Caderno Economia, p 23;
- Site da Petrobras: www.petrobras.com.br.
- Site do portal exame: www.exame.com.br.
- Site do PAC: www.brasil.gov.br/pac.
- Site da ANP: www.anp.gov.br.
- Site da BM&F Bovespa: www.bmfbovespa.com.br.
- Site da Comissão de Valores Mobiliários: www.cvm.gov.br.
- Site do Wikipedia: www.wikipedia.org.