

TEXTO DE DISCUSSÃO Nº36

**O ENDIVIDAMENTO DA PETROBRAS COM O
BNDES NO PERÍODO PÓS-2008 E IMPACTOS
CONTÁBEIS E ECONÔMICO-FINANCEIROS***

Paula Barbosa**

Novembro de 2013

RESUMO

A delicada situação econômico-financeira da Petrobras, evidente na forte perda de valor no mercado acionário e na reduzida lucratividade, vem se acentuando nos últimos cinco anos. Este processo decorre, principalmente, da falta de liquidez no auge da crise de 2008/09, de dificuldades na gestão operacional e de projetos, do maior endividamento e das políticas que prejudicam a rentabilidade dos negócios. Este artigo investiga os problemas da Petrobras diante desse quadro de debilidade e face aos seus desafios futuros em termos de exploração, produção e distribuição. O objetivo é alcançar uma visão realista da situação atual.

Assim como são múltiplos e diversos os fatores que explicam a piora nos fundamentos da companhia, o mesmo ocorre com os momentos em que cada um deles atuou de forma mais intensa nesse processo. Trazido à cena pela menor liquidez nos canais de crédito internacional, o crédito público e doméstico passou a ser uma das principais fontes de financiamento e importante componente financeiro para a determinação do retorno dos projetos de investimentos.

Este artigo investiga os fatos e dados que envolvem o endividamento da Petrobras com os bancos públicos, em especial o BNDES, e o endividamento cruzado entre diversas instituições financeiras públicas e o Tesouro Nacional. Os fatos e dados são de domínio público, obtidos nos sítios eletrônicos da Petrobras e de bancos públicos (BNDES, Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil), do Banco Central do Brasil (Bacen), da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e do Tribunal de Contas da União.

Palavras-chave: Petrobras, BNDES, endividamento, empréstimo, dívida, dividendos, Tesouro Nacional, capitalização, resultado primário, subsídio, Exploração e Produção, Abastecimento, investimento, securitização.

1. INTRODUÇÃO

A partir de 2008, a crise financeira global e o consequente início de uma retração econômica generalizada levaram o governo brasileiro a adotar várias medidas anticíclicas, como forma de amortecer os efeitos da crise: desde renúncia e estímulos fiscais à redução de taxas de juros até à promoção de “campeões nacionais” pelo BNDES, dentre eles, a Petrobras, a maior empresa do país.

*As opiniões expressas neste ensaio são exclusivamente da autora e não expressam necessariamente as do FGV/IBRE. A autora é particularmente grata aos comentários de José Roberto Afonso, Fabio Giambiagi, Ana Siqueira, Fernando Velloso e Gabriel Leal de Barros a versões preliminares deste estudo, muitos incorporados a esta análise. Elaborado com base em informações oficiais disponíveis até 22/10/2013.

** Economista pela UFRJ, Mestre pela PUC-RJ e MBA pelo INSEAD/França, com carreira corporativa em instituições financeiras e multinacionais de petróleo, gás e mineração.

A concessão de empréstimos dos bancos públicos, em especial, do BNDES para a Petrobras cresceu extraordinariamente no pós-2008. Diante da queda do nível global de liquidez, é de certa forma natural, que os bancos públicos ganhem participação temporária ante o setor privado na concessão de créditos como forma de amortecer o problema de tempestiva falta de liquidez. Todavia, cabe-nos compreender porque esse endividamento se manteve e até cresceu no pós-crise.

Outras questões:

- O que caracteriza esse endividamento?
- Como foi concedido e a que taxas, prazos, condições?
- Que impacto esse endividamento trouxe para a Petrobras, que riscos e benefícios podem advir ou já advieram do mesmo?
- Qual o impacto desse endividamento na estrutura de capital da empresa?
- Que outros aspectos podem tornar esse endividamento inadequado se mantido além do tempo necessário para superar a crise (de 2008)?
- Se existe, qual a relação entre esse endividamento e as contas públicas?
- Por que ocorreram recentemente rebaixamentos da classificação de crédito (*credit rating*) da Petrobras, do BNDES e do próprio Fundo Soberano do Brasil?

Pode soar contraditório que no mesmo período do endividamento crescente a Petrobras tenha realizado a maior capitalização (captação de recursos) da história mundial. Tanto mais que essa capitalização não foi suficiente para estancar ou pelo menos reduzir a necessidade de empréstimos concedidos pelos bancos públicos à Petrobras nos anos imediatamente subsequentes à capitalização, portanto 2011 e 2012.

Para entender como e porque o endividamento ocorreu, consideraremos a situação macroeconômica do país e do mundo de 2008 a 2013, com ênfase nos aspectos que justificaram a atuação dos bancos estatais no financiamento da Petrobras, especialmente em 2008 e 2009. Também se avalia quais foram os fatores determinantes e condicionantes para que o BNDES se tornasse o principal prestador público. Depois, avaliaremos os grandes desafios atuais e sua tendência, considerando a extensão e profundidade dos mesmos, e classificando-os em endógenos e exógenos.

Dentre os desafios endógenos estão: (a) o difícil equilíbrio financeiro¹, (b) a política governamental de subsídio aos preços da gasolina e derivados; (c) dificuldades de gestão operacional². Dentre os desafios exógenos, destacam-se:

¹Gestão financeira apresenta como dificuldades: altas necessidades de caixa do Pré-Sal, compromisso mínimo de R\$ 4,5 bilhões da Petrobras no leilão de áreas estratégicas do Pré-Sal no fim de 2013.

²Gestão operacional apresenta as seguintes fragilidades: atrasos no cronograma de entrega de vários projetos, flagrante escalada nos orçamentos de muitos investimentos; compromisso com o conteúdo

(d) a já anunciada desaceleração na economia brasileira³; e (e) um ambiente internacional difícil⁴. Uma forma de encaminhar essas questões financeiras e endógenas está diretamente relacionada a desinvestimentos externos, tais como os praticados recentemente pela Companhia⁵.

Para cobrir tão amplo espectro de temas, o artigo se divide em 6 partes. Após esta introdução, segue uma revisão macroeconômica nacional e internacional. A seção 2 avalia a situação atual da Petrobras, de 2006 até julho de 2013, fazendo uma retrospectiva de sua valorização de mercado, sua situação em termos de gestão operacional e financeira, suas principais contas. A contribuição da Petrobras para a economia, através de impostos, contribuições, royalties e participações é apresentada ainda na seção 2. Os empréstimos bancários para a Petrobras, seus principais aspectos e aqueles contraídos com o BNDES compõem o tema da seção 3. A seção 4 aborda as medidas provisórias e decretos editados para permitir aos bancos públicos, em especial o BNDES, que pudessem atuar ativamente no financiamento da Petrobras. A conexão dos empréstimos com a meta fiscal, e Acordo de Basileia são abordadas nesta seção. A seção 5 apresenta os recentes rebaixamentos do *credit rating* ou das *tendências* dos mesmos da Petrobras, BNDES, CEF e FSB. A seção 6 esboça quatro cenários possíveis para a evolução do endividamento da Petrobras a partir de um modelo conceitual simples. Finalmente, a seção 7 apresenta nossas principais conclusões: (a) a empresa tem sido gerenciada pelo governo como um instrumento de obtenção da meta de superávit primário⁶; e (b) a manutenção das atuais políticas de dividendos da Petrobras e BNDES para fechar as contas públicas poderão acarretar graves consequências para a Petrobras, os bancos públicos e toda a economia brasileira. Cumpre readequar a dívida de modo a evitar que a situação de alto risco, baixo caixa e intrincadas relações de dívidas cruzadas se tornem crônicas.

Este artigo aprofunda o estudo de Afonso e Barros (2013) sobre os impactos da necessidade de maior remessa, no pós-crise, de dividendos das estatais ao controlador e seus efeitos deletérios sobre o patrimônio e exposição dessas companhias⁷. Outras referências são as análises e estudos de Afonso e Pacheco (2011), Afonso e Barros (2012), Siqueira (2012), Almeida (2011), Giambiagi e colaboradores (2009).

local e elevadas exigências sobre competências técnicas e de infra-estrutura na cadeia de valor nacional de petróleo e gás, dentre outros.

³Trazendo dificuldades e maior complexidade para toda a execução orçamentária e fiscal.

⁴Com recessão no Hemisfério Norte e desaceleração na China (aumentando a necessidade de resiliência da economia nacional, sem poder contar com apoio ou válvulas de escape no setor externo).

⁵Em 16/08/2013, a Petrobras anunciou a venda de 4 ativos totalizando uma receita de US\$ 2,1 bilhões, a saber: (a) 35% do ativo Parque das Conchas (Bloco BC-10) por US\$ 1,54 bi; (b) Innova, uma companhia petroquímica, por US\$ 372 milhões; (c) parcela de 3 blocos produzindo no Golfo do México, por US\$ 185 milhões; e (d) 20% do capital votante da Companhia Energética Potiguar por US\$ 16 milhões.

⁶Isso ficou mais evidente com a “contabilidade criativa” que teve seu início mais notadamente no ano de 2010, envolvendo a companhia na arquitetura do processo de sua capitalização naquele mesmo ano.

⁷A exposição do BNDES à Petrobras e vice-versa sofreram grandes alterações depois que a regra de concessão de financiamento foi alterada, permitindo aos setores de petróleo e mineração que o BNDES concedesse financiamento por CNPJ e não mais por grupo controlador. Essas flexibilizações, portanto, permitiram que ocorresse boa parte dessa maior exposição e seus efeitos sobre o patrimônio.

1.2. O Contexto Macroeconômico desde 2008

De 2004 até meados de 2008, a economia brasileira apresentou indicadores macroeconômicos saudáveis, como a maioria das economias mundiais. Com inflação baixa, em torno de 5% ao ano, taxa de crescimento positiva, em torno de 2.5% ao ano, e déficit primário sob controle, próximo à meta fiscal de 3,2% do PIB, a economia brasileira viveu um período de relativa bonança, beirando o pleno emprego e com estabilidade monetária e cambial. A quebra do Banco norte-americano Lehman Brothers, em 20 de setembro de 2008, desencadeou uma reação em cadeia que atingiu seriamente os Estados Unidos e a Europa, levando-os a uma drástica retração econômica que acabou se configurando como recessão em vários países europeus e nos Estados Unidos também.

Os impactos se fizeram sentir imediatamente no comércio exterior e o governo brasileiro, com o objetivo de evitar a rota da crise econômica mundial, colocou em marcha um pacote de medidas expansionistas no âmbito fiscal e creditício para incentivar a demanda interna e com isso tentar amenizar os impactos econômicos da perda de demanda externa.

A despeito do mérito como atuação sobre a demanda agregada e sobre o nível de atividade e emprego, esse e outros pacotes de medidas semelhantes que foram sendo adotados nos anos subsequentes impactaram o equilíbrio das contas públicas e a manutenção do superávit primário. De modo compensatório, o governo lançou mão de outros artifícios contábeis, bastante debatidos, nos últimos anos.

É sobre esse pano de fundo que avaliamos a situação do endividamento da Petrobras, suas atuais dificuldades na gestão operacional e financeira, e os desafios de fazer frente aos investimentos muito elevados para a exploração e desenvolvimento do Pré-Sal. Não se esgotam aí os desafios que a maior empresa brasileira enfrenta no momento: conviver com as imposições de seu controlador, a União, e ao mesmo tempo satisfazer as exigências de um mercado de capitais que lhe exige racionalidade, eficiência e lucratividade. Eis aí a equação-resumo mais crítica que a Petrobras precisa resolver nos próximos anos⁸. Neste artigo, procuramos reconhecer os dois lados da equação e apresentar alternativas factíveis para a empresa, o mercado e o país.

2. O QUE ACONTECEU COM A PETROBRAS DESDE 2008?⁹

Indiscutivelmente a Petrobras é o grupo empresarial de maior relevância em termos de investimentos diretos e indiretos para o Brasil, com um expressivo potencial multiplicador para a economia como um todo. Com a valorização no mercado de US\$ 186 bilhões (8 Julho 2013), ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque (ADRs), reservas de petróleo suficientes para os próximos 15 anos, e

⁸ Desde 2012, por influência de sua nova Presidente, Sra. Graça Foster, a Petrobras tem se posicionado contrária a algumas determinações impostas pelo governo federal, e de modo mais público, à política de subsídios ao preço da gasolina e derivados. A solução oferecida pelo governo federal foi um reajuste parcial dos preços da gasolina, que não cobre a diferença cambial e mantém a empresa numa situação de prejuízo contínuo e cumulativamente crescente.

⁹ Embora o foco de análise deste artigo seja pós-2008, recuamos 2 anos nas análises de séries históricas para melhor compreender a evolução numa perspectiva mais ampla.

capacidade tecnológica reconhecida internacionalmente, a Petrobras se consolidou entre as 5 maiores empresas de petróleo do mundo na categoria de NOCs (*National Oil Companies*, Empresas de Petróleo com participação majoritária dos Estados Nacionais). É justamente esse caráter híbrido da empresa – listada em bolsa de valores, de economia mista e controlada pelo governo – que por um lado oferece transparência, por outro, permite que operações de crédito, diversas intra-setor público, assumam caráter peculiar e diferenciado frente a outras companhias de capital aberto e também sujeitas à governança de mercado. Essa natureza híbrida cria as condições para o endividamento que iremos abordar.

O gráfico a seguir mostra a evolução do valor da ação da Petrobras (PETR4.SA) versus a evolução do Índice AMEX Oil¹⁰, no período de 2 Janeiro 2006 a 14 Outubro 2013.

GRÁFICO 1. Ação Petrobras (PETR4.SA) vs.Índice AMEX Oil(^XOI)– 2 Jan 2006 a 14Out2013



Fonte: Yahoo Finance

Em sete anos e meio, de janeiro de 2006 a outubro de 2013, a ação ordinária da Petrobras na Bolsa de Valores de São Paulo (PETR4.SA) apresentou um comportamento *sui generis* em relação ao Índice AMEX OIL (^XOI), composto pelo preço das ações das maiores empresas de exploração e produção de petróleo e gás nos Estados Unidos. Esse período apresenta cinco fases e quatro marcos definidores: (1) anúncio da descoberta do Pré-Sal em setembro de 2007; (2) quebra do Banco Lehman Brothers em setembro de 2008; (3) capitalização da Petrobras em

¹⁰ Este índice da Bolsa de Nova Iorque é utilizado pela Petrobras para fins de comparação em seus relatórios anuais. É composto pelas ações das seguintes empresas em ordem decrescente de participação no índice: Hess Corporation, Chevron Corporation, ConocoPhillips, Occidental Petroleum, ExxonMobil, Total S.A., Anadarko Petroleum Corporation, Royal Dutch Shell, BP, Marathon, Valero Energy Corporation, Repsol YPF e Sunoco.

agosto de 2010; (4) apresentação, no primeiro trimestre de 2011, dos resultados da Petrobras referentes ao ano 2010. A primeira fase é marcada pela “aderência” entre a ação da Petrobras e o índice AMEX OIL, indo de 2006 até quase o fim de 2007. Do fim de 2007 ao fim de 2008, a palavra-chave é “exuberância”: a ação da Petrobras supera o índice AMEX OIL em cerca de 60%, em média. O período do fim de 2008 ao começo de 2011 pode ser resumido como de “expectativas otimistas” em que a ação se manteve consideravelmente acima do índice. A quarta fase, do começo de 2011 até o momento atual, pode ser definida como “ceticismo” e mostra a ação da Petrobras se distanciando cada vez mais do índice AMEX OIL, onde este segue uma trajetória ascendente, em 14 de outubro de 2013 estava aproximadamente 40% acima do nível original de 2006 tomado como base, enquanto a ação apresenta trajetória declinante, e em 14 de outubro de 2013 se situava em torno de 20% abaixo do nível inicial de 2006.

De 2006 ao terceiro trimestre de 2007 a ação da empresa brasileira teve uma valorização bastante alinhada com a valorização do índice norte-americano. Esse era um período de preço do petróleo cru relativamente elevado, de crescimento econômico mundial generalizado, justificando essa evolução positiva e aderente entre a PETRO4.SA e o índice norte-americano. No terceiro trimestre de 2007, o anúncio da grande descoberta do Pré-Sal produziu uma valorização acentuada e imediata da ação da Petrobras, descolando-a significativamente do índice norte-americano, chegando a 100% de valorização desde 2006, enquanto no mesmo período o AMEX OIL valorizou cerca de 40%.

A ação da Petrobras continuou se valorizando até atingir seu pico de R\$ 50,56 por ação em 19 de Maio de 2008, com 29 milhões de ações levando o valor de mercado da companhia a R\$ 473 bilhões nesse dia. Pouco mais de cinco anos depois, no fechamento de 8 de Julho de 2013, a ação da Petrobras tinha caído para R\$ 15,43 e o valor de mercado da empresa era de R\$ 186 bilhões, correspondente a 55% do valor do patrimônio líquido de R\$ 335 bilhões¹¹.

Poucos meses depois, em Setembro de 2008, a quebra do Banco norte-americano Lehman Brothers deflagrou a crise financeira internacional que já se fazia sentir através da crise do *subprime* (títulos mobiliários norte-americanos). Nesse momento, tanto a ação da Petrobras quanto o índice AMEX OIL perderam valor de modo acentuado e rápido. A perda de valor foi mais acentuada para a ação da Petrobras, cuja desvalorização foi maior do que a do índice AMEX OIL e só voltou a superá-lo a partir de 2009 e assim permaneceu até Maio de 2012. Essa perda de valor parece resultar da capitalização em Agosto de 2010, quando a ação entrou numa trajetória decrescente até o fim de 2011. Nesse momento, a ação e o índice seguiram trajetórias semelhantes até que, em 2012, ocorreu uma queda do preço da ação mais expressiva, contemporânea à primeira apresentação ao mercado, por parte da nova Presidente da Petrobras, dos fracos resultados de 2011, e reconhecendo que a empresa precisava melhorar a condução de aspectos operacionais (melhorar a gestão de projetos, especialmente em termos de custos e prazos) e financeiros (aperfeiçoar a gestão de custos e financeira)¹².

¹¹ Ambos os valores foram estimados pela Consultoria Econômica e acessados nos sítios <http://bit.ly/135CbG4> para 2008 e <http://glo.bo/15a2Ww6> para 2013.

¹² De modo geral, o mercado reagiu muito positivamente a essa nova fase da Petrobras e à transparência demonstrada por sua nova direção.

2.1. Evolução da Eficiência Financeira e Operacional

A mídia tem destacado vulnerabilidades persistentes na gestão operacional e financeira da Petrobras nos últimos anos.

Quanto à gestão financeira, a Tabela 1 resume a evolução recente de quatro indicadores chave: liquidez, rentabilidade, endividamento e geração de caixa.

Tabela 1. Evolução de Indicadores Financeiros do Grupo Petrobras¹³.

INDICADORES	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 1o. Sem
Liquidez Geral	0,97	0,66	0,57	0,97	1,70	1,78	1,70	2,12
ROIC (Lucro / Investimento)	76%	47%	65%	45%	48%	46%	25%	30%
Alavancagem (Endividamento/Lucro Líquido)	180%	185%	191%	341%	335%	470%	937%	1865%
EBITDA (*)	70.070	66.303	71.193	71.562	67.997	65.880	20.959	33.668

Fonte: Balanços da Petrobras e elaboração da autora. (*) Em valores constantes de Dez/2012.

Três dos quatro indicadores apresentam deterioração no período, excetuando-se a liquidez, que em 2009 e 2010 se recuperou da queda em 2007 e 2008 devido à crise financeira e à carência de liquidez, e se mantém em nível elevado até o 1º Semestre de 2013. Essa recuperação parece ter sido positivamente afetada pela capitalização em 2010 e pelo endividamento, conforme veremos a seguir. A liquidez se mantém elevada para agilizar a operação da Companhia como empresa de projetos altamente intensivos em capital.

O indicador de rentabilidade ROIC apresenta forte queda entre 2006 e 2012, que pode ser atribuída, entre outros fatores, a serem examinados nas seções seguintes, a aspectos operacionais e de mercado que estão na raiz desse desempenho: (i) a capitalização da empresa que gerou novas obrigações de exploração; (ii) a defasagem entre preços internos e externos de derivados de petróleo; (iii) os elevados investimentos em refinarias; (iv) políticas de conteúdo local mínimo¹⁴. O resultado do 1º Semestre de 2013 apresenta-se um pouco melhor, subindo em apenas 6 meses de 26% para 30%, com maior lucro e menor investimento. Para medir como evoluiu o endividamento da empresa vis-à-vis sua capacidade de liquidá-lo, consideramos a *alavancagem*, proporção entre endividamento bruto total e o resultado (lucro) líquido a cada ano. Percebe-se clara mudança de padrão. No triênio 2006-2008, a dívida total da empresa equivalia a duas vezes seu lucro anual (o lucro líquido de dois anos resgataria todo o seu endividamento de curto e de longo prazo). No biênio 2009-2010, essa proporção passa para 3,4 (a empresa precisaria de cerca 3 anos e cinco meses para pagar toda sua dívida). Em 2011, essa relação aumenta para 4,7 anos e em 2012 para 9,4 anos, evidenciando ou que a dívida está crescendo demais, ou o lucro está caindo muito, ou até mesmo uma combinação de ambos. Em 2012 as duas condições se

¹³Sobre ROIC (Lucro/Investimento), vale destacar que dado o elevado volume de investimentos, existe valor expressivo do imobilizado em construção. Conforme nota explicativa 10 do Balanço finalizado em 31 de março de 2013, o imobilizado atingiu R\$ 431 bilhões e deste valor R\$ 175 bilhões estão em construção.

¹⁴Vale destacar o artigo de Braga e Springer de Freitas (2013), como uma referência que alia a agilidade jornalística ao cuidado conceitual.

verificam: o endividamento continuou subindo, com mais vigor, no biênio 2011-2012 e o lucro líquido caiu nos dois anos (mais acentuadamente em 2012). No primeiro semestre de 2013, a alavancagem explode para impressionantes mais de 18 anos.

Para avaliar a capacidade de geração de caixa, consideramos o indicador EBITDA ou LAJIDA¹⁵. A evolução do EBITDA se apresenta instável, subindo e descendo seguidamente, influenciada, em grande parte, pela evolução errática do lucro líquido e do caixa utilizado em investimentos, como veremos na subseção seguinte. Note-se que em muitos períodos o financiamento aumentou em níveis próximos às necessidades de investimento, no entanto, o lucro líquido não acompanhou (possivelmente como efeito da aposta em projetos de retorno mais demorado (Pré-Sal) e problemas de gestão em outros projetos (refinarias, COMPERJ). O EBITDA, a despeito de todo o volume de recursos em financiamento, estabilizou-se, e chegou a cair em 2012 e 2013.

No aspecto operacional, a Tabela 2 resume a evolução nos últimos 4 anos de três dos principais indicadores operacionais para empresas atuantes em Exploração e Produção de petróleo e gás: reservas provadas, reservas sobre produção e índice de reposição das reservas.

Tabela 2. Evolução dos principais indicadores operacionais da Petrobras, 2009-2012

Indicador	2009	2010	2011	2012
Reservas Provadas (em bilhões de boe, critério SPE/ANP)	14,12	15,99	16,41	16,44
Reserva sobre Produção (em anos)	18	19,2	18,5	18,6
Índice de Reposição das Reservas (%)	110	240	148	103,3

Fonte: Balanços da Petrobras

Embora as séries de reservas provadas e de reserva sobre produção se apresentem consistentes ao longo do tempo, o indicador de reposição das reservas está declinante desde 2010. Um índice de reposição baixo traduz um futuro de crescimento limitado para a empresa e indica também a necessidade de reforçar os esforços e os investimentos para recuperar esse indicador e a própria capacidade de crescimento sustentado da empresa¹⁶.

¹⁵ Lucros antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

¹⁶ O índice de reposição de reservas é usado para avaliar o desempenho de empresas de E&P e é obtido comparando-se o total de reservas provadas adicionado a cada ano à produção de petróleo e gás da empresa nesse ano. Se o índice for abaixo de 100%, assumindo uma demanda estável, a empresa irá eventualmente utilizar o total de suas reservas e chegará a ficar sem produção. Portanto, é um índice muito relevante por indicar a futura produção e geração de caixa da companhia. Assim, esse indicador pode apresentar grande volatilidade de ano a ano, pois depende do sucesso da campanha exploratória de cada ano, a qual está sujeita a muitas variáveis, tais como o território petrolífero a ser explorado, o grau de habilidade técnica da equipe de geólogos e perfuradores, o grau de desenvolvimento tecnológico dos equipamentos, etc.

2.2. Análise Financeira

Os balanços da Petrobras de 2006 a 2012 revelam uma deterioração considerável dos principais indicadores nesse período. Avaliamos a situação das contas mais relevantes para este estudo: resultados líquidos, caixa, investimentos, endividamento geral e endividamento com bancos públicos e privados.

2.2.1 Resultados Líquidos por Áreas de Negócios

A Tabela 3 exibe a evolução dos resultados líquidos por segmentos de negócio da Petrobras¹⁷, de 2006 a 2012.

TABELA 3. Lucro Líquido e Resultados por Áreas de Negócios da Petrobras, 2006-2012 (em R\$ milhões, valores constantes Dez/2012¹⁸).

RESULTADO POR ÁREA DE NEGÓCIO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	S1 2013
EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO	34.112	35.381	45.654	23.028	33.468	42.944	45.452	18.330
ABASTECIMENTO	8.417	7.793	-5.021	16.142	4.195	-10.552	-22.931	-6.565
GÁS & ENERGIA	-1.637	-1.821	-351	839	1.442	3.321	1.733	1.466
BIOCOMBUSTÍVEIS	0	0	0	0	0	-166	-218	-118
DISTRIBUIÇÃO	806	1.047	1.535	1.489	1.429	1.244	1.793	1.139
INTERNACIONAL (2)	485	-1.349	-2.068	-137	1.488	2.082	1.436	2.694
CORPORATIVO	-5.764	-10.753	1.978	-4.293	-1.286	-1.538	-5.391	-4.513
ELIMINAÇÕES E AJUSTES	-714	-1.927	508	-1.191	-1.071	-2.291	-915	669
LUCRO LÍQUIDO CONSOLIDADO	35.706	28.370	42.234	35.875	39.666	35.043	20.959	13.101

Fonte: Balanços da Petrobras

¹⁷Segue breve definição de cada uma das áreas de negócio da Petrobras. O segmento de Exploração e Produção (E&P) refere-se a todos os projetos e atividades diretamente ligados à descoberta, exploração, desenvolvimento e produção de novos campos de petróleo e gás. Abastecimento refere-se a todos os projetos e operações diretamente ligados ao refino, tratamento e logística dos produtos derivados de petróleo e gás. A área de Gás & Energia denomina todos os negócios diretamente ligados ao desenvolvimento, tratamento e comercialização de gás e derivados como energia e GNL (gás natural liquefeito). O segmento de Biocombustíveis inclui todas as atividades diretamente ligadas à produção, desenvolvimento e comercialização de produtos derivados de origem biocombustível, como o etanol e o óleo de palma. O segmento de Distribuição abrange todas as operações e projetos diretamente ligados à distribuição e comercialização de produtos derivados de petróleo, gás e biocombustíveis. A área Internacional abrange todas as iniciativas e atividades conectadas à área internacional e prioritariamente desenvolvidas fora de território brasileiro. O negócio Corporativo nomeia todos os projetos e atividades diretamente ligados à Diretoria e à gestão de atividades corporativas, ou seja, não específicas da atividade-fim de cada negócio, como por exemplo, as áreas de Recursos Humanos, Financeiras, Jurídica e de Comunicação. A área de Eliminações E Ajustes refere-se a negócios (incluindo projetos e ativos) que foram eliminados em todos os outros grupos de negócios. A tabela 1 que apresenta os resultados por área de negócio exibe uma grande elevação do montante de Eliminações e Ajustes em 2011 e 2012, subindo cerca de 1.500% de 2010 a 2011 e caindo apenas 17% de 2011 em 2012. Ocorre que com a chegada da nova Presidente na Petrobras, iniciou-se um grande processo de reestruturação de todos os negócios e os ativos da empresa, e optou-se por explicitar todos os ajustes e eliminações em uma rubrica única.

¹⁸Sempre que em valores constantes e se não citado de outro modo neste artigo, usaremos IPCA como deflator.

A série de resultados consolidados em valores constantes revela dois pontos críticos que iremos aprofundar nesta análise: (i) “consistência limitada”, dada a amplitude das oscilações dos resultados desde 2006; e (ii) queda acentuada do resultado em 2012. Os dois negócios que mais influenciaram essas oscilações têm sido: Exploração e Produção, e Abastecimento. Vamos analisar a evolução de resultados de cada um desses negócios e como eles impactam decisivamente o futuro da empresa.

Sob o ponto de vista da geração de resultados, a atividade mais lucrativa da Petrobras tem sido extrair e produzir petróleo. Somada ao preço crescente da *commodity*, a maior capacidade de exploração e produção da companhia contribuiu para sustentar a elevação desse resultado¹⁹. Para obter resultados positivos com a exploração e produção de petróleo, são necessários elevados níveis de investimento. Sabe-se que a indústria de petróleo já explorou praticamente todos os campos de petróleo de mais fácil acesso e custo mais baixo. Por isso, se afirma que já acabou a era do “petróleo fácil” (“*the end of easy oil*”, no jargão da indústria). Para continuar produzindo petróleo da Bacia de Campos e para explorar os novos territórios da Bacia de Santos e do Pré-Sal é necessário um volume de investimentos bastante elevado, equivalente ao PIB de alguns países desenvolvidos.²⁰ A média dos quatro últimos Planos Plurianuais de Investimento (de 2010 até 2013) alcança a marca de US\$ 230,5 bilhões em cinco anos, valor 4% superior ao PIB anual da Irlanda em 2011 (conforme dados do Fundo Monetário Internacional).

¹⁹ Até 2008, havia certo *pass through* do preço internacional de petróleo para o preço doméstico, o que apoiou o resultado tanto em Exploração e Produção quanto em Abastecimento, revertido após a maior intervenção do governo na definição da política de reajustes do preço da gasolina e diesel.

²⁰ O nível esperado de retorno com o Pré-Sal é muito elevado. A própria empresa declarou que conseguiria ter um retorno de 8% com os preços do combustível acima de US\$ 60 o barril. Com uma produção esperada para o Pré-Sal de no mínimo 2 milhões de barris por dia, durante 20 anos, pode-se esperar um alto Valor Presente Líquido. No apêndice, são apresentados cálculos e considerações sobre o potencial de lucros do Pré-Sal, e sobre as sensibilidades desse valor em relação a: (i) preço do barril de petróleo (variando de US\$ 60,00 para 100,00 o barril); (ii) volume de produção (variando de 2 milhões para 3 milhões de barris por dia); e (iii) duração da vida útil do projeto variando de 20 para 30 anos). Os cálculos apontam que variações do preço do barril têm muito mais impacto sobre os lucros potenciais acumulados do que as outras duas variáveis, fazendo uma “proxy” de VPL saltar de US\$ 67,2 bilhões no cenário-base para US\$ 627 bilhões VPL salta de R\$ 67,2 para 627 bi, pois tradicionalmente nos modelos do setor, o preço do barril é a variável que apresenta a maior sensibilidade e o maior impacto no VPL. Neste caso específico, como o modelo é muito simplificado a sensibilidade é potencializada.) no cenário de preço do petróleo alto (US\$ 100,00 por barril). Existem alguns riscos não dimensionados cujo impacto seria muito alto, tais como os riscos técnicos - da exploração ter custos bem mais altos e ser também bem mais difícil de extrair o petróleo. Para maiores detalhes, ver cálculos simplificados no Apêndice.

O abrupto decréscimo do resultado do Abastecimento nos anos de 2011 e 2012 – passando de um lucro médio de R\$ 4,19 bilhões em valores constantes de 2012 para um prejuízo de R\$ 10,55 bilhões em 2011, R\$ 22,93 bilhões em 2012, e de R\$ 6,57 bilhões no primeiro semestre de 2013, ou seja, perfazendo um prejuízo acumulado de cerca de R\$ 40,05 bilhões em dois anos e meio – encontra explicação na política de subsídio para o preço da gasolina, diesel e gás liquefeito de petróleo, estabelecido pelo governo, por decreto no fim de 2010. Desde essa época, a Petrobras vem registrando perdas sucessivas com a comercialização de gasolina, diesel e gás liquefeito de petróleo (GLP) no mercado interno, em virtude da política de contenção dos preços dos combustíveis executada pelo governo com o objetivo de controlar a inflação²¹⁻²².

O Gráfico 2, elaborado pelo CBIE (Centro Brasileiro de Infraestrutura), mostra que no período 2008 a 2010 ocorreram substanciais defasagens entre o preço médio da gasolina praticado pela Petrobras e o preço médio da gasolina no Golfo americano. Entretanto, a partir do fim de 2010, a defasagem começou a crescerse estabilizando numa média em torno de 25%. De acordo com Adriano Pires, Diretor do CBIE, as perdas da PETROBRAS de 2003 a 2013 (julho) alcançaram a soma de R\$ 40,3 bilhões²³. O mais grave é a aceleração da acumulação de perdas, muito mais acentuada desde 2010, e permanecendo até o momento atual (julho 2013), a despeito do reajuste de preços dos combustíveis praticado em janeiro de 2013²⁴.

²¹ Na prática, as diferenças deveriam se igualar. Porém, a política de ajustes de preço praticada desde o final de 2010 vem deixando as perdas se acentuarem expressivamente.

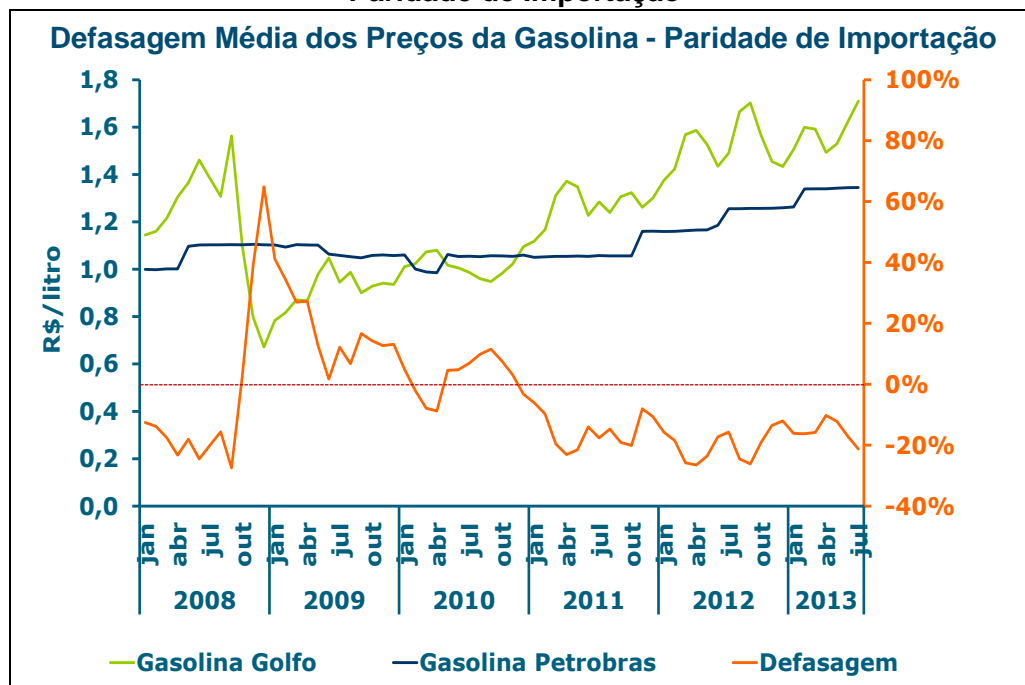
²² De acordo com a Presidente da Petrobras, Graça Foster: aumento da importação de derivados e redução das margens de comercialização, justificado pela desvalorização cambial com impacto nos resultados financeiros e em parte expressiva dos custos operacionais da Companhia.

²³ Vale reproduzir a análise de Pires (2011): “O custo de oportunidade da Petrobras se refere ao saldo líquido acumulado decorrente da diferença entre os preços praticados pela empresa no mercado interno e os preços internacionais da gasolina e do diesel. (...) desde janeiro de 2003, a Petrobras acumula um saldo líquido negativo de aproximadamente R\$ 9,6 bilhões. A partir de janeiro de 2011, os preços internacionais do diesel e da gasolina ultrapassaram os praticados pela Petrobras, acarretando o acúmulo de perdas mensais, conjuntura semelhante ao período anterior à crise econômica. Análises preliminares indicam que a manutenção da política de convergência de preços no longo prazo pela Petrobras resulta em um acúmulo de perdas na ordem de R\$ 4,2 bilhões até julho de 2011, sendo que a gasolina representou perda de R\$ 1,7 bilhão e o diesel R\$ 2,5 bilhões.” Em estudo recente, Pires (2013), as perdas acumuladas atingem a soma mencionada.

²⁴ O reajuste da gasolina foi de apenas 12%, portanto, insuficiente para cobrir a defasagem cambial já existente. Recentemente a companhia veio a público, na edição de 13/08/2013 do jornal Valor, mencionando a necessidade de um reajuste dos preços da gasolina e do diesel. Pelos cálculos do mercado a atual defasagem em relação ao mercado internacional seria de 22% a 23,5% na gasolina e de 18% a 24% no diesel. Para mais detalhes ver a matéria no Valor de 13/08/2013, acesso: <http://bit.ly/19tFWdB>

Gráfico 2 -Defasagem Média dos Preços da Gasolina –

Paridade de Importação



Fonte: Pires, A. CBIE (Centro Brasileiro de Infraestrutura), 26 Julho 2013.

Desde meados de 2010, a Petrobras vem vendendo combustíveis a preços inferiores aos internacionais. Essa situação poderá se agravar com a desvalorização do real, que elevará os preços dos combustíveis internacionais vis-à-vis os preços praticados no mercado interno. A tendência, portanto, será de um agravamento da conta de Abastecimento.

Conforme Adriano Pires, "O fator que mais faz aumentar o prejuízo da Petrobras é o câmbio", acrescentando que "A Petrobras é a única empresa de petróleo que quanto mais vende gasolina e diesel, mais o seu prejuízo aumenta"²⁵.

A questão é que a queda do real frente ao dólar ocorreu em paralelo à forte elevação das importações de petróleo e de derivados, resultado de um aumento expressivo do consumo interno de combustíveis. De 2008 a 2012, o consumo de gasolina cresceu 58%. O Brasil saiu da situação de exportador de gasolina, com receita de US\$ 1,8 bilhão em 2007, para a de importador, com gastos de US\$ 3 bilhões em 2012. O aumento da frota de veículos, estimulado pela redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), é apontado pelo TCU (Tribunal de Contas da União)²⁶ como uma das razões para essa elevação do consumo de gasolina, que cresce em ritmo maior do que o Produto Interno Bruto (PIB).

²⁵ Matéria do Valor, 06/06/2013, acesso <http://bit.ly/13XprHU>

²⁶ O Tribunal de Contas da União apresentou o relatório das contas públicas do Governo Dilma Rousseff em maio de 2013, onde tratou da questão do subsídio do preço dos combustíveis e dos prejuízos para a Petrobras daí decorrentes. Para maiores detalhes, ver <http://bit.ly/121KV5b>

A dependência externa brasileira em relação à importação dos derivados de petróleo vem crescendo. Em 2012, a dependência de gasolina externa ficou próxima de 12% do mercado, a de GLP em 20% e do óleo diesel, 14%. A conclusão de avaliação do TCU em seu relatório anual sobre as contas da Petrobras é a de que "o setor de abastecimento da Petrobras continuará a ter prejuízos até que haja mudança no cenário atual: demanda crescente por derivados; incapacidade de curto prazo de se ampliar a oferta com aumento da capacidade de refino; importação de derivados a preços mais elevados do que os praticados no mercado interno; ausência de sinalização de mercado que evidencie a necessidade de adequação do consumo, com efeitos diretos no mercado de etanol, que encontra dificuldade em face da baixa competitividade"²⁷.

O impacto do câmbio sobre o caixa da Petrobras só poderá ser minimizado com um aumento de preços dos combustíveis. Adriano Pires não acredita que um aumento aconteça em 2013, e menos ainda em 2014, devido a possíveis repercussões dessa decisão sobre a inflação, em primeiro lugar, e também por 2014 ser ano da eleição presidencial. "Se não houver aumento, o acionista da Petrobras é que irá pagar a conta", ponderou Adriano Pires²⁸.

O fraco resultado do 1º. Semestre de 2013 também reflete o problema da apuração e contabilização das importações de combustíveis. A essência desse problema é que excepcionalmente no fim de 2012, a Receita Federal autorizou a Petrobras a deixar para registrar volume considerável das suas importações de combustíveis no primeiro trimestre de 2013. A medida além de se inserir na já conhecida "contabilidade criativa", constituiu uma forma de melhorar os números da Balança Comercial de 2012. A "cobrança da conta" veio em 2013, na forma de um déficit em Transações Correntes, acumulado (de Setembro 2012 a Maio 2013) em R\$ 14,7 bilhões (a soma dos R\$8,9 bi + R\$ 4,6 = R\$ 13,5bi não fecha com os R\$14,7 bi, pois existem outras rubricas que também variaram bastante no período e daí essa diferença. Conforme o relatório Mensal de Maio de 2013, da Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, o déficit de transações correntes no período tem a ver com a queda significativa da venda de produtos de maior valor agregado (manufaturados e semi-manufaturados), não compensada por um pequeno aumento da venda de produtos básicos. Cálculos da Funcex - Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior – indicam que a queda da venda de produtos manufaturados (-9,8%) e semi-manufaturados (-3,7%), não foi compensada pelo pequeno aumento da venda de produtos básicos (+1,7%) na análise do período Maio/2013 sobre Maio/2012.), onde R\$ 8,9 bilhões são devidos à piora nos termos de troca, outros R\$ 4,6 bilhões são devidos "à bagunça nas contas de importações da Petrobras", como o Banco Santander se referiu ao caso recentemente²⁹. Em suma, no 1º semestre de 2013, além do problema contábil, ocorreu a piora dos termos de troca e a manutenção da importação de combustíveis

²⁷ O COMPERJ como pólo petroquímico permitirá evitar a importação de lubrificantes na medida em que parte dos lubrificantes consumidos no Brasil passará a ser produzido aqui, ao invés de ser importado. De modo análogo, quando as novas refinarias entrarem em operação, permitirão reduzir a importação de gasolina e diesel.

²⁸ Mais uma vez, Valor 06/06/2013, acesso <http://bit.ly/13XprHU>

²⁹ Ver Apresentação do Santander, Chartbook – 19 a 23 de agosto 2013.

em níveis desnecessariamente altos, não fossem os atrasos nas decisões de investimento nas refinarias e no controle de preços de diesel e gasolina.

Ainda no campo contábil, destaca-se que no último ITR de 30.06.2013 a Petrobras divulgou que desde Maio deste ano passou a adotar o *hedge cambial*³⁰ e que, por conta disso, no segundo trimestre de 2013, conseguiu evitar que sua exposição cambial reduzisse seu resultado financeiro em R\$ 7,982 bilhões. Conforme ressaltado pela análise de Afonso (2013), “Por princípio, aparentemente, a contabilidade de hedge deveria ser feita contra o saldo da balança comercial: é muito estranho, para dizer o mínimo, que uma empresa com déficit externo possa recorrer a tal mecanismo.”³¹

A Companhia vem utilizando a “contabilidade criativa”, com prejuízos tanto para a análise independente de seus números quanto para a sua própria credibilidade³².

2.2.2 Fluxo de Caixa Consolidado

Para entender as origens e aplicações de recursos na Petrobras, vamos analisar agora a tabela 4, com o Fluxo de Caixa da Petrobras para o período de 2006 a 1º. Trimestre 2013.

Em 2009 e 2010 ocorreu o crescimento expressivo de duas contas: caixa utilizado em investimentos (altas de respectivamente 26% e 42%), e caixa utilizado em financiamento (altas de 448% e 58% respectivamente). Dentre os fatores para este comportamento atípico, vale citar a concessão de empréstimos via bancos públicos (compensando a escassez de créditos face à crise financeira internacional) e o começo dos investimentos para o Pré-Sal - portanto, dois fatores expandindo a demanda por financiamentos naquele período. Note-se que esta tabela não inclui a

³⁰ Na sua análise “130819_Petrobras_Tópicos”, Afonso analisa que “Contabilidade de hedge, ou proteção cambial, é uma forma das empresas amenizarem o impacto de valorizações cambiais bruscas sobre suas contas patrimoniais. [Ponto parágrafo] É algo regular mas novo: empresas brasileiras podem usar expediente desde 2009, quando aprovado o pronunciamento técnico n. 38 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), de 2/10/2009, estendendo a elas o que antes valia apenas para instituições financeiras: “...disciplina o reconhecimento e a mensuração de operações realizadas com instrumentos financeiros – incluindo derivativos – de acordo com o disposto no IAS 39 - *Financial Instruments: Recognition and Measurement*.” Vide norma em: <http://bit.ly/1cTsapm>”

E concluindo a análise: “Em conclusão, a questão chave não é se a PETROBRAS podia recorrer a uma prática contábil que atenuasse o impacto de seu passivo externo cruzando contra exportações, mas sim ignorar que ela também é importadora e, o mais grave que cada vez mais importa mais do que exporta. A PETROBRAS tem uma situação muito diferente de uma empresa mineradora, agrícola ou petroquímica, devedoras em moeda externa e que ostentam enormes superávits em sua balança comercial externa.”

³¹ Para maiores detalhes, consultar Afonso sobre sua análise “130819_Petrobras_Tópicos”.

³² Recentemente, um acionista minoritário da Petrobras, a administradora de recursos Antares, ingressou com uma reclamação formal na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) contra a política de reajustes de combustíveis da estatal. A alegação é de que o não é de que o não alinhamento dos preços ao mercado internacional representa perdas bilionárias à empresa e aos investidores. A Antares chama a atenção para sucessivos prejuízos da área de Abastecimento da Petrobrás, citando o saldo negativo acumulado de R\$ 72,2 bilhões nos últimos oito anos e meio. A Antares reclama a fiscalização, pela CVM, do dever dos administradores da Petrobrás com diligência e lealdade em relação aos investidores e à sociedade. Para maiores detalhes, ver <http://bit.ly/19JPEpA>

cessão paga a União pelo direito de exploração do campo petrolífero, denominada cessão onerosa, cuja operação é considerada em rubrica especial.

Tabela 4. Fluxo de Caixa Líquido do Grupo Petrobras, 2006-2013 (em R\$ milhões, valores constantes Dez/2012).

Fluxo de Caixa Líquido das atividades (R\$ milhões)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	S1 2013
Caixa Gerado pelas Atividades Operacionais	60.786	55.254	62.205	61.303	60.233	59.610	54.145	30.127
Caixa Utilizado em Atividades de Investimento	-45.542	-59.653	-66.530	-83.902	-118.997	-61.215	-74.939	-37.483
Caixa Utilizado/Gerado em Atividades de Financiamento	-9.166	-15.063	7.004	38.399	60.710	8.111	11.649	28.421
(+) Efeito de variação cambial sobre caixa e equivalente caixa	0	0	0	-358	-493	194	1.026	1.808
Geração de Caixa no Exercício	6.078	-19.463	2.679	15.442	1.453	6.701	-8.119	22.873

Fonte: Balanços da Petrobras

(*) "Caixa Utilizado/Gerado em Atividades de Financiamento" é o somatório de Financiamentos Líquidos (Captações menos Amortizações), menos Dividendos Pagos, mais Aquisição de Acionistas não Controladores.

As empresas petrolíferas costumam ter elevadas necessidades de capital, o que é diretamente ligado ao processo de exploração e produção. Este, por sua própria natureza, requer um ciclo longo de investimentos, que varia em média entre 10 a 20 anos até começar a gerar retorno. Enquanto isso, o custo de exploração, bastante elevado, se prolonga por muitos anos. Um forte componente de incerteza envolve o processo produtivo, pois nem toda atividade exploratória é bem sucedida. Daí advém a necessidade de robustez financeira para ingressar no mercado de exploração e produção de petróleo e gás. Completando o elenco de riscos, o negócio petrolífero está altamente sujeito a riscos ambientais. Exemplos não faltam, como o acidente de Macondo, no Golfo do México, em 2010, ou o vazamento do Campo de Frade na Bacia de Campos em 2012. Em resumo, a atividade petrolífera além de envolver elevados custos e longo ciclo de produção, apresenta riscos expressivos, para os quais se requer planos contínuos de avaliação e mitigação.

As necessidades de caixa da Petrobras cresceram muito fortemente no período pós-2008 com os investimentos na camada do Pré-Sal. A próxima subseção irá detalhar os investimentos por áreas de negócio.

2.2.3 Investimentos por Áreas de Negócio

Conforme evidenciado na subseção anterior, os investimentos da companhia que já eram elevados ampliaram-se significativamente com a descoberta de nova fronteira de exploração, demandando assim uma necessidade ainda maior de fluxo de caixa. Como contrapartida para os investimentos, as receitas da Petrobras também são elevadas, provenientes dos cerca de 2 milhões de barris de petróleo produzidos diariamente. Entretanto, dois fatores afetam seus resultados. Primeiro, a necessidade de importar petróleo para combiná-lo com o petróleo nacional nas refinarias, hoje em torno de 10% da produção total (após um ciclo de elevados investimentos para adequar as refinarias ao petróleo brasileiro)³³. Em segundo lugar,

³³O petróleo brasileiro é de composição mais pesada do que a combinação usual para as refinarias e por isso o esforço de investimentos em adequação das refinarias foi (e ainda é) muito relevante.

a política de preços praticados para gasolina, diesel e derivados, o que afeta o resultado da área de abastecimento, conforme discutido por Siqueira, 2010 (página 247).

Tabela 5. Investimentos do Grupo Petrobras por Áreas de Negócios, 2006-2013
(valores constantes Dez/2012³⁴).

INVESTIMENTO (Em R\$ Milhões)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	S1 2013
Exploração e produção	21.364	24.549	29.899	34.502	35.139	35.686	42.970	23.872
Abastecimento	5.833	12.838	12.258	18.481	30.350	28.253	28.860	14.347
Gás e Energia	2.185	2.154	4.632	7.346	5.293	4.009	4.166	2.417
Internacional	9.990	8.762	7.435	7.650	5.170	4.626	5.098	2.264
Distribuição	896	2.226	676	711	970	1.205	1.307	432
Biocombustível		0	0	0	0	524	299	28
Corporativo	1.263	1.166	1.505	2.582	2.544	1.282	1.437	429
• Sociedades de Propósito Específico (4.892	7.867	6.844	6.229	3.013	0	0	0
• Empreendimentos em Negociação	571	797	1.428	1.713	0	0	0	0
• Projetos Estruturados	1	0	0	0	0	0	0	0
Total de investimentos	46.994	60.359	64.677	79.212	82.478	75.586	84.137	43.789

Fonte: Balanços da Petrobras

O total de investimentos da Petrobras por áreas de negócios, de 2006 a 2013 (1º Semestre), conforme a Tabela 5, apresentou uma tendência crescente, com exceção de 2011, onde houve uma redução de cerca de 10%. É de 2008 para 2009 que o crescimento do Total de Investimentos se faz mais notável, cerca de 15% de 2008 para 2009. A seguir discutiremos as razões por trás desse crescimento específico e ao longo do período 2006-2012.

Na tentativa de conciliar os dados de investimento dessa Tabela e o uso de caixa em atividades de investimento, presentes na tabela 4, nota-se uma diferença relativamente pequena nos anos de 2006 a 2009, resultando uma média de R\$ 216 milhões, equivalente a 0,5% da média dos investimentos no mesmo período. Já o período de 2010 a 2012, apresenta uma acentuada diferença entre o investimento e o uso de recursos com investimento. O ano de 2010 exibe a maior diferença, totalizando R\$ 29,16 bilhões a mais no uso dos recursos. Curiosamente como 2010 foi o ano da capitalização, os dados sugerem que a tabela de investimentos exclui os valores de capitalização, cerca de R\$ 25 bilhões para a aquisição dos 5 bilhões de barris da cessão onerosa³⁵.

Objetivamente, nota-se que a área de negócio de abastecimento apresentou maior crescimento relativo de seus investimentos, cuja participação frente ao total de investimentos diretos saiu de 22% do em 2008 para 26% em 2009 e 38% em 2010. Em 2011 e 2012 houve queda para 37% e 34%, respectivamente. No mesmo período houve um decréscimo na participação relativa da área de exploração e produção (E&P), que passou de 53% do Total em 2008, para 48% em 2009 e 44% em 2010, se recuperando em 2011 para 47% e 51% em 2012.

Dentre os principais fatores para o crescimento da área de abastecimento no total de investimentos diretos estão o aumento da demanda doméstica por gasolina,

³⁴ Usando o deflator implícito da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF).

³⁵ Para maiores detalhes, ver Oliveira, Gesner; GOLDBAUM, Sergio (2012). O valor da cessão onerosa era de US\$ 40 bilhões (5 bilhões de barris ao preço de US\$8,00 /barrel).

diesel, derivados, a crescente necessidade de adequação das refinarias ao tipo de petróleo nacional e também a construção de novas refinarias e estudos de avaliação de três novos complexos petroquímicos, num total de duas novas refinarias e três novos complexos petroquímicos no período 2008-2014³⁶. Em resumo, o forte crescimento dos investimentos em abastecimento no pós-2008 deveu-se a três fatores:

- (a) Adaptar as refinarias à qualidade do petróleo nacional (já conseguido);
- (b) Adequar o perfil de produção de derivados ao perfil de demanda (diesel representa 40% da demanda, uma vez que o transporte rodoviário é o principal modal de transporte);
- (c) Qualidade dos produtos exigida pela ANP.

Nesse sentido, a área de Abastecimento passou a ter um papel mais complementar ao de Exploração & Produção. Por outro lado, a contínua elevação do investimento da área de exploração e produção é explicada pela necessidade de elevar os investimentos para poder começar a explorar a nova província do Pré-Sal.

Ou seja, a combinação de elevadas necessidades de investimento em E&P somadas à necessidade de aprimorar e investir em novas unidades de refinaria são, em última instância, as grandes demandas por investimentos da Petrobrás nos últimos anos. Nesse sentido, a piora na geração de caixa e ROIC ocorrem em função da dualidade presente na expansão dos investimentos em abastecimento e o efeito da política de controle do nível de preços de diesel e gasolina pelo governo. Em suma, o excesso de intervenção do governo na política de preço dos combustíveis, além de distorcer os preços relativos e prejudicar o setor de etanol, impõe baixo retorno e resultados à companhia, amplificados no cenário de desvalorização cambial.

De outra forma, até que a política de controle de preços dos combustíveis seja solucionada é difícil vislumbrar alguma solução, ainda que parcial, capaz de minorar os efeitos deletérios dessa política sobre o EBITDA, ROIC e FCF da companhia.

A análise do ROI (Retorno sobre Investimentos) para os diferentes segmentos da Petrobras pode ajudar a identificar qual deles requer maior necessidade de caixa bem como permite-nos cotejar sua rentabilidade implícita. A Tabela 6, obtida através da divisão da Tabela 5 pela Tabela 3, resume os resultados desse cálculo.

³⁶As refinarias construídas no período 2008-2014 são: RNEST (Pernambuco) e Comperj (1ª fase), e os novos complexos petroquímicos são Premium I e Premium II e Comperj (2ª fase).

Tabela 6. ROI por segmento de negócio³⁷

ROI POR ÁREA DE NEGÓCIO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	S1 2013
EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO	1,60	1,44	1,53	0,67	0,95	1,20	1,06	0,77
ABASTECIMENTO	1,44	0,61	-0,41	0,87	0,14	-0,37	-0,79	-0,46
GÁS & ENERGIA	-0,75	-0,85	-0,08	0,11	0,27	0,83	0,42	0,61
BIOCOMBUSTÍVEIS	-	-	-	-	-	-0,32	-0,73	-4,26
DISTRIBUIÇÃO	0,90	0,47	2,27	2,09	1,47	1,03	1,37	2,64
INTERNACIONAL (2)	0,05	-0,15	-0,28	-0,02	0,29	0,45	0,28	1,19
CORPORATIVO	-4,57	-9,22	1,31	-1,66	-0,51	-1,20	-3,75	-10,52
ROI CONSOLIDADO	0,88	0,59	0,74	0,52	0,51	0,49	0,26	0,28

Fonte: Balanços Petrobras, elaboração da autora.

3. Endividamento da Petrobras: credores, condições e mudanças de regras

De R\$ 64,2 bilhões em 2006 (valores constantes de Dez/2012), o endividamento bruto total passou para R\$ 196,3 bilhões em 2012, um crescimento de cerca de 206% em apenas sete anos, conforme demonstrado na Tabela 7.

Destaca-se que o crescimento de mais de 300% do endividamento foi em grande medida financiado por operações de longo prazo, em conformidade tanto com o perfil do banco credor (BNDES) quanto dos projetos de E&P e Abastecimento.

³⁷ Claramente percebem-se quais são os segmentos mais rentáveis e os menos rentáveis em relação aos investimentos. Nota-se que a área de E&P sempre teve um ROI acima de um, à exceção do biênio 2009-2010, por conta das dificuldades econômicas generalizadas que pressionaram o retorno desse e de outros segmentos. Como segundo segmento mais rentável vis-à-vis o investimento, está a Distribuição, com ROI sempre acima de 1 a partir de 2008, incluindo no ápice da crise 2009-2010. Curiosamente, Distribuição apresentou seu pior ROI dos últimos cinco anos em 2011, decorrente do aumento substancial de investimento e de uma redução do lucro nesse ano.

O segmento de pior ROI foi o Corporativo, pois não se espera lucro dessa área. Na sequência, a área de Biocombustíveis, criada em 2009, apresenta Retornos ainda negativos e deve permanecer assim por um tempo considerável. O subsídio do governo à gasolina também prejudica a evolução desse segmento cuja especialidade é fornecer combustíveis alternativos.

Por fim, o Abastecimento apresenta um ROI negativo de 2011 a 2013, pois com a política de subsídios para os combustíveis domésticos o lucro dessa área ficou negativo, assim como (os subsídios são para os combustíveis domésticos, não? O preço internacional é “livre”, commodity price (PICB) De fato, frase mal escrita. Já corrigida.) sua rentabilidade, afetando também a rentabilidade da própria Companhia.

Tabela 7. Endividamento Consolidado (em R\$ milhões, valores constantes Dez/2012).

Endividamento Consolidado - Em R\$ Milhões Constantes Dez/2012, usando IPCA	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.03.2013	30.06.2013
Endividamento Curto Prazo (1)	18.011	11.816	17.259	18.571	17.661	20.073	15.320	14.288	17.852
Endividamento Longo Prazo (1)	46.192	40.594	63.328	103.736	115.255	144.563	180.994	178.896	226.444
Total	64.202	52.410	80.587	122.307	132.916	164.636	196.314	193.183	244.297
Taxa de Crescimento Anual	-	-18%	54%	52%	9%	24%	19%	-1,6%	26,5%
Disponibilidades	38.337	17.238	19.786	34.661	34.181	37.834	27.628	26.716	50.274
Endividamento líquido (2) (4)	25.866	35.172	60.800	87.646	69.963	109.037	147.817	147.803	172.922
líquido/(Endividamento	16%	19%	26%	17%	31%	24%	30%	31%	131%
Passivo Total líquido (1) (3) (5)	255.197	289.595	345.774	383.676	523.166	579.535	629.219	636.687	663.384
Estrutura de capital (capital de terceiros líquido / passivo	47%	48%	50%	48%	33%	39%	45%	48%	50%
Parcela das Disponibilidades (%) comprometido pelo Endividamento Curto Prazo	47%	69%	87%	54%	52%	53%	55%	53%	36%

(1) Inclui endividamento contraído através de contratos de Leasing.

(2) Endividamento Total – Disponibilidades.

(3) Passivo total líquido de caixa/aplicações financeiras.

(4) Somente para 2011 e 2012 - O endividamento líquido não foi calculado segundo as normas internacionais de contabilidade (IFRS) e não deve ser considerado isoladamente ou em substituição ao endividamento total de longo prazo, calculado de acordo com IFRS.

O cálculo do endividamento líquido não deve ser base de comparação com o endividamento líquido de outras empresas.

A administração acredita que a dívida líquida é uma informação suplementar que ajuda os investidores a avaliar nossa liquidez e

auxilia na gestão pela busca em melhorias na alavancagem.

(5) Somente para 2011 e 2012 - Passivo total líquido das disponibilidades ajustadas.

Fonte: Balanços da Petrobras.

3.1. Endividamento com os Bancos Públicos e Privados

Identificadas as razões para o crescimento do investimento, e registradas as dificuldades de obter crédito no ápice da crise financeira mundial, ou seja, entre 2008 e 2009, pode-se compreender a ocorrência de empréstimos dos bancos públicos (BNDES, BB e CEF) para a Petrobras. Contudo, o que ainda intriga e constitui-se em objeto de investigação é por que esses empréstimos continuaram elevando-se, ainda que de forma menos expressiva, no pós crise e reestabelecida a liquidez dos tradicionais canais de crédito internacional, como demonstra a tabela 8.

Conforme citado anteriormente, o financiamento via bancos privados foi severamente afetado pela crise financeira de 2008 e 2009. Para amortecer os efeitos dessa escassez de crédito, o governo brasileiro incentivou os bancos públicos a atuarem concedendo crédito abundante e barato. Desse modo, o impacto da crise sobre os empréstimos públicos foi o aumento considerável da sua participação no financiamento total da economia, enquanto o impacto sobre os créditos privados foi bem acentuado, apontando a sua retração. De fato, conforme apresentado na Tabela 8, houve uma considerável redução do ritmo de crescimento anual do endividamento com o setor privado: de uma taxa de 23% de crescimento em 2008, passou-se para uma taxa anual de apenas 20% em 2009 e 9% em 2010.

Em 2011, porém a taxa disparou para 41% e em 2012 caiu para 24%. Em resumo, o crédito privado cresceu cerca de 20% de 2009 para 2010, e cerca de -9% de 2009 para 2010. Em 2011 e 2012, o crédito privado para a Petrobras voltou a crescer a taxas muito mais expressivas do que aquelas apresentadas no triênio 2006-2008, respectivamente 38% em 2011 e 43% em 2012.

Tabela 8. Passivo da Petrobras com bancos públicos e privados (em R\$ Bilhões, valores constantes de Dez/2012)

Ano	BNDES	BB (*)	CEF	Total Bancos Públicos	Total Bancos Privados (**)	Total Empréstimos	Variação Anual (%)		
							Bancos Públicos	Bancos Privados	Total Empréstimos
2006	9,88	-13,40	-	-3,53	67,73	64,20	-	-	-
2007	8,88	-2,91	-	5,96	46,45	52,41	-69%	-31%	-18%
2008	13,36	5,42	4,51	23,29	57,30	80,59	291%	23%	54%
2009	41,70	6,94	4,72	53,35	68,96	122,31	129%	20%	52%
2010	40,94	10,61	6,38	57,93	74,99	132,92	9%	9%	9%
2011	41,38	12,51	8,66	62,55	105,49	168,04	8%	41%	26%
2012	47,87	9,01	8,26	65,14	131,17	196,31	4%	24%	17%
2013: 1º sem.	42,86	11,13	11,27	65,26	165,39	230,65	0%	26%	17%

Fonte: Balanços Petrobras e apresentação original em Almeida (2012). Dados de bancos privados e total de empréstimos incluídos pela autora, fonte Balanços Petrobras.

(*) A coluna Banco do Brasil apresenta valores negativos para os anos 2006 e 2007. Estes números estão relacionados ao contrato de garantia emitido pela União em favor de Agências Multilaterais de Crédito, motivado pelos captados pela TBG. Foram firmados contratos de contra-garantia, tendo como signatários a União, TBG, PETROBRAS, PETROQUISA e Banco do Brasil S.A., nos quais a TBG se compromete a vincular as suas receitas à ordem do Tesouro Nacional até a liquidação das obrigações garantidas pela União³⁸.

(**) Esta coluna inclui outras fontes de crédito privado, tais como mercados de capital de dívida mundiais, agências de crédito de exportação, bancos de desenvolvimento não-brasileiros, e bancos comerciais brasileiros e internacionais.

Com base nos dados da Tabela 8, importa notar que embora a dívida com os bancos públicos tenha crescido muito mais que a dívida com os bancos privados, a sua participação ainda era cerca de 50% da dívida total no fim de 2012 e está se reduzindo a 40% na 1ª metade de 2013. Ou seja, os bancos públicos, ainda que com uma representação mais modesta, desempenham um importante papel no financiamento da Petrobras. Essa importância se tornou maior e mais evidente no ápice da crise internacional, particularmente em 2009 e 2010, quando o financiamento via bancos públicos representou respectivamente 77,4% e 77,2% do financiamento via bancos privados.

Pode-se relacionar o maior passivo com bancos públicos à maior necessidade de fazer investimentos combinados em E&P e Abastecimento, diante da maior demanda doméstica e déficit comercial (pois uma maior demanda interna por gasolina, diesel e derivados estava sendo suprida por importados, cujo colateral é piorar a balança comercial desse bem). Sendo isso verdade, poderia ter ocorrido um acordo de conveniência onde essa maior necessidade de financiamento era compensada com baixas taxas de juros (subsídios do Tesouro Nacional) oferecidas pelos bancos públicos.

³⁸ Para maiores detalhes, ver **DFP 2006 - DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS PADRONIZADAS**, Notas Explicativas, página 179, ou o sítio <http://bit.ly/1dOiwKU>

Uma hipótese a se imaginar é a de que seria o financiamento via bancos públicos uma forma de compensar a Petrobras pela política de preços que não remunerava seus ativos? Seria possível esse tipo de “arranjo” num cenário de contingência para bloquear reajustes do preço da gasolina, mas se conseguia empréstimos a taxa de juros real abaixo do mercado?

É razoável imaginar que essa potencial combinação ocorreu em meio a uma situação de crise internacional em 2008, onde se imaginava que até a Petrobras seria atingida pela falta de liquidez dos mercados, o que teve um impacto mais restrito como demonstra a Tabela 8.

Nesse sentido, sob a ameaça da falta de liquidez nacional e internacional, os bancos públicos teriam entrado ofertando liquidez a todo o sistema e também à Petrobras. A capitalização da Petrobras em 2010³⁹ contribuiu para um levantamento de US\$ 70 bilhões, a maior capitalização já efetuada na história mundial até o momento. (Vide Oliveira, G. & Goldbaum, S., 2012). Entretanto, conforme já discutimos, cerca de R\$ 48 bilhões foram consumidos em importações de derivados, devido ao subsídio dos preços de derivados, e à política de preços praticada pelo governo.

Ainda assim, as dívidas com o BNDES, CEF e BB aumentaram expressivamente de 2008 para 2009 e houve novos acréscimos a essas dívidas nos anos subsequentes.

O peso da Petrobras na carteira de empréstimos dos Bancos públicos revela que o BNDES é a instituição pública financeira mais intimamente conectada com essa empresa, como atesta a Tabela 9.

Tabela 9. Peso Petrobras Carteira Empréstimos Bancos Públicos (Em R\$ Mi Correntes, 2012)

Crédito / Banco	BNDES	BB	CEF
Total da Carteira de Empréstimos/Desembolsos	156.000	580.799	353.700
Empréstimos para Petrobras	47.870	9.010	8.260
Peso da Petrobras na Carteira (%)	30,69%	1,55%	2,34%

Fonte: Balanços da Petrobras, BNDES, BB e CEF.

Claramente o BNDES foi muito mais longe que os outros dois bancos na atividade de socorrer a Petrobras e auxiliá-la no seu desenvolvimento, onde parte importante deve-se à alteração nas regras de financiamento do banco, aprovados pelo CMN, de financiar as empresas de petróleo e mineração por CNPJ e não mais por grupo econômico. A política de programas institucionais estabelecidos pelo governo federal, especificamente o PAC, por si só, já representa metade do total

³⁹ A literatura sobre a capitalização da Petrobras em 2010 é relativamente densa, e entre os diversos autores, além dos citados, destacamos o que os meios midiáticos vêm noticiando: “Capitalização da Petrobras completa um ano sem motivos para festa” (Revista Exame, edição de 27/09/2011 – ver <http://abr.ai/1c3JYN1>); “Petrobras perde toda a capitalização feita em 2010” (Revista Brasil Econômico, 03/12/2012 – ver <http://bit.ly/19rhThD>), tons muito diferentes das mensagens ufanistas à época do evento: “Com a Capitalização, Petrobras passa a ser a 4ª maior empresa do mundo” (UOL Economia, 24/09/2010 – ver <http://bit.ly/13nycEM>)

comprometido com a Petrobras. Ainda assim, os valores estariam muito maiores que a média dos outros dois bancos. A política de “campeões nacionais” pode também ter reforçado esse peso.

3.2. Condições do endividamento com bancos: prazos, taxas, moedas e juros

Nesta subseção, são revistas as condições das dívidas com os bancos públicos: prazos, taxas, moedas e juros, com o objetivo de entender sua evolução, composição, tendências e impactos sobre a capacidade de endividamento futura.

A comparação entre a volatilidade das taxas de juros em moeda estrangeira vis-à-vis a volatilidade das taxas de câmbio domésticas permite elucidar a composição de cada modelo de taxa de juros, além de explicar os mecanismos básicos da sua volatilidade. Assim, a volatilidade das taxas de juros de moeda estrangeira parece estar diretamente ligada à volatilidade das taxas de câmbio e do risco país, enquanto a das taxas domésticas, ao contrário, por serem pré-fixadas e dadas pela TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) mais custo de intermediação mais *credit risk* da Companhia, não têm um caráter preditivo tão evidente.

A Tabela 10 mostra a evolução dos vencimentos do principal e juros do passivo não circulante. Cerca de 60% da dívida têm vencimento a partir de 2018, ou seja, daqui a quatro anos e meio. Embora a constatação tenha conteúdo positivo, sob certo aspecto, por outro, revela que já no próximo ano vencem cerca de 5% do total da dívida, isto é, cerca de R\$ 18 bilhões, uma parcela elevada para os padrões de caixa baixo correntes⁴⁰.

Tabela 10. Comparação entre Tabelas de vencimento do principal e juros dos financiamentos no passivo não circulante, 31.Dez.2012 e 30.Jun.2013, em R\$ milhões correntes

Ano	Bal 31.12.2012	Bal 30.06.2013	Var (%) Jun.2013/Dez/2012
2013	-	18.848	-
2014	11.281	18.596	65%
2015	17.877	27.173	52%
2016	41.811	34.445	-18%
2017	26.315	29.094	11%
2018 em diante	153.805	214.750	40%
Total	<u>251.089</u>	<u>342.906</u>	37%

Fonte: Balanços da Petrobras

Vale ressaltar que em 2013 e 2014 estão previstos os vencimentos de mais de R\$ 36 bilhões em dívidas (incluindo principal mais juros), equivalentes a 10,9%

⁴⁰ Apesar de apenas cerca de 5% da dívida financeira total, os valores de R\$ 18,8 bilhões vencidos em 2013 e de R\$ 18,6 bilhões vencidos em 2014 são valores relativamente elevados se comparados ao atual caixa livre da Petrobras e suas necessidades de investimento, conforme Resultados da empresa no 2º. Trimestre de 2013.

do total de financiamento de longo prazo. Na prática esse vencimento corresponde a 8,3 vezes o bônus de assinatura (de R\$ 4,5 bilhões) que a companhia terá de dispor para participar do campo de Libra. Diante da fragilidade financeira da Petrobras, tem-se especulado sobre a possibilidade de rever o modelo de partilha, de forma a desobrigar a entrada da companhia nos próximos campos⁴¹, o que só tenderia a debilitar ainda mais a já fragilizada saúde financeira da companhia, agravada no cenário de manutenção da política de controle de preços e desvalorização cambial⁴².

A Tabela 11 permite compreender a distribuição das taxas de juros por faixas de percentuais e respectivos montantes de dívidas em moedas locais e estrangeiras.

Tabela 11. Taxas de juros dos financiamentos no passivo não circulante, em R\$ milhões constantes Dez/2012 (2011 e 2012) e Valores Correntes S1 2013.

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>S1 2013</u>
No exterior			
Até 4%	45.297	67.070	87.741
De 4,01 a 6%	19.335	29.021	49.303
De 6,01 a 8%	17.172	20.901	20.863
Acima de 8%	2.505	1.448	1.432
Total no exterior	84.309	118.440	159.339
No País -			
Até 6%	5.877	7.134	6.365
De 6,01 a 8%	35.275	34.803	47.184
De 8,01 a 10%	3.953	24.983	16.753
Acima de 10%	19.502	1.153	1.008
Total no País	64.607	68.072	71.230
Total geral	148.916	186.513	230.649

Fonte: Balanços da Petrobras

⁴¹ Só no último mês de setembro/2013, este ponto foi exaustivamente debatido, dentre outros, por especialistas como Adriano Pires, no seu Blog no jornal "O Globo" (<http://glo.bo/196dhYJ>), colunistas Celso Ming no jornal "Estado de São Paulo" (<http://bit.ly/1bgmBke>), e jornalistas como Reinaldo Azevedo na revista "Veja" (<http://abr.ai/1dNeOrB>).

⁴² A Carta do IBRE de setembro 2013 sugere que maiores desvalorizações ocorrem em países com maior "fragilidade fiscal", um fator macroeconômico estrutural ligado aos fundamentos da economia brasileira e reflexos da política industrial adotada no pós-crise, portanto, fator exógeno à gestão empresarial da Petrobras, mas que a afeta dramaticamente. Conforme a Carta, "É como se o mercado estivesse mais preocupado com os déficits e as dívidas do setor público — além de forte dúvida com relação à qualidade da sua carteira de crédito — do que com o déficit externo." Para maiores detalhes, <http://bit.ly/1eLcYui>.

Fazendo um cálculo estimativo aproximado para as taxas de juros em moeda estrangeira, encontramos um valor de 4,30% ao ano. Adotando as mesmas premissas para empréstimos em moeda local, obtém-se uma taxa de juros média nominal de cerca de 7,60% ao ano. Esse diferencial de taxas de juros justificaria porque os montantes de empréstimos são significativamente maiores em moeda estrangeira do que em moeda local⁴³. Ou seja, empréstimos do Grupo Petrobras em moeda estrangeira somam cerca de 65%, cujas taxas de juros giram em torno de 4,30% ao ano. Enquanto empréstimos em moeda local representam em torno de 35% do total, a taxa de juros situam-se em torno de 7,6% ao ano. Entretanto, num ambiente de crescente inflação para níveis acima de 5% ao ano (ou 6,5% em 2011 e 5,84% em 2012), a taxa de juros real passa a ter uma relevância maior. Por essa razão, é importante fazermos aqui uma conta simples, subtraindo das taxas de juros nominais a taxa de inflação oficial. Com isso, as taxas de juros em moeda local se tornam mais competitivas, embora devamos lembrar que no Brasil os encargos fiscais e tributários de empréstimos também são mais altos e precisam ser computados IOF (Imposto sobre Aplicação Financeira), variando de 1,5% a 2,5% do valor total.

As taxas de juros nominais de empréstimos do setor público se situam em torno de 6,60% ao ano (TJLP + remuneração do BNDES + risco de crédito do tomador + encargo banco privado, quando há? (PICB) sim, tudo isso incluído.), abaixo da taxa básica da economia, a SELIC, e acima da taxa de juros de moeda estrangeira. Já a taxa real de juros situa-se entre 2% a 3%, considerando uma inflação média de 5,9% (média dos anos de 2011 e 2012).

Além da vantagem trazida pela taxa real de juros, empréstimos do setor público oferecem outras vantagens: uma carência possivelmente maior, ou seja, o devedor só precisa começar a pagar a partir de certo prazo. Maior facilidade e rapidez na concessão vis-à-vis os mercados de moeda estrangeira. Importante também considerar o aspecto das garantias requeridas pelo credor. No Brasil, só o BNDES solicita como garantias a alienação fiduciária dos equipamentos que ajuda a financiar⁴⁴. Por conta da maior carência e da taxa de juros real menor, empréstimos

⁴³A Petrobras sempre que possível utilizou “hedges naturais” de modo a otimizar o gerenciamento de riscos cambiais, “beneficiando-se das correlações de suas despesas e receitas”, conforme nota 29.2.2 do ITR da Petrobras de 31/03/2013. Ainda no mesmo documento “No curto prazo, nos casos em que a exposição cambial decorre dos contratos em que o custo e a remuneração envolvem moedas distintas, a proteção se dá por meio da alocação das aplicações do caixa entre real, dólar ou outra moeda.”

⁴⁴Conforme as notas explicativas das Demonstrações Contábeis de 31 Dezembro de 2011, elaboradas pela própria Petrobras, percebe-se uma diferença de tratamento de garantias quando os empréstimos são concedidos em moeda local ou em moedas estrangeiras. No item 16.7 do referido relatório, tem-se que: “As instituições financeiras no exterior **não requerem garantias à Petrobras**. Os financiamentos concedidos pelo BNDES estão garantidos pelos bens financiados (tubos de aço carbono para o Gasoduto Bolívia-Brasil e embarcações). Os empréstimos obtidos por Sociedades de Propósitos Específicos - SPE estão garantidos pelos próprios ativos dos projetos, bem como penhor de direitos creditórios e ações das SPE.” Já algumas páginas depois, no item 18.3 sob o título de Garantias Concedidas, lê-se que: “A Petrobras tem como procedimento **conceder garantias às subsidiárias e controladas para algumas operações financeiras realizadas no exterior**. As garantias oferecidas pela Petrobras são efetuadas com base em cláusulas contratuais que suportam as operações financeiras entre as subsidiárias e terceiros, garantindo a compra da dívida em caso de inadimplência por parte das subsidiárias e controladas.”(Grifo dos autores)

públicos são mais vantajosos no longo prazo que empréstimos privados. Por fim, quanto ao prazo das dívidas, em geral, não há diferenciação sensível nesse quesito.

Todos os fatores anteriormente citados apontam para as vantagens de obter empréstimo com o setor público e em moeda doméstica, onde nem mesmo a taxa de juros é desvantajosa, pois em termos reais é tão ou mais atrativa que a taxa de juros de empréstimos em moeda estrangeira.

Finalmente, a Tabela 12 mostra o saldo total por moedas no Passivo Não Circulante.

**Tabela 12. Saldo Total por moedas no Passivo Não Circulante
(em R\$ milhões, constantes Junho/2013).**

Saldos por moedas no passivo não circulante	Em Valores Constantes Jun/2013, usando IPCA				
	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>30.06.2013</u>	<u>Var % 2012/2011</u>	<u>Var % Jun2013/2011</u>
MOEDAS					
Dólar norte-americano	45.297	101.823	140.686	125%	38%
Real	18.745	38.807	46.467	107%	20%
Real indexado ao dólar norte-americano	17.172	28.947	24.843	69%	-14%
Euro	2.505	10.822	12.928	332%	19%
Libra esterlina	84.309	3.823	3.779	-95%	-1%
Iene	0	2.291	1.946	-	-15%
TOTAL	168.028	186.513	230.649	11%	24%

Fonte: Balanços da Petrobras

Por tipo de moeda, é possível ver que a exposição da PETROBRAS cresceu um quarto em apenas um semestre e o estoque já chega a R\$ 230 bilhões.

Cumprir notar que apesar do crescimento em real ter sido bem expressivo nos dois períodos em tela (de 2011 a 2012 e de fim de 2012 a Junho 2013), 107% do fim de 2011 ao fim de 2012, e 20% do fim de 2012 até junho de 2013, as moedas estrangeiras, particularmente o dólar norte-americano e euro tiveram taxas de crescimento maiores na média dos dois períodos.

Cabe ressaltar o papel definidor que a Petrobras exerce abrindo o mercado de crédito externo para que empresas domésticas, públicas ou privadas, possam ter acesso. Além disso, a Petrobras atua como *benchmark* de taxas de captação no mercado externo.

A Tabela 13, extraída diretamente do ITR do 2º Trimestre de 2013, mostra a distribuição dos financiamentos por tipos de crédito, e permite perceber a evolução ou migração de uma rubrica para outra entre 31 de dezembro de 2012 e 30 de junho de 2013.

No exterior, o tipo de crédito que mais cresceu de um período ao outro nos Ativos Não Circulantes foram as Obrigações ao Portador (Notes, Global Notes e Bonds) com um aumento de 50%, passando de R\$ 63,4 Bi para R\$ 94,2 Bi,

enquanto os via instituições financeiras cresceram 22%, de R\$ 51,4 Bi para R\$ 65,1 Bi.

No país, a rubrica de maior crescimento nos Ativos não Circulantes foram as Notas de Crédito à Exportação, com cerca de 50%, passando de R\$ 12,8 Bilhões para R\$ 18,7 Bilhões.

Tabela 13. Financiamentos por tipos de crédito

15. Financiamentos				
	Circulante		Consolidado Não Circulante	
	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2013	31.12.2012
Na exterior				
Instituições financeiras	12.230	9.428	65.140	51.406
Obrigações ao portador - Notes, Global Notes e Bonds	2.888	2.514	94.199	63.413
Outras	-	500	-	5
	15.118	12.442	159.339	114.824
Na País				
Notas de Crédito à Exportação	163	291	18.723	12.795
BNDES	1.946	1.714	42.861	44.111
Debêntures	285	286	569	705
FINAME	88	69	1.266	666
Cédula de Crédito Bancária	33	102	3.606	3.606
Outras	527	379	4.285	4.111
	3.042	2.841	71.310	65.994
	18.160	15.283	230.649	180.818
Juros sobre financiamentos	2.495	2.081		
Parcela circulante dos financiamentos de longo prazo (principal)	7.093	5.711		
Financiamentos de curta prazo	8.572	7.491		
	18.160	15.283		

Fonte: ITR Petrobras, 2º. Trimestre 2013.

Capitalização dos juros das dívidas

Arelado ao crescente endividamento ocorreu um crescimento significativo dos juros das dívidas. Entretanto, grande parte é associada e capitalizada junto com investimentos. Em 2012 em torno de R\$ 7 bilhões de juros de financiamentos de longo prazo foram capitalizados. A Tabela 14 exhibe a manutenção dos altos encargos dos juros da dívida decurso prazo de 2009 até 2012, com pequenas variações. Isso ocorre, porque não estamos reportando os juros pré-2008, visto que os mesmos não eram publicados nos Balanços do Grupo nesse período.

O endividamento impacta o resultado, liquidez, rentabilidade e geração de caixa da Petrobras, conforme discutido na próxima subseção.

Tabela 14. Evolução de Juros e Parcelas de Financiamento de Curto e Longo Prazos, em R\$ milhões constantes 2012.

Conta	2009	2010	Var (%) 2010 / 2009	2011	Var (%) 2011 / 2010	2012	Var (%) 2012 / 2011
Juros sobre financiamentos	1.694	1.632	-3,6%	1.744	6,9%	2.081	19,3%
Parcela circulante dos financiamentos de longo prazo (principal)	7.358	5.390	-26,7%	7.325	35,9%	5.711	-22,0%
Financiamentos de curto prazo	9.054	9.790	8,1%	10.917	11,5%	7.491	-31,4%
TOTAL	18.105	16.812	-7,1%	18.884	12,3%	15.283	-19,1%

Fonte: Balanços da Petrobras

De acordo com as séries apresentadas na Tabela 14 de 2009 a 2012, o total de parcelas de financiamentos de curto e longo prazos, mais juros, pouco variou. A composição desse total, porém, sofreu mudança expressiva. Um aspecto a notar é que os juros sobre financiamentos apresentam pequeno crescimento de 2010 a 2011 (6,9%) e de 2011 a 2012 (19,3%), enquanto os financiamentos de curto prazo cresceram cerca de 11,5% de 2010 a 2011, e diminuíram cerca de 31,4% de 2011 a 2012. O principal de financiamentos de longo prazo aumentou cerca de 11,5% de 2010 para 2011, e depois caiu cerca de 31,4%.

Para entender a volatilidade das taxas de juros, especialmente no curto prazo, devemos distinguir as taxas de juros em moeda estrangeira das taxas de juros de moeda doméstica. A volatilidade das taxas de juros de moeda estrangeira parece estar diretamente ligada à volatilidade das taxas de câmbio e do risco país, sendo ambas componentes do custo de captação no exterior. Já as taxas domésticas, ao contrário, por serem pré-fixadas e dadas (pelo menos no caso do BNDES) pela TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) mais custo de intermediação mais *credit risk* da Companhia, não conseguiriam explicar tão claramente a volatilidade das taxas de juros no curto prazo.

3.3. Endividamento via arrendamento mercantil (não circulante)

Além do endividamento financeiro, a Petrobras tem um total de R\$ 166 bilhões ao fim de 2012 em arrendamento mercantil operacional, ou seja, dívida com fornecedor que não aparece como dívida financeira (conforme nota 15.2 nas notas explicativas do Balanço do 3º Trimestre de 2012 (ITR3 Tri 2012), mas que agências de *rating* reconhecem como tal. Investimentos em E&P são os que podem ser feitos via investimento ou via arrendamento – a decisão cabe à empresa, em função da rentabilidade apresentada em cada modalidade. O custo de arrendamento aparece no lucro, pois entra no custo por produto vendido. Entretanto, a Companhia apresenta arrendamento mercantil como parte de despesa quando o produto é vendido, portanto, numa conta fora do Balanço, mas que vai impactar o Resultado.

A Tabela 15 apresenta os valores de arrendamento mercantil de 2009 a 2012. De 2009 a 2010 ocorreu um crescimento expressivo de 175%, de 2010 a 2011, de cerca de 30% e de 2011 a 2012, de 65%. Claramente essa forma de financiamento tem sido largamente utilizada por seus benefícios como menor custo que a dívida financeira típica e por não sobrecarregar os índices de endividamento, que são foco de atenção dos analistas de mercado, pesam no valor da ação e perspectivas do mercado de capitais em geral.

Tabela 15. Arrendamento Mercantil não operacional 2009-2012
(em R\$ Bilhões, constantes Dez/2012)

Períodos pós- 2009	Consolidado 2009	Períodos pós- 2010	Consolidado 2010	Períodos pós- 2011	Consolidado 2011	Períodos pós- 2012	Consolidado 2012
2011	7.336	2011	17.736	2012	24.044	2013	34.174
2012 - 2015	17.770	2012 - 2015	44.732	2013 - 2016	55.156	2014 - 2017	72.162
2016 em diante	4.069	2016 em diante	17.640	2017 em diante	24.932	2018 em diante	60.383
Total	29.175	Total	80.108	Total	104.132	Total	166.719

Fonte: Balanços Petrobras, elaboração da autora.

3.4. O endividamento com BNDES

Nesta subseção, o foco é sobre os empréstimos do BNDES para Petrobras.

De acordo com a Tabela 16, o BNDES teria desembolsado a título de empréstimos um total de R\$ 20,96 Bilhões para a Petrobras de 2008 a 2012, diretamente, e outros R\$ 25 bilhões, concedidos em 2009 para as obras do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento), perfazendo um total de R\$ 45,96 Bilhões. Este valor é próximo ao apresentado pelos Balanços da Petrobras, que eram de cerca de R\$ 47,9 bilhões, conforme Tabela 7. Existe, portanto, uma diferença de cerca de R\$ 2 bilhões nos relatórios das duas instituições.

Do total de desembolsos, a área líder é a de Exploração e Produção, com cerca de R\$ 10,2 bilhões, distribuídos em equipamentos dos mais diversos, desde as embarcações de apoio, no âmbito da subsidiária Transpetro, (totalizando R\$ 5,1 bilhões) e navios-tanque (R\$ 2,2 bilhões) até sondas e plataformas (R\$ 936 milhões), Inovação (R\$ 204 milhões) até Outros Equipamentos (R\$ 36 milhões). Abastecimento - Transporte é a segunda área, logo após E&P, a receber maior volume de desembolsos (com R\$ 5,89 bilhões), seguida de Abastecimento-Refino (com R\$ 4,84 bilhões), como exibido na Tabela 15 e no Gráfico 3, ambos sobre os desembolsos do BNDES para a Petrobras e pequena parte para a cadeia produtiva de petróleo e gás, que só começou a receber os desembolsos em 2012, num total de apenas R\$ 350 milhões, num universo de R\$ 20,9 bilhões, conforme visto.

Tabela 16. Desembolsos do BNDES para Petrobras e Setor de Petróleo e Gás (*)()⁴⁵**

Área de Negócio / Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Total por área
Exploração e Produção - Total	1.473	1.496	2.085	2.188	2.945	10.187
- E&P - Embarcações de apoio	478	442	1.256	1.336	1.599	5.111
- E&P - Navios-Tanque	177	431	514	352	716	2.190
- E&P - Estaleiros	289	623	315	500	19	1.746
- E&P Sondas e Plataformas	529	0	0	0	407	936
- E&P Inovação	0	0	0	0	204	204
- E&P - Outros Equipamentos	0	0	36	0	0	36
Abastecimento (Transporte)	2.238	1.557	1.119	454	526	5.894
Abastecimento (Refino)	0	150	0	285	4.412	4.847
Total por Ano	3.711	3.203	3.240	2.927	7.883	20.964
PAC (Pgm Acel. Crescimento)	0	25.000	0	0	0	25.000
TOTAL GERAL	3.711	28.203	3.240	2.927	7.883	45.964

Fonte: BNDES. Re-elaborado pela autora. (*) A cadeia produtiva de petróleo e gás recebeu R\$ 350 milhões de desembolsos em 2012, o seu primeiro ano de operação/desembolsos do BNDES para esta cadeia. (**) Em 2009 o BNDES concedeu outros R\$ 25 bilhões para a Petrobras a título do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento).

Foram três as motivações básicas dos empréstimos do BNDES para a Petrobras, conforme apresentados na Tabela 15:

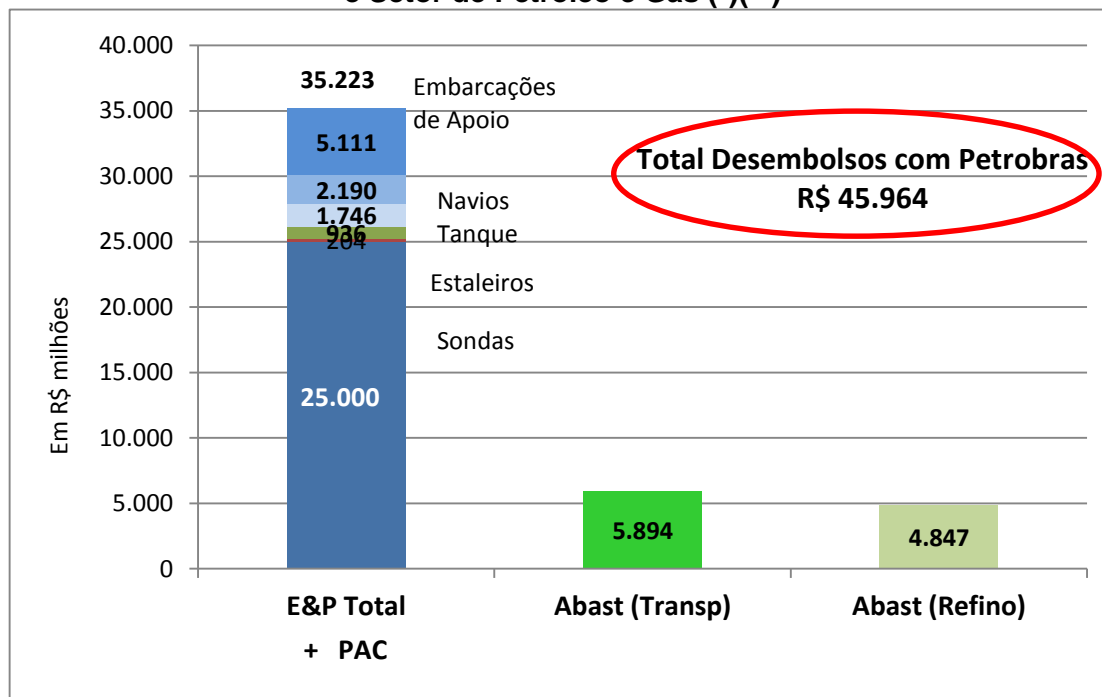
- Dar liquidez à maior empresa do país num momento de escassez de recursos;
- Compensar a Companhia pela política de controle de preços dos combustíveis, que limita fortemente a sua “agilidade financeira”;
- Garantir liquidez à maior empresa do país e promover o avanço dos demais setores a ela ligados, além do petróleo e gás propriamente dito e sua cadeia produtiva, infraestrutura, equipamentos e o resto da economia brasileira⁴⁶.

⁴⁵ Conforme observado por um revisor, os desembolsos para Refino ocorreram apenas em 2012, o que poderia evidenciar uma possível lentidão por parte do BNDES na tomada de decisão ou planejamento da demanda e consequentemente, nos investimentos necessários para expandir a oferta de combustíveis. Resta saber se a lentidão deveu-se ao BNDES para liberar o recursos ou à Petrobras para fazer a consulta e seguir o rito tradicional: consulta, enquadramento, aprovação e por fim, desembolso.

⁴⁶ A cadeia produtiva do setor divide-se esquematicamente em 3 partes: *upstream* (todas as atividades ligadas à exploração e produção de petróleo e gás); *midstream* (atividades ligadas a refino, transporte, importação e exportação de hidrocarbonetos) e *downstream* (distribuição e serviços para o cliente final). A área de *upstream* concentra uma grande variedade de subsetores: (1.1.) as operadoras de Petróleo e Gás, como por exemplo: Petrobras, Shell, Chevron, etc; (1.2) as empresas que fornecem serviços diretamente ligados a EP, tais como as empresas de serviços Schlumberger, Haliburton, Cameron, Baker, etc; (1.3.) as empresas fornecedoras de equipamentos para EP, tais como produtoras de “árvores de natal”, plataformas de petróleo, FPSOs, navios-sonda, etc. A área de *midstream* envolve empresas transportadoras de petróleo e gás, tais como: (2.1) as refinarias, tais como a REDUC (Refinaria de Duque de Caxias) e REPAR (Refinaria do Paraná); (2.2) as transportadoras de petróleo, como a Transpetro; (2.3) as transportadoras de gás, como a TBG (Transportadora Gás Boliviano) e CEMIG. A área de *downstream* inclui todas as atividades e empresas que são responsáveis pelo fornecimento e distribuição dos produtos para o cliente final. Os produtos vão desde: derivados como gasolina, diesel, óleo para aquecimento, combustível para aeronaves, betume, lubrificantes, gás

Detalharemos esses pontos melhor mais adiante.

Gráfico 3. Desembolsos do BNDES para Petrobras e Setor de Petróleo e Gás (*)()**



Fonte: BNDES. Re-elaborado pela autora. (*) A cadeia produtiva de petróleo e gás recebeu R\$ 350 milhões de desembolsos em 2012, o seu primeiro ano de operação/desembolsos do BNDES para esta cadeia. (**) Note-se que em 2009 o BNDES concedeu outros R\$ 25 bilhões para a Petrobras a título do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento).

3.5. Por que endividamento público e não privado?

Conforme visto anteriormente, a Tabela 8 mostrou o endividamento total da Petrobras, subdividido em endividamento com bancos públicos e endividamento com banco privados. A pergunta que se põe aqui é por que parte desse endividamento foi efetuada com o setor público e não mais maciçamente com o setor privado?

Compreende-se que num primeiro momento, durante o ápice da crise, em fins de 2008 e começo de 2009, os Bancos públicos entraram dando liquidez e auxiliando

propano liquefeito (GPL) e produtos especializados. Empresas que atuam nesse setor lidam com todos esses produtos e se caracterizam como: (3.1) redes de postos de gasolina, ex.: COSAN, Distribuidora Petrobras; (3.2) empresas de Biocombustíveis, ex: Raizen, Petrobras Biocombustíveis; (3.3) empresas de distribuição de combustíveis especializados, ex.: para aviação, lubrificantes, gás natural comprimido, GLP, etc. Os setores e as empresas que atendem especificamente a partes desta vasta e complexa cadeia produtiva são igualmente especializados e complexos e vão desde o setor de máquinas e equipamentos que abrange desde o simples parafuso e a pouco mais complexa bomba hidráulica, até as enormes árvores de Natal que se instalam no fundo do mar, até o setor de marketing e elaboração de peças para venda de produtos combustíveis para o cliente final. A capacidade multiplicadora desta cadeia e indústria é muito elevada, uma das maiores dentre todas as indústrias.

as grandes empresas num momento em que o crédito se apresentava muito curto para todos.

Entretanto, já em 2010 os mercados voltaram a conceder crédito tanto a nível internacional quanto no Brasil.

Então por que a Petrobras continuou a se financiar com bancos públicos e, em particular, o BNDES?

Uma possível racionalização desses movimentos pode ser encontrada em Almeida e Schneider (2012), onde o autor discorre sobre a orientação estratégica do BNDES e seu papel não apenas como um fomentador do desenvolvimento industrial, mas principalmente como instrumento para *enforcement* da política de “campeões nacionais”. Esta visão foi exposta por Luciano Coutinho, Presidente do BNDES em 2009, declarando que o Brasil precisava de campeões de nível mundial (ou “world-class Brazilian companies”), onde “algumas empresas já com boas condições de competir mundialmente, receberiam o apoio do BNDES, sob condições de mercado, para reforçar suas oportunidades (e se tornarem “campeões nacionais”)...”⁴⁷

Dentro dessa ótica, fortalecer a Petrobras parece ter sido uma decisão “consciente”⁴⁸ do Governo tanto para reforçar a tese dos campeões nacionais quanto para compensar a perda de estímulo internacional e garantir que a Petrobras mantivesse a economia aquecida.

Para sustentar a primeira tese, Almeida (2011) aponta algumas possíveis evidências. A primeira seria o enorme montante de cerca de R\$ 50 bilhões de exposição da Petrobras junto a bancos públicos, em junho de 2010, uma dívida 11 vezes maior do que em 2007.

A segunda demonstração seria a crescente concentração de exposição do BNDES com a Petrobras. Adicionando à dívida de R\$ 36,4 bilhões da Petrobras junto ao BNDES, as aplicações do BNDESPar em ações da Petrobras e a parcela de emissão primária adquirida pelo BNDES no leilão de setembro de 2010, o total da exposição estava próximo a R\$ 80 bilhões, ante R\$ 24 bilhões, calculados com as mesmas rubricas, em 2006. Ora, considerando que em setembro de 2010, o BNDES possuía um patrimônio líquido de referência (PLR) consolidado de R\$ 65,90 bilhões⁴⁹, toda essa exposição a uma única “holding” só era possível com mudanças na legislação. Só uma política de governo coordenada poderia permitir isso, não uma simples operação de financiamento.

Os limites de empréstimos dos bancos públicos para o Grupo Petrobras eram de 25% do patrimônio líquido de referência (PLR). Em setembro de 2008, a

⁴⁷ Vale ressaltar que essa política de “campeões nacionais” tem aspectos altamente reconhecidamente positivos quando acompanhada de métricas e objetivos bem definidos e avaliados, em paralelo a opções de saída. Para maiores detalhes ver Canedo (2013) e Canedo (2011). Cumpre ressaltar que a mesma lógica se aplica à política de conteúdo local, ver Veloso (2006) e Xavier (2010).

⁴⁸ Vale qualificar essa decisão “consciente” do Governo: consciente no sentido de que não existiam tantas alternativas para conter preços administrados e, portanto, a companhia aceitava como colateral a piora financeira dos seus resultados.)

⁴⁹ Ver relatório do BNDES, disponível em <http://bit.ly/19J8oWk>.

Resolução Bacen nº 315 de 30 de setembro de 2008 modificou essa regra, retirando os empréstimos para a Petrobras do limite de empréstimos do BNDES para o setor público. Na prática, o BNDES passou a poder emprestar de 25% para 50% do seu PLR.

Por outro prisma, para sustentar a tese de que fortalecer a Petrobras reforçaria a economia, num contexto onde o estímulo externo escasseava, vamos rever a Tabela 17 que apresenta a contribuição da Petrobras para a economia. Adotaremos aqui a metodologia apresentada originalmente em Afonso e Pacheco de Castro (2011).

De acordo com a Tabela 17, o total da contribuição econômica da Petrobras para o país (ou mais rigorosamente, as receitas do governo⁵⁰) praticamente se mantiveram no mesmo patamar de 2006 a 2012, apresentando uma pequena redução de 3,12%. No período de 2008 a 2012, houve uma redução maior, de 6,31%. Por si só, esse fato já derruba a tese, amplamente defendida nas apresentações oficiais da empresa (que são sempre em valores correntes), de que a empresa aumentou fortemente a sua contribuição fiscal no período em destaque.

Tabela 17. Impostos e Contribuições Consolidados (em R\$ milhões, valores constantes Dez/2012).

R\$ Milhões em termos Reais								Média		Crescimento %	
Contribuição Petrobras Impostos e Contribuições Consolidados	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012 - 2008	2012 - 2006	2012 - 2008	2012 - 2006
Contribuição Econômica - País	70.180	67.716	72.439	67.113	73.189	75.280	66.170	70.838	70.298	-8,7	-5,7
ICMS	24.426	23.883	28.779	30.149	32.330	38.909	39.412	33.916	31.127	36,9	61,4
CIDE	10.791	10.317	6.736	6.860	7.753	7.925	2.023	6.259	7.486	-70,0	-81,3
PASEP/COFINS	16.031	15.757	15.560	14.919	16.685	15.542	15.951	15.732	15.778	2,5	-0,5
Imposto de Renda e CSLL	15.746	14.089	19.571	12.055	12.982	10.395	4.850	11.971	12.813	-75,2	-69,2
Outros	3.186	3.670	1.793	3.130	3.439	2.507	3.934	2.961	3.094	119,4	23,5
Contribuição Econômica - Exterior	5.216	4.621	5.527	5.296	5.395	5.980	6.873	5.814	5.558	24,4	31,8
Total	75.395	72.337	77.965	72.409	78.584	81.260	73.043	76.652	75.856	-6,3	-3,1
Inflator	1,38	1,32	1,25	1,19	1,13	1,06	1,00	-	-	-	-
IPCA	2.615	2.732	2.893	3.018	3.196	3.404	3.602	-	-	-	-

Fonte primária: Petrobras. Valores correntes convertidos em constantes de 2012 pela variação do IPCA.

⁵⁰ Conforme observação de um revisor atento deste artigo, seria mais apropriado falar em “contribuição para as receitas do governo”, em vez de “contribuição econômica para o país”, já que não são apresentados dados de produção e/ou encadeamento com outros setores. A terminologia adotada, no entanto, é usada pela própria Petrobras, e os autores preferiram mantê-la.

Tabela 18. Impostos e Contribuições Consolidados (em % do PIB).

% do PIB								Média		Crescimento p.p.	
Contribuição Petrobras	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012 - 2008	2012 - 2006	2012 - 2008	2012 - 2006
Contribuição Econômica - País	0,1725%	0,1341%	0,1133%	0,1029%	0,0767%	0,0725%	0,0586%	0,0807%	0,0938%	-0,0546%	-0,1138%
ICMS	0,0600%	0,0473%	0,0450%	0,0462%	0,0339%	0,0375%	0,0349%	0,0391%	0,0423%	-0,0101%	-0,0251%
CIDE	0,0265%	0,0204%	0,0105%	0,0105%	0,0081%	0,0076%	0,0018%	0,0070%	0,0097%	-0,0087%	-0,0247%
PASEP/COFINS	0,0394%	0,0312%	0,0243%	0,0229%	0,0175%	0,0150%	0,0141%	0,0180%	0,0211%	-0,0102%	-0,0253%
Imposto de Renda e CSLL	0,0387%	0,0279%	0,0306%	0,0185%	0,0136%	0,0100%	0,0043%	0,0133%	0,0166%	-0,0263%	-0,0344%
Outros	0,0078%	0,0073%	0,0028%	0,0048%	0,0036%	0,0024%	0,0035%	0,0034%	0,0041%	0,0007%	-0,0043%
Contribuição Econômica - Exterior	0,0128%	0,0091%	0,0086%	0,0081%	0,0057%	0,0058%	0,0061%	0,0067%	0,0075%	-0,0025%	-0,0067%
Total	0,1853%	0,1432%	0,1219%	0,1110%	0,0824%	0,0783%	0,0647%	0,0874%	0,1013%	-0,0572%	-0,1205%
PIB	2.369.484	2.661.344	3.032.203	3.239.404	3.770.085	4.143.013	4.402.537	3.717.448	3.374.010	45,2	85,8

Fonte primária: PETROBRAS. Valores correntes convertidos em % do PIB.

Tabela 19. Impostos e Contribuições Consolidados (como % da Receita Líquida do Governo Central).

% da Receita Líquida do Governo Central								Média		Crescimento p.p.	
Contribuição Petrobras	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012 - 2008	2012 - 2006	2012 - 2008	2012 - 2006
Contribuição Econômica - País	11,3	10,0	10,0	9,2	8,3	8,7	7,5	8,6	9,0	-2,5	-3,8
ICMS	3,9	3,5	4,0	4,1	3,7	4,5	4,5	4,2	4,1	0,5	0,5
CIDE	1,7	1,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,2	0,7	0,9	-0,7	-1,5
PASEP/COFINS	2,6	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	-0,3	-0,8
Imposto de Renda e CSLL	2,5	2,1	2,7	1,7	1,5	1,2	0,6	1,4	1,6	-2,1	-2,0
Outros	0,5	0,5	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	-0,1
Contribuição Econômica - Exterior	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,0	-0,1
Total	12,1	10,7	10,7	9,9	8,9	9,4	8,3	9,3	9,8	-2,4	-3,9
Receita líquida do governo central	450.725	513.268	583.583	611.621	779.095	817.923	880.830	734.610	662.435	50,9	95,4

Fonte primária: PETROBRAS.

A análise da Tabela 18 revela que a participação total de impostos e contribuições da empresa no PIB caiu 0,12% de 2006 a 2012, sendo que 45% dessa queda ocorreu nos últimos quatro anos. Os impostos que apresentam maior flutuação de 2006 a 2012 em valores constantes de 2012 foram o Imposto de Renda e a CIDE (Contribuição sobre Intervenção no Domínio Econômico)⁵¹, com decréscimos respectivamente de 75% e 70% de 2008 a 2012⁵².

Convém destacar que de 2018 a 2012 a Petrobras contribuiu em média com mais de 80% da contribuição da CIDE-Combustíveis, cerca de 7% da arrecadação de PIS/PASEP e CONFINS e 3% da lucratividade das empresas, montantes esses que demonstram sua importante participação na arrecadação de receitas federais⁵³.

⁵¹ No caso específico de combustíveis, a CIDE foi instituída pela Lei 10.336, de 19 de dezembro de 2001, a CIDE cujos recursos serão destinados, dentre outras áreas, para o financiamento de programas de infraestrutura de transportes.

⁵² A redução da CIDE está ligada à própria política de desonerações do governo, que a reduziu significativamente tanto para gasolina (cerca de 53%) quanto para o diesel (cerca de 33%), de novembro de 2011 a junho de 2012, conforme link <http://bit.ly/15W16AY>.

⁵³ Fonte: Contas Públicas, Banco Central, 2008 a 2012.

A Tabela 19 traz a participação de impostos e contribuições pagos pela Petrobras como percentagem da Receita Líquida do Governo Central. Nota-se uma pequena perda da participação da Petrobras na Receita Líquida do governo central, perda essa que se tornou menor no período mais recente 2008-2012 (apenas 2,4%) do que no período completo de análise, 2006 a 2012 (perda de 3,9%). Por trás disso, nota-se um aumento da importância relativa do ICMS, apesar da redução da importância do Imposto de Renda (com os resultados mais fracos no período) e da desoneração fiscal sobre o PASEP/CONFINS (desde 2010) e sobre a CIDE (final de 2011 a começo de 2012 na CIDE). Vale notar também o acentuado crescimento da arrecadação líquida do Governo Central em termos nominais: cerca de 95%, no período 2006 a 2012, em contraste com um aumento da contribuição econômica da Petrobras de apenas cerca de 33% no mesmo período analisado.

Passando das contribuições ou tributos para as participações governamentais, também é importante examinar a evolução anual no mesmo período recente, entre 2006 e 2012, de cada modalidade, reportada em valores correntes na mesma página “Tributos”, que integra o bloco de relações com investidores no portal da PETROBRAS.

Continuando conforme a análise anterior, depois de compilar os valores históricos dos royalties e das participações governamentais, além das retenções e bônus de assinatura, as Tabelas 20 e 21 apresentam os mesmos expressos em proporção do PIB e a preços do último ano (IPCA). Para uma visão mais apurada, as mesmas tabelas apresentam ao final o somatório das participações e das contribuições identificadas no referido portal da empresa.

Tabela 20. Participações Governamentais da Petrobras – R\$ Milhões- Valores Constantes (IPCA)

R\$ Milhões em termos Reais								Média		Crescimento %	
Participações Governamentais da Petrobras	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012 - 2008	2012 - 2006	2012 - 2008	2012 - 2006
PARTICIPAÇÕES	16.378	15.218	21.758	16.495	19.624	26.429	30.261	22.913	20.880	39,1	84,8
Royalties	7.626	7.574	10.179	8.122	9.405	12.533	14.459	10.940	9.985	42,0	89,6
Participações Especiais	8.338	7.222	11.423	8.246	10.081	13.760	15.648	11.832	10.674	37,0	87,7
Retenções de Área	107	118	116	127	138	136	154	134	128	32,8	43,6
Bônus de Assinatura	306	304	40	0	0	0	0	8	93	-100,0	-100,0
Contribuições econômicas identificad	54.730	54.851	62.608	60.653	69.715	76.777	73.043	68.559	64.625	16,7	33,5
GOVERNOS	71.108	70.069	84.366	77.148	89.339	103.206	103.304	91.473	85.506	22,4	45,3
Inflator	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	-	-	-	-
IPCA	2.615	2.732	2.893	3.018	3.196	3.404	3.602	-	-	-	-

Fonte primária: PETROBRAS. Valores correntes convertidos em constantes de 2012 pela variação do IPCA.

Tabela 21. Participações Governamentais da Petrobras (em % do PIB)

% do PIB								Média		Crescimento p.p.	
Participações Governamentais da Petrobras	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012 - 2008	2012 - 2006	2012 - 2008	2012 - 2006
PARTICIPAÇÕES	1,4	1,2	1,4	1,1	1,0	1,3	1,4	1,2	1,3	-0,1	0,0
Royalties	1,5	1,2	1,6	1,1	1,1	1,4	1,5	1,3	1,3	-0,1	-0,1
Participações Especiais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Retenções de Área	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Bônus de Assinatura	10,1	8,9	8,7	8,2	7,6	7,8	6,9	7,7	8,1	-1,9	-3,2
Contribuições econômicas identificadas	13,1	11,3	11,8	10,4	9,7	10,4	9,7	10,3	10,7	-2,0	-3,4
GOVERNOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	0,0	0,0
Receitas primárias do governo central	2.369.484	2.661.344	3.032.203	3.239.404	3.770.085	4.143.013	4.402.537	3.717.448	3.374.010	45,2	85,8

Fonte primária: PETROBRAS. Valores correntes convertidos em % do PIB.

As participações que se apresentaram crescentes de 2006 a 2012, conforme a Tabela 20, experimentaram um considerável aumento em 2011 e 2012, subindo de R\$ 16,4 bilhões em 2006 para R\$ 30,26 bilhões em 2012, em termos reais, puxados ligeiramente um pouco mais por royalties do que participações especiais ao longo do período. Vale lembrar que royalties tem incidência de (quase sempre) 10% sobre a receita bruta, enquanto participações especiais são progressivas, com alíquotas variando de 10% a 40% sobre a receita bruta. Portanto, um pior desempenho da segunda pode estar representando uma perda de rentabilidade, ou que o sistema de cobrança pode ser ineficiente para captar os ganhos do setor (cuja produção e preços subiram fortemente).

Somando as participações e as contribuições identificadas no portal da PETROBRAS, observa-se que entre 2006 e 2012, as participações tiveram um desempenho relativo melhor que os tributos – que decresceram 3,1% enquanto aquelas aumentaram 84,8% no período. Assim, no agregado dos tributos pagos pela PETROBRAS, entre 2006 e 2012, elasse mantiveram em 1,4% do PIB, enquanto os tributos caíram de 13,1% em 2006 para 9,7% em 2012, ou seja, uma queda de 3,5%.

É interessante notar que embora ICMS, Royalties e Participações Especiais tenham aumentado de 2006 a 2012, em termos correntes, a participação da Petrobras em todas essas rubricas, reduziu de modo expressivo, entre 10 a 20% (ver Tabela 22).

Tabela 22. ICMS, Participações Especiais e Royalties: Peso da Petrobras e Total

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Peso do ICMS Petro / Brasil	14,20%	12,73%	12,93%	13,14%	11,94%	13,17%	12,06%
Participação Especial	25,99%	26,54%	24,29%	23,29%	19,48%	23,05%	19,74%
Royalties	21,04%	20,67%	18,12%	19,07%	16,83%	16,15%	14,58%
ICMS	172.059	187.645	222.589	229.381	270.732	295.521	326.673
Participação Especial	4.419.996	3.588.766	5.855.395	4.226.405	5.835.005	6.316.971	7.927.586
Royalties	4.992.781	4.832.291	6.997.203	5.085.625	6.299.094	8.215.083	9.914.890

Fonte: CONFAZ, BNDES.

Para explicar a perda de receita tributária com petróleo e gás, há cerca de dois anos a Petrobras utilizou como argumentos: (a) o fato do setor de petróleo e gás ter crescido menos que o resto da economia, daí justificando a perda de arrecadação; (b) o resultado desse setor depende muito do preço internacional do petróleo que teve seu recorde em 2008; (c) o esforço de investimento pesado no setor deveria incrementar o valor adicionado no futuro distante.⁵⁴

Ora, no seu artigo, Afonso e Pacheco de Castro (2011) colocam por terra todos esses argumentos, demonstrando que nenhum desses fatores se sustenta, e que, portanto, a razão para a queda das contribuições pela Petrobras reside em outro conjunto de explicações.

A tese aqui abordada refere-se, basicamente, em como a empresa tem sido usada como instrumento de controle inflacionário via política de preços subsidiados de derivados, recebendo como compensação a oportunidade de reduzir suas contribuições, através de retornos ou descontos no imposto de renda e CIDE principalmente.

4. MPs, Decretos e Capitalizações: Como elevar o crédito para Petrobras

Para que os bancos públicos pudessem se tornar os principais emprestadores para a Petrobras, o Governo precisou editar medidas provisórias e decretos para eliminar restrições regulatórias que existiam até então.

Quando precisou recorrer aos bancos públicos no auge da crise de 2008, a Petrobras inicialmente procurou o Banco do Brasil e Caixa Econômica, e pouco depois o BNDES, que já era seu principal prestador como banco público, e com quem veio a estreitar ainda mais os laços de endividamento, conforme já exposto. Para que esses empréstimos pudessem ser efetuados e nos volumes necessários, o Conselho Monetário Nacional (CMN)⁵⁵ e o Banco Central do Brasil editaram Resoluções, três decretos foram emitidos, autorizando esses empréstimos e adaptando os limites dos Bancos aos novos níveis de crédito necessários. As perguntas que se fazem aqui são:

- (a) que finalidade esses empréstimos buscavam atender;
- (b) como as restrições regulatórias existentes foram flexibilizadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) de modo a comportar essas novas concessões de crédito;
- (c) como o Congresso Nacional e a Comissão de Assuntos Econômicos do Senado reagiram a esses empréstimos, que explicações solicitaram e que respostas obtiveram dos dirigentes da Petrobras, BNDES, BB e CEF.

⁵⁴ Artigo de Afonso e Pacheco de Castro (2011).

⁵⁵ O CMN é o órgão normatizador máximo do Sistema Financeiro Nacional e estabelece diretrizes do país para o crédito, políticas monetárias e cambiais.

Para efeitos de simplificação analítica, vamos registrar os primeiros empréstimos em 2008 e 2009, alinhados com os itens (a), (b) e (c) anteriormente mencionados.

A primeira mudança regulatória chave foi o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovar o aumento da linha de crédito que a Petrobras tinha com o BNDES em setembro de 2008. Até então, a Petrobras compartilhava linha de crédito de R\$ 12 bilhões com todas as demais empresas estatais, e desse valor deveria ser descontado o valor total das ações da Petrobras em poder do BNDES (na sua carteira de ações). Com essa determinação aprovada, a Petrobras passou a contar com uma linha de crédito de R\$ 12 bilhões, independente da carteira de ações da Petrobras que o BNDES possuísse. Essa mudança foi bastante significativa e na verdade ela pode ser desmembrada em duas mudanças regulatórias:

- (i) Resolução nº 3.628, de 30 de outubro de 2008, que permitiu ao BNDES desconsiderar os limites impostos pela Resolução, a 2.827, de 30 de março de 2001, que limitava os empréstimos a empresas estatais a 25% do seu patrimônio de referência.

Conforme a Resolução 3.628, que modifica o texto da Resolução 2.827, de 30 de março de 2001, as operações de crédito de cada instituição financeira com órgãos públicos estavam limitadas a até 45% do Patrimônio de Referência. Já para o BNDES, como instituição de fomento, a restrição era para não expor mais do que 25% de seu patrimônio de referência em empréstimos. Como o patrimônio de referência do BNDES na época era de R\$ 48,6 bilhões, antes dessa decisão do CMN, o BNDES só poderia emprestar, no máximo, R\$ 12 bilhões para todas as estatais. Com essa autorização, o BNDES continuou podendo emprestar os R\$ 12 bilhões para todas as estatais, exceto a Petrobras, e mais R\$ 12 bilhões exclusivamente para Petrobras, descontando as ações da Petrobras na carteira do BNDES. Ou seja, em termos práticos, essa medida permitiu que a empresa contraísse até R\$ 11,95 bilhões a mais em empréstimos com o BNDES⁵⁶. A justificativa do CMN para essa resolução era a de que a Petrobras precisava de mais crédito para financiar novos projetos, inclusive a exploração do petróleo na camada pré-sal.

- (ii) Resolução nº 3.628, de 30 de outubro de 2008, que elevou o limite de financiamento à Petrobras para R\$ 8 bilhões a ser obtido com Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, dentre outros⁵⁷.

O objetivo dessa Resolução era facilitar a obtenção de créditos pela Petrobras para fazer face a suas necessidades de capital de giro, tais como pagar fornecedores e impostos, compensando a ausência do setor externo, seu tradicional prestador até então. O Banco do Brasil foi um dos primeiros bancos a conceder empréstimos para a

⁵⁶Para mais detalhes, ver <http://bit.ly/1betxxY>

⁵⁷Além do limite de R\$ 8 bilhões para a Petrobras, o CMN estabeleceu um limite de R\$ 5,6 bilhões para a Transpetro. Para detalhes ver <http://bit.ly/15exJle>

Petrobras na fase pós-crise de 2008, no valor de R\$ 750 milhões, em 23 outubro de 2008. Pouco dias depois, em 30 de outubro de 2008, a CEF concedeu um empréstimo no valor de R\$ 2,02 bilhões.

Posteriormente em novembro de 2008, o CMN veio a autorizar uma medida de elevado impacto para a Petrobras, abrindo caminho para uma relação ainda mais próxima entre a empresa e os bancos públicos.

- (iii) Resolução nº 3.647, de 26 de novembro de 2008, que retirou o limite de financiamento no mercado interno para a Petrobras e suas subsidiárias, a partir de 26 de novembro de 2008, prorrogável até 28 de novembro de 2012⁵⁸.

Na prática, tal medida ofereceu à Petrobras a oportunidade de buscar financiamentos domésticos em melhores condições que o oferecido no mercado externo num momento de grandes dificuldades e falta de liquidez. Na época, segundo o secretário adjunto do Tesouro Nacional, Kleber de Oliveira, "(...) do ponto de vista da racionalidade, faz todo o sentido a decisão do CMN, preservando a questão fiscal e dando flexibilidade para que a empresa possa realizar suas operações e revisar o seu plano de trabalho". Ainda conforme Oliveira, a Petrobras teria que cumprir o seu programa de investimentos e o superávit primário fixado para 2008. A meta de superávit primário da Petrobras para esse ano era de 0,44% do Produto Interno Bruto (PIB), equivalente a cerca de R\$ 12 bilhões. Segundo o secretário, a medida do CMN visava colocar a Petrobras em condições de igualdade com outras empresas do setor privado que atuam no mesmo ramo de atividade.

Finalmente em maio de 2012, o CMN resolveu estender a política de empréstimos sem limite para a Petrobras por mais três anos, até junho de 2015, conforme abaixo:

- (iv) Resolução nº. 4.089, de 24 de maio de 2012, pela qual o CMN prorrogou a política de empréstimos sem limite da Petrobras (e também da Vale e Eletrobras) até junho de 2015, quando o prazo original era final de 2012. Com essa decisão, a Petrobras poderá continuar recorrendo ao sistema financeiro nacional sem limites fixados pelo Conselho.

Na prática, o CMN permitiu que o BNDES assumisse maior risco em operações de financiamento quando estiverem em questão aportes a essas três empresas. O patrimônio de referência é a base utilizada pelo Banco Central para definir limites prudenciais que devem ser seguidos por todas as instituições financeiras na hora de conceder financiamentos.

⁵⁸Para mais detalhes, ver <http://bit.ly/15DLjUu>

Dado que o patrimônio de referência do BNDES, na posição consolidada de dezembro de 2011, era de R\$ 99 bilhões, a instituição não precisaria mais respeitar o limite de R\$ 24,75 bilhões para empréstimos à Petrobras, Vale e Eletrobras.

Oficialmente, a Petrobras entende esse endividamento com bancos públicos como um processo normal⁵⁹. Como resumo deste período, vale rever a resposta do Diretor Financeiro da Petrobras, Sr. Almir Barbassa, à pergunta formulada por jornalista do “Estado de São Paulo” sobre o endividamento da Petrobras de 2008 a 2010:

Através das três Resoluções do Conselho Monetário Nacional, anteriormente mencionadas, e de três Decretos, um deles nem mesmo numerado, tal a pressa de expedi-lo, o governo procurou criar condições o ambiente para conceder créditos à Petrobras, aumentar seus dividendos, e encobrir o resultado primário através de capitalizações feitas no BNDES e na CEF, com títulos – estes fatos serão explicados mais adiante.

Contra tais resoluções, muitas questões foram levantadas quanto à forma e uso dos recursos de bancos públicos para apoiar as atividades de uma empresa petrolífera, com plena capacidade de financiamento no setor financeiro internacional. Os dirigentes da Petrobras, BNDES, BB, CEF e BACEN receberam diversos convites para comparecerem a reuniões da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado (CAE), para esclarecer ações e aspectos referentes aos financiamentos, no contexto dessas Resoluções do CMN e dos empréstimos concedidos pelos bancos para a Petrobras⁶⁰.

Tanto Petrobras, quanto BNDES e CEF apresentaram como racional desses empréstimos a necessidade de caixa da empresa, face a despesas correntes e o início dos desembolsos com o Pré-Sal, e a escassez de crédito internacional. Cumpre ressaltar que a política de “microgerenciamento” da economia, adotada pelo governo a partir de 2010, tem na Petrobras um dos seus instrumentos. É nesse contexto e dentro dessa arquitetura de contingenciamento de pressões inflacionárias que as mudanças no Conselho Monetário Nacional e os empréstimos vultosos com bancos públicos se inserem, e vale ressaltar: sem que exista uma relação “promíscua” entre ambos. Os resultados nefastos dessa interferência do governo e do uso da Petrobras como instrumento de política econômica já estão

⁵⁹ Em 2011, o do Diretor Financeiro da Petrobras, Sr. Almir Barbassa, à pergunta formulada por jornalista do “Estado de São Paulo” sobre o endividamento da Petrobras de 2008 a 2010: “O aumento do endividamento de uma forma geral está relacionado à maior necessidade de captações para o financiamento do crescimento da Companhia. Até 2006, a Cia teve o endividamento total reduzido. Mas, com o crescimento dos investimentos, a partir de 2007, a Petrobras foi buscar recursos adicionais. Isto ocorreu por intermédio de bancos internacionais, já que a Companhia não tinha oportunidade de captar com os bancos nacionais, até então. Em virtude de melhora da economia brasileira em geral, os bancos foram liberados para emprestarem para a Petrobras. Desta forma, a Resolução 3628 do Conselho Monetário Nacional de 30/10/2008 permitiu à Petrobras o acesso ao crédito de bancos brasileiros públicos e privados (antes restrito por força de contingenciamento imposto aos bancos brasileiros na concessão de créditos ao setor público) explicam o aumento dos empréstimos com BNDES e CEF”. Para maiores detalhes, ver <http://bit.ly/15bPnML>

⁶⁰ Para alguns exemplos das reuniões no CAE do Senado, ver <http://bit.ly/14glRIX> e <http://bit.ly/19vk9Vm>

explicitados nos resultados e balanços da empresa, e no desempenho das suas ações no mercado.

4.2. Dividendos, Indicador de Basileia e (des-)Capitalização⁶¹

Como forma de fornecer capital para esses empréstimos, o Tesouro Nacional promoveu várias capitalizações nos bancos públicos. Ao mesmo tempo, ocorreram sucessivas transferências de dividendos da Petrobras e bancos públicos para o Tesouro. Nos dois últimos anos, as capitalizações do Tesouro nos bancos se transformaram em capitalizações com títulos apenas, sendo esses títulos de outras empresas e bancos públicos, criando uma situação que pode ser denominada como “endividamento cruzado”. O artigo de Afonso e Leal (2013) explica em detalhes estas manobras, aqui vamos destacar os principais pontos para este estudo.

“BNDES e Caixa Econômica Federal foram os dois bancos públicos que receberam empréstimos do Tesouro Nacional. Inicialmente, receberam como instrumentos híbridos de capital (que é um empréstimo de longo prazo e/ou perpétuo sem data de vencimento), operação realizada antes mesmo de estourar a crise financeira global. Depois e, por sucessivos contratos, como créditos especiais ou extraordinários autorizados por medidas provisórias, não inscritas no orçamento público, porque liquidados na forma de transferências de títulos públicos federais,¹² concedidos com taxas de juros muito abaixo das praticadas pelo mercado (em geral, vinculadas à taxa de juros de longo prazo, a TJLP) e em muito vinculado para aplicações específicas e subsidiadas explicitamente pelo mesmo Tesouro. Ao final de fevereiro de 2013 (na posição mais recente informada pelo banco central - BCB), o saldo dos créditos concedidos pelo Tesouro às instituições financeiras oficiais montava a R\$ 406,9 bilhões (dos quais, R\$ 35 bilhões em instrumentos híbridos de capital e R\$ 372 bilhões em créditos diretos ao BNDES). Tal saldo equivalia a 9.1% do PIB, resultante de um incremento de 8.2 pontos do produto desde agosto de 2008, antes de irromper a crise financeira global com a quebra do Lehman Brothers.”⁶²

Ainda conforme os autores, “prover crédito ao invés de capital teria a suposta vantagem de não gerar registro como despesa primária e também não aumentar a dívida líquida, porque a emissão de títulos federais (que custeou tais créditos) teve como contrapartida uma dedução da dívida – ou seja, cresceu a dívida bruta, mas não a líquida, convencionalmente usada como único indicador fiscal no Brasil de solvência, ao contrário da experiência mundial (em que, quando usada, este é uma medida complementar de análise)”.

Conforme os autores, o “mesmo círculo não poderia ser montado com o BB ou com a Petrobras ou Eletrobras”, pois os mesmos “possuem acionistas minoritários e com direito a receber tais ganhos.” Assim, por esses três entes estarem sujeitos às regras de governança corporativa, inclusive do exterior (pois possuem ações negociadas na bolsa de valores de Nova York), passaram até a incorporar alertas recentes e surpreendentes em seus relatórios a investidores, de que “... prejuízos que podem ser causados pela intervenção do Executivo nas

⁶¹Afonso e Leal (2013) apresentam estes temas de modo claro e didático.

⁶²Idem.

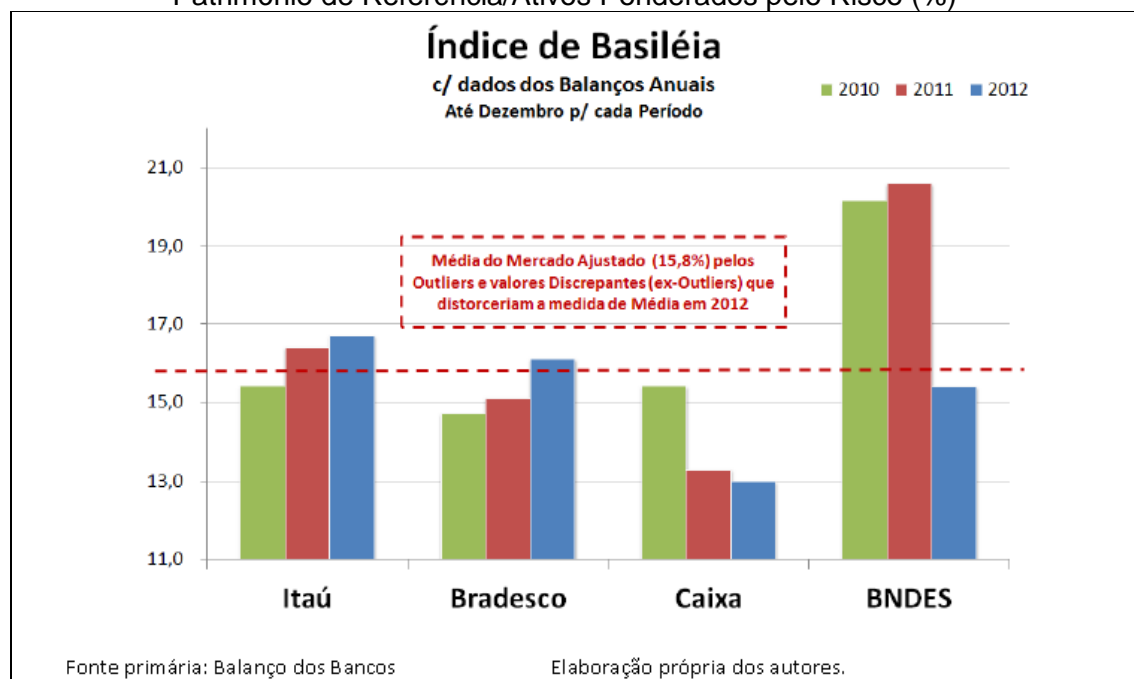
empresas”, tendo os extratos dos documentos oficiais sido divulgados pela imprensa.”⁶³

Outro fato emblemático da atual situação entre bancos públicos e Tesouro Nacional “é dado pela queda recente das reservas de lucros e, por extensão, das contas de capital e do patrimônio líquido e dos indicadores de Basileia dos dois bancos federais mobilizados para esse processo de reconversão de dívida pública em receita de dividendos”.

Segundo os balanços contábeis, as reservas de lucros em 2012 do BNDES tiveram uma diminuição nominal de 46% ou de R\$ 4,2 bilhões em apenas um ano (o volume retrocedeu de R\$ 9,3 bilhões ao final de 2011 para R\$ 5,0 bilhões). No caso da Caixa Econômica, houve uma queda nominal de 34% ou de R\$ 1,4 bilhões, com reservas diminuindo de R\$ 4,0 bilhões para R\$ 2,7 bilhões no mesmo período.

Sem “os aumentos de capitais do BNDES e da CEF realizados ao longo de 2012, ainda que atípicos, porque integralizados em ações, ora com as sobras da capitalização da Petrobras, ora com o remanejamento de participações em empresas privadas de um para outro banco, a redução das reservas de lucros teria provocado um estrago ainda maior na capitalização das duas instituições”.

Gráfico 4. Índice de Basileia 2010-2012
Patrimônio de Referência/Ativos Ponderados pelo Risco (%)



Fonte: Afonso e Leal (2013).

Apesar dos índices de Basileia dos dois bancos oficiais permanecerem confortavelmente acima do mínimo exigido no País, a trajetória recente divergiu da observada nos demais grandes bancos privados, conforme ilustrado no Gráfico 4. Continuam os autores: “Ao que tudo indica, esse comportamento discrepante

⁶³ A matéria “O Risco de ter como sócio o governo”, Correio Braziliense, de 6/1/2013: em <http://bit.ly/UAjc3Z>, conforme nota de rodapé de Afonso e Leal (2013).

(...)refletiu a drenagem das reservas de lucros e do próprio capital, dos bancos oficiais para o Tesouro, ao que tudo indica, com vistas à geração artificial de receitas e resultados fiscais”.

Não deixa de ser contraditório que os bancos tiveram de repassar para o controlador as suas reservas de lucros, reduzindo consideravelmente o indicador de prudência bancária (Basileia), justamente em momentos em que eles precisariam mostrar maior prudência e robustez. De fato, os indicadores para os bancos públicos em 2012 caíram consideravelmente, enquanto os bancos privados brasileiros apresentaram resultados mais sólidos neste quesito, conforme Gráfico 4, sobre o Indicador Basileia de 2010 a 2012 para 4 bancos selecionados.

4.3. Capitalizações do Tesouro Nacional no BNDES via títulos

De acordo com matéria publicada recentemente no Estado de São Paulo (07 de junho de 2013), ao longo dos últimos 5 anos o Tesouro Nacional tem realizado injeções de títulos públicos no BNDES, “como forma de capitalizar o banco, aumentando a capacidade de empréstimo da instituição para estimular a economia e financiar investimentos. Foram R\$ 100 bilhões transferidos em 2009, seguidos de R\$ 80 bilhões em 2010, outros R\$ 55 bilhões em 2011, R\$ 45 bilhões em 2012 e até o momento (Junho 2013), R\$ 15 bilhões. A matéria ressalta que até o final do ano, o Tesouro deverá injetar mais de R\$ 15 a R\$ 30 bilhões no BNDES, dependendo da avaliação por técnicos do Tesouro das necessidades de caixa do BNDES. Todas essas operações se refletiram no aumento da dívida pública federal, mas, por se constituírem em empréstimos, esse dinheiro vai retornar ao Tesouro quando o BNDES iniciar a amortização⁶⁴.

Em 6 de junho de 2013, o governo publicou a Medida Provisória nº 618, pela qual o Tesouro Nacional injetou R\$ 15 bilhões em títulos públicos, de modo a melhorar o balanço do BNDES, preparando a instituição para regras internacionais de controle de capital mais rígidas que entrarão em vigor a partir de 2022, conhecidas como “Basileia III”⁶⁵.

O mesmo Governo que descapitaliza o BNDES, revela uma preocupação com a adaptação do mesmo à Basileia III, chegando a afirmar que “Sem a capitalização, o banco se desenquadraria de Basileia 3, que começa a valer em 2014”⁶⁶.

A emissão de títulos de disponibilidades financeiras para bancos públicos aumenta o estoque da dívida mobiliária federal, conforme mostra a Tabela 22.

⁶⁴Para mais detalhes, ver <http://bit.ly/17D5Bij>

⁶⁵Conforme Documento emitido em fevereiro de 2013 pelo Banco Central sobre a implantação de Basileia III no Brasil, as novas regras não devem afetar expressivamente os bancos brasileiros, pois “a grande maioria das instituições do SFN pode, mesmo mantendo crescimento expressivo da carteira de crédito, se adaptar sem esforço significativo aos novos padrões de Basileia III” o mesmo relatório do BACEN destaca a necessidade de “aprimoramento e atualização de algumas definições, terminologias e tratamento de exposições relativos a (...); (vi) exposições soberanas e com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Para mais detalhes, ver <http://bit.ly/11dDEN5>

⁶⁶Frase do secretário-executivo interino do Ministério da Fazenda, Dyogo de Oliveira. Para mais detalhes, ver <http://bit.ly/11dEVUi>

Em 2012, enquanto a dívida pública mobiliária federal cresceu 7,1% (portanto mais do que a inflação), atingindo a marca recorde de R\$ 2,008 trilhões, as emissões de títulos para capitalizar os bancos públicos aumentaram 21,6%, para R\$ 406,93 bilhões, como já vimos anteriormente, impulsionadas pelo aumento da injeção de recursos nos bancos, na sua maioria na forma de créditos, e não de capital, pelas razões já discutidas.

Tabela 22. Dívida Mobiliária Federal e Emissão de Títulos para Bancos Públicos

	2002	2006	2011	2012	Diferença	Var 2012/2011 (%)
Estoque da Dívida (em R\$ Tri)	0,687	1,154	1,866	2,008	0,142	7,1%
Emissão Títulos para Disponibilidades Financeiras (em R\$ Bi)	11,8	9,9	319,15	406,93	87,78	21,6%
Participação dos Títulos para Bancos Públicos no Estoque da Dívida	1,7%	0,9%	17,1%	20,3%	3%	-

Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional.

Em dezembro de 2012, portanto, o estoque de títulos emitidos pelo governo para reforçar as disponibilidades financeiras e capacidade de crédito dos bancos públicos equivalia a um quinto do total da dívida pública mobiliária federal. Nos últimos dez anos, esse valor cresceu simplesmente 34 vezes. Em 2012, foram emitidos R\$ 87,78 bilhões para reforçar o capital dos bancos, um aumento de 27,5% sobre o ano anterior.

Como já visto, o BNDES é o principal destino desse dinheiro. Os créditos do governo federal para o banco somavam R\$ 371,7 bilhões no fim de 2012, ou seja, 91% dos títulos emitidos em 2012⁶⁷.

5. Impacto no “credit rating” da Petrobras, BNDES, BB, CEF e FSB

Para avaliar o risco de crédito de empresas, as agências de rating consideram o conjunto da situação financeira de uma empresa e seus potenciais fluxos de caixa futuros. No caso do rebaixamento da nota de crédito da Petrobras, em novembro de 2011, a agência de classificação de risco Moody’s deve ter considerado o aumento do endividamento em 450% de 2006 a 2011, a baixa liquidez e a redução da rentabilidade no curto prazo.

Recentemente, conforme Afonso & Leal (2013), a Moody’s rebaixou a nota de crédito da Caixa, BNDES e BNDES Participações,⁶⁸ merecendo destaque na divulgação pela mídia especializada nacional que a decisão foi em muito motivada pela descapitalização daqueles entes estatais decorrentes dos dividendos pagos à

⁶⁷ Paramais detalhes, ver <http://bit.ly/15fza9p>

⁶⁸ Conforme nota no artigo de Afonso e Leal (2013): “O rebaixamento da nota de crédito dos bancos estatais foi anunciado pela imprensa em 21/03/2013. Uma passagem em particular do relatório emitido pela Moody’s e veiculado pela agência de notícias Reuters, evidencia os fundamentos detrás do rebaixamento: “this practice has resulted in relatively low core capital levels, which limit the banks’ ability to absorb losses in situations of stress, thus weakening their standalone credit strength”. Disponível em: <http://www.reuters.com>

União.⁶⁹ A resposta oficial do BNDES foi que a decisão seria algo inócua, pois significaria reduzir o seu risco ao mesmo nível aplicado à República, tendo mantido o grau de investimento, a exemplo do que já ocorria com outras agências.⁷⁰

Analogamente ao que aconteceu com CEF, BNDES e BNDESPar, a Petrobras também passou por escrutínio similar e do mesmo modo teve sua perspectiva de risco de crédito rebaixado de “estável” para “negativo” pelas agências de classificação de risco Moody’s, Fitch e Standard & Poor’s, respectivamente em 15/12/2012, 26/03/2013 e 6 de junho de 2013.

Para a Moody’s a justificativa do rebaixamento da perspectiva de *credit rating* foi “(...) nossa visão negativa sobre títulos em moeda estrangeira da Petrobras (...) reflete o grande programa de investimentos da empresa, o aumento dos níveis de endividamento e produção de petróleo relativamente estável no curto prazo. Embora este grande financiamento deva cobrir uma grande parte do déficit de fluxo de caixa e as necessidades de financiamento da Petrobras em 2013, acreditamos que novos financiamentos serão necessários tanto para financiar despesas de capital e atender às amortizações de dívidas.”⁷¹

Já a Fitch ressaltou que prevê muitas dificuldades para a Petrobras: “as métricas de crédito da Petrobras deverão se deteriorar nos próximos dois ou três anos, devido ao seu agressivo plano de investimentos, associado ao atual *deficit* comercial da estatal”⁷². A agência ponderou ainda que os *ratings* da Petrobras são “influenciados no momento também por uma interferência política local e pela vulnerabilidade das flutuações dos preços internacionais.”

No caso da Standard & Poor’s, a justificativa para a alteração foi atribuída “à ação similar no *rating* de crédito soberano da República Federativa do Brasil. (...) A perspectiva negativa indica que, no nível atual, os *ratings* dessas companhias⁷³ acompanharão as mesmas movimentações do *rating* soberano.”⁷⁴

Conforme a agência Standard & Poor’s, ainda na mesma comunicação, “vemos a probabilidade de suporte governamental extraordinário à Petrobras como “muito alta”⁷⁵ e isso se baseia nos seguintes fatores:

⁶⁹ Dentre outros, a matéria no Estadão (21/3/2013), sob título “Moody’s rebaixa ratings de BNDES, BNDESPar e Caixa”, deixa claro os danos causados pelos dividendos a luz daquela classificadora: “... Além de estimular o apoio dos bancos às políticas contracíclicas, o governo tem exigido que o BNDES e a Caixa contribuam com valor elevado de dividendos, enquanto recompõe o capital desses bancos sem o desembolso de caixa. Segundo a Moody’s, a prática tem levado a níveis relativamente baixos de capital de nível 1, que limitam a capacidade dos bancos em absorver perdas em situações de estresse, enfraquecendo a força de crédito individual. Em dezembro de 2012, o capital de nível 1 do BNDES chegou a 8,4%, enquanto o da Caixa caiu para o mínimo de 6,62%, ambos significativamente abaixo da média de 12,4% do sistema financeiro em junho de 2012...”

⁷⁰ Ver nota do BNDES emitida em 21/3/2013, disponível em: <http://bit.ly/175yowW>

⁷¹ Comunicado apresentado em <http://bit.ly/17fNBID>

⁷² Em <http://bit.ly/18Q7gpk>

⁷³ Na mesma comunicação, a Standard & Poor’s também rebaixou a perspectiva de *credit rating* da Eletrobras.

⁷⁴ Para mais detalhes, ver <http://bit.ly/15u2hWv>

⁷⁵ Idem: <http://bit.ly/15u2hWv>

- “O papel “ *muito importante* ” da Petrobras como a principal produtora de petróleo do Brasil, um setor importante com altas perspectivas de crescimento, e como a maior distribuidora de combustível do país, com um efeito correlativo sobre os índices de inflação; e
- O seu vínculo “ *muito forte* ” com o governo brasileiro, o qual detém 50,2% do capital votante da companhia (65,4% quando consideramos as entidades vinculadas ao governo como o banco de desenvolvimento brasileiro, o Fundo Soberano do Brasil e o suporte governamental a outras entidades públicas para o programa de investimentos da Petrobras).”

Quando teve seu *credit rating* elevado à categoria de *investment grade* (em 2005, pela Moody’s, e desde 2007, pelas agências de *rating* Standard & Poor’s e Fitch), a Petrobras teve acesso a financiamento com *spreads* menores, o que lhe permitiu aumentar seus investimentos até a crise de 2008.

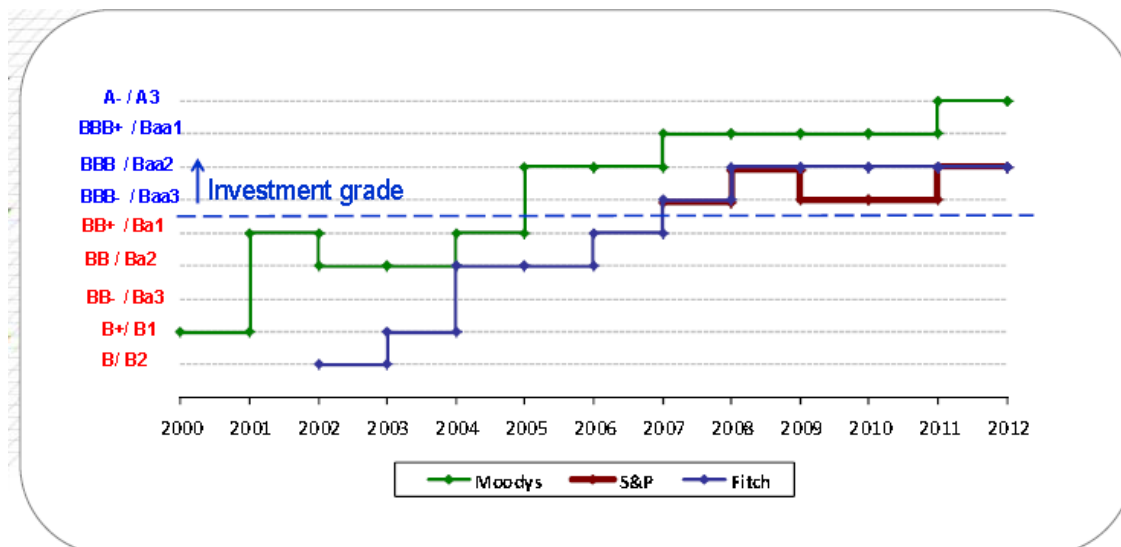
Vale ressaltar que a Petrobras contou com elevação para categoria de *investment grade* , antes mesmo do Brasil como título soberano. O gráfico 5 elaborado pela Petrobras apresenta a evolução do seu *rating* ao longo dos últimos anos, enquanto o gráfico 6 evidencia a evolução do *rating* do Fundo Soberano do Brasil (FSB).

Tabela 23. Classificação de Risco da Petrobras

Agência de Rating	Última Revisão	Global Moeda Local	Global Moeda Estrangeira	Nacional Moeda Local	Panorama
Moody’s	03/10/2013	Baa1	Baa1	Aaa	Negativo
Standard & Poor’s	06/06/2013	BBB	BBB	-	Negativo
Fitch	26/03/2013	BBB+	BBB	AAA	Negativo

Fontes: Petrobras Investidores.com e Standard & Poor’s website.

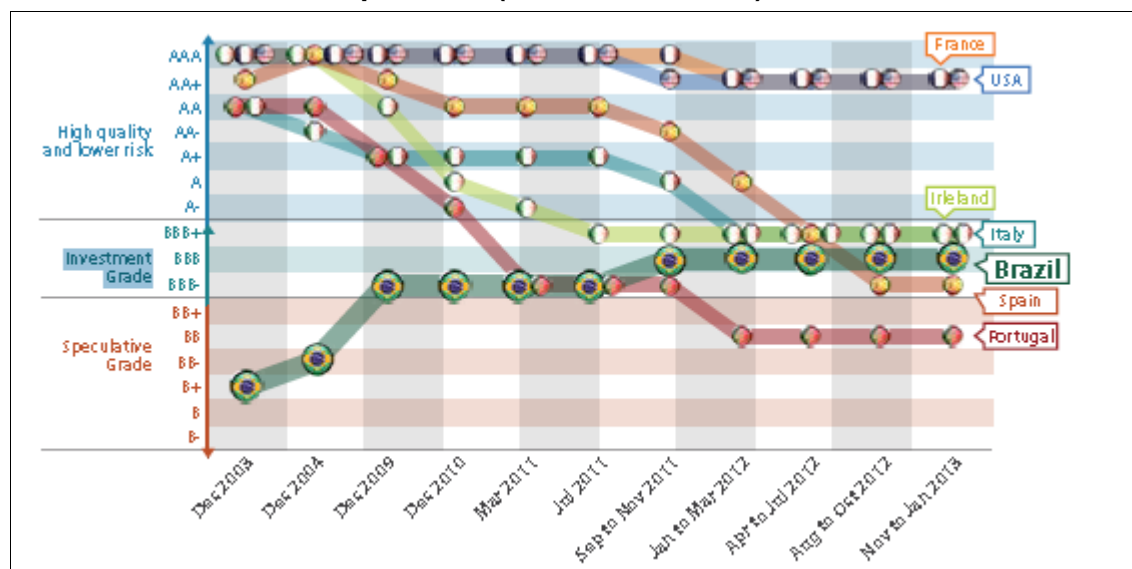
Gráfico 5 – Evolução do rating para Petrobras 2000-2012.



Fonte: Petrobras, apresentação Abril 2013.

Conforme o Gráfico 5, desde 2005 a Petrobras alcançou o status de *investment grade*. Já o Fundo Soberano do Brasil só conquistou esse patamar em 2008, conforme gráfico 6.

Gráfico 6 – Risk Rating Brasil Fundo Soberano, classificação pela S&P (Standard & Poor's)



Fonte: Ministério da Fazenda do Brasil, apresentação Fevereiro 2013.

Para a Fitch, que classifica o Brasil com grau de investimento e tem a perspectiva neutra, as manifestações populares de junho que tomaram conta das principais cidades brasileiras devem colocar pressão nos governos regionais para acelerarem discussões sobre o pacto federativo, e a renegociação de dívidas estaduais com o governo federal, além de outras reformas sociais.

No começo de junho de 2013, a Standard & Poor's revisou a perspectiva do *rating* soberano do Brasil de "estável" para "negativa", citando o fraco crescimento econômico e a política fiscal expansionista, e indicou que pode reduzir o *rating* brasileiro nos próximos dois anos caso esse cenário não seja revertido.

6. Cenários para Endividamento da Petrobras

Nesta seção, traçamos quatro cenários hipotéticos para a dívida da Petrobras, com base na observação de dados e na extrapolação de algumas variáveis-chave para o endividamento da Petrobras com os bancos públicos. Na sequência faremos algumas considerações sobre quais são os “sinais indicativos” que apontariam a iminência de cada cenário ocorrer.

Os quatro cenários possíveis para a dívida da Petrobras podem ser assim descritos:

- (a) sem Rolagem – ou seja, restrição no ritmo de endividamento, com futura redução;
- (b) com Rolagem – ou seja, manutenção do endividamento, porém sem expansão;
- (c) Aumento da Dívida – ou seja, rolagem e aumento da dívida.
- (d) Securitização da Dívida – ou seja, transformação de parte da dívida em ações⁷⁶.

Para descrever esses cenários, adotamos quatro equações simples que incluem as variáveis-chave diretamente ligadas à dívida da Petrobras: Receitas (RE), Usos de Recursos (UR), Dividendos para o Tesouro Nacional (DT), Necessidades de Financiamento (NF). Estas últimas são um forte indicador da dívida da Petrobras com os bancos públicos e são fortemente influenciados por uma constante de ajuste do apetite governamental por dividendos, conforme a seguir⁷⁷.

As equações são assim definidas:

(I)	RE	= f (p*, q, ef)
(II)	UR	= g (I + DO)
(III)	DT	= h (rp, k)
(IV)	NF	= j (RE – UR – DT)

⁷⁶ Embora em termos práticos, existam componentes diferenciadores, como a taxa de juros de empréstimo e o ágio ou deságio no preço da ação, assume-se aqui que é indiferente para a empresa obter capital via emissão de ações ou via conversão de dívida em ações, através de instrumentos de securitização, como títulos ou bônus de dívida.

⁷⁷ Assume-se aqui que todas as necessidades de financiamento são atendidas pelos bancos públicos, com uma influência de k, a constante de ajuste do apetite do governo por dividendos e, indiretamente, da “decisão” da empresa de contrair mais ou menos empréstimo com bancos públicos.

Onde

RE = Receitas

UR= Uso de Recursos

DT= Dividendos para o Tesouro Nacional

NF= Necessidades de Financiamento ou Dívida com bancos públicos

p^* = políticas de preços (própria e determinada pelo governo)

q = quantidades (produzidas e importadas)

ef = eficiência (gestão: operacional, projetos e financeira)

I = Investimento

DO= Despesas Operacionais (custeio)

rp = resultado primário das contas do governo

k = constante de ajuste do apetite governamental por dividendos

A partir desse conjunto de equações e variáveis, é possível criar algumas narrativas consistentes para os quatro cenários mencionados, imaginando-as num gráfico de 2 eixos e 4 quadrantes, delimitado por: no eixo horizontal está a Consistência do Governo nas suas decisões fiscais (relacionadas a resultado primário e dividendos do Tesouro); no eixo vertical, está a Qualidade da condução da Petrobras da sua dívida com os bancos públicos.

A Consistência do Governo nas suas decisões fiscais (ou seja, quanto à gestão do resultado primário e aos dividendos para o Tesouro) pode ser classificada em alta ou baixa consistência, onde consistência alta indica um conjunto de decisões voltadas para as melhores práticas de gestão pública, evidenciando os conceitos de probidade, transparência, eficiência, etc, e com o impacto mais positivo sobre a coisa pública e o resto da economia.

De modo análogo, a Qualidade da condução da Petrobras da sua dívida com os bancos públicos também pode ser avaliada em alta ou baixa qualidade de condução, onde a alta qualidade significa uma gestão financeira e operacional altamente eficiente que conduz à redução tanto da dívida quanto das necessidades de financiamento, através de políticas melhores de preços, eficiência produtiva, excelente gestão de projetos e execução operacional, entre os principais fatores.

De modo esquemático, o Gráfico 6 resume os quatro cenários aliados aos dois principais conceitos, onde cada quadrante os representa em nível alto ou baixo.

Gráfico 6. Cenários da dívida, por Qualidade da Condução da Dívida (pela Petrobras) e Consistência das Decisões Fiscais (pelo Governo).

		Consistência das Decisões Fiscais (pelo Governo)	
		BAIXA	ALTA
Qualidade da Condução da Dívida (pela Petrobras)	ALTA	Com Rolagem / Aumento Moderado da Dívida (b)	Sem Rolagem /Redução da Dívida (a)
	BAIXA	Aumento da Dívida / Controle Fraco (c)	Securitização da Dívida (d)

Elaboração própria.

As narrativas são as seguintes:

- (a) **Sem rolagem, com redução da dívida** – Neste cenário, dado o quadro atual de dificuldades financeiras (dívida alta, caixa escasso) e dificuldades operacionais, a Petrobras decide promover um choque de gestão operacional e financeira, no qual é bem sucedida. Consegue se readequar a um novo modelo de gestão por resultados (que inclui forte disciplina e controles mais efetivos). Suas necessidades de financiamento caem consideravelmente nas linhas de custeio e investimento (com projetos melhor dimensionados e executados), dado sua gestão mais eficiente. Por seu lado, o Governo decide também promover um choque de gestão e toma decisões quanto à obtenção de resultado primário e de repasse de dividendos para o Tesouro Nacional que levam à redução na meta de superávit primário, alívio da transferência de dividendos para o Tesouro, ajuste na política de preços subsidiados. Todas essas condições contribuem para reduzir as necessidades de financiamento e a dívida da Petrobras, não havendo necessidade de rolagem. Este cenário corresponde, portanto, ao quadro de máxima consistência das decisões governamentais e melhor qualidade da condução da dívida pública. Em que pese ser uma aspiração justa e legítima, nada nos fatos e estatísticas recentes aponta para o atingimento desta possibilidade, nem do lado da execução contábil e financeira do Estado, nem no lado da condução da dívida da Petrobras, desmembrada na gestão

financeira ⁷⁸ (ex.: extrapolação nos custos de projetos, excesso de investimentos concentrados na fase 2013-2018, inadequação do caixa) e na gestão operacional (dificuldades e atrasos na execução dos projetos, problemas operações existentes). Portanto, apesar de representar um futuro excelente, a probabilidade de ocorrência deste cenário é muito baixa.

- (b) **Com Rolagem / Aumento Moderado da Dívida** – Este cenário se caracteriza por alta qualidade da condução da dívida (pela Petrobras) e baixa consistência das decisões fiscais (pelo Governo). Em tal cenário, Petrobras será capaz de promover um choque de gestão operacional, mas não conseguirá o mesmo na gestão financeira, dado que variáveis-chave, como política de preços subsidiados e regime de repasse dos dividendos para o Tesouro estão sob o controle do Governo, e neste cenário, o Governo toma decisões fiscais de baixa consistência. Sendo assim, apesar de todos os seus esforços, havendo a possibilidade de rolagem da dívida, o crescimento da mesma será moderado, pois a Petrobras consegue pelo menos uma boa execução operacional. Caso a possibilidade de rolagem da dívida não se verificasse, haveria um quadro de maior estresse financeiro, podendo trazer consequências mais graves. Não acreditamos na ocorrência deste “sub-cenário”, pois o Governo tem o controle da rolagem da dívida, e não produziria tal problema para sua principal empresa. Este nos parece um quadro possível, mas remoto, tendo em vista as limitadas indicações de que a Petrobras terá sucesso na sua gestão de eficiência operacional até o momento⁷⁹.

Aumento expressivo, controle fraco – Este cenário, apesar de indicar a pior deterioração dos dois vetores-chave, em face das evidências colhidas até o momento, parece ser o de maior probabilidade de ocorrência. De fato, este cenário define o quadro atual. A questão é que se não houver um esforço conjunto, coordenado e bem orientado, a situação só tenderá a piorar, com mais decisões fiscais de baixíssima consistência, criando as condições ideais para uma condução cada vez mais ineficaz da dívida da Petrobras e esse quadro se retroalimentando e trazendo consequências nefastas para a empresa, o Governo, e sérios impactos na economia nacional.

- (c) **Securitização da Dívida** – Aqui o cenário é de alta consistência das decisões fiscais, conjugado com baixa qualidade da condução da dívida. Basicamente, o esforço do choque de gestão é ineficaz sobre a gestão da dívida, como já explicado em outros cenários. Nesse caso, para elevar a consistência das decisões fiscais, o Governo implementa uma proposta de securitização da dívida da Petrobras. A essência dessa proposta parte da constatação de que nos últimos anos os bancos federais extraíram recursos

⁷⁸Notar que neste modelo, isolamos todas as variáveis que podem ser influenciadas pelo Governo, sócio controlador, na variável consistência das decisões fiscais.

⁷⁹Até o momento, os autores apuraram que existem indicações de um ritmo de desenvolvimento de projetos ainda lento, onde o sinal financeiro restringe o desenvolvimento operacional.

do Tesouro para emprestar para a empresa. No extremo, essa prática equivaleria a cancelar o que está no ativo e no passivo dos bancos, e permitir ao Tesouro Nacional capitalizar diretamente a empresa. Essa proposta permite, a um só tempo, resolver as dificuldades trazidas pela falta de fôlego da Petrobras com sua dívida (melhorando a sua estrutura de capital), resolver os problemas dos bancos públicos com ativos e passivos elevados, mas insuficientes indicadores de Basileia, e simplificar todo o quadro intrincado de dívidas cruzadas que envolvem o Tesouro, os bancos públicos e a Petrobras.

- Algumas questões que se põem aqui são: Qual impacto sobre acionistas minoritários? Em quanto isto melhora a estrutura de capital da Petrobras?

Para responder, cumpre avaliar a estrutura societária da empresa nas condições atuais e sob a proposta de securitização.

Tabela 22. Estrutura Societária em Dezembro 2012.

	Quantidade de Ações	Valor em R\$	% do Total
CAPITAL SOCIAL	13.044.496.930,00	205.392.136.722,39	100
União Federal	3.740.470.811,00	58.947.543.239,33	28,7
BNDESPar	1.353.049.158,00	21.360.782.219,13	10,4
BNDES	895.799.657,00	14.172.057.433,84	6,9
Fundo de Participação Social (FPS)	8.433.460,00	205.392.136,72	0,1
Fundo Soberano (FFIE)	-	0,00	0
ADR (ações ON)	1.535.209.896,00	24.133.576.064,88	11,8
ADR (ações PN)	1.558.266.596,00	24.338.968.201,60	11,9
FMP – FGTS Petrobras	163.501.398,00	2.670.097.777,39	1,3
Estrangeiros (Resolução nº 2.689 CMN)	1.416.374.387,00	22.285.046.834,38	10,9
Demais pessoas físicas e jurídicas (1)	2.373.391.567,00	37.278.672.815,11	18,2

Fonte: Relatório Sustentabilidade da Petrobras 2012.

(1) Contempla custódia Bovespa e demais entidades.

Para avaliar a proposta de transformar a dívida da Petrobras com bancos públicos em ações, isto é securitizá-la, é necessário assumir algumas hipóteses, como segue:

- Qual o percentual do total da dívida a ser securitizado?
- Qual o valor da ação para efeitos de securitização?

Para efeito de simplificação, adotamos as seguintes premissas:

- A dívida será securitizada na sua totalidade, ou seja, R\$ 64,25 bilhões.
- O valor da ação na securitização será o valor do fim de 2012: R\$ 15,75 a ação.

A tabela 24 apresenta a comparação entre a estrutura societária no fim de 2012 e na situação hipotética da securitização nos termos premissados, ou seja, 100% do valor da dívida com bancos públicos e valor da ação tomado no valor final de 2012.

Tabela 24. Comparação: Estrutura Societária em Fim 2012 e no Pós Securitização⁸⁰.

	Quantidade de Ações	Valor em R\$	% do Total	Quantidade de Ações Pós-Securitização	Valor em R\$ Pós-Securitização	% do Total Pós-Securitização
CAPITAL SOCIAL	13.044.496.930,00	205.392.136.722,39	100	17.181.551.753,91	270.532.136.722,39	100
União Federal	3.740.470.811,00	58.947.543.239,33	28,7	7.877.525.634,91	124.087.543.239,33	45,9
BNDESPar	1.353.049.158,00	21.360.782.219,13	10,4	1.353.049.158,00	21.360.782.219,13	7,9
BNDES	895.799.657,00	14.172.057.433,84	6,9	895.799.657,00	14.172.057.433,84	5,2
Fundo de Participação Social (FPS)	8.433.460,00	205.392.136,72	0,1	8.433.460,00	205.392.136,72	0,1
Fundo Soberano (FFIE)	-	0,00	0,0	-	0,00	0,0
ADR (ações ON)	1.535.209.896,00	24.133.576.064,88	11,8	1.535.209.896,00	24.133.576.064,88	8,9
ADR (ações PN)	1.558.266.596,00	24.338.968.201,60	11,9	1.558.266.596,00	24.338.968.201,60	9,0
FMP – FGTS Petrobras	163.501.398,00	2.670.097.777,39	1,3	163.501.398,00	2.670.097.777,39	1,0
Estrangeiros (Resolução nº 2.689 CMN)	1.416.374.387,00	22.285.046.834,38	10,9	1.416.374.387,00	22.285.046.834,38	8,2
Demais pessoas físicas e jurídicas (1)	2.373.391.567,00	37.278.672.815,11	18,2	2.373.391.567,00	37.278.672.815,11	13,8

Fonte: Relatório Sustentabilidade da Petrobras 2012.

(1) Contempla custódia Bovespa e demais entidades.

É importante notar que numa securitização o valor nominal dos demais acionistas não envolvidos no aumento de capital deve ser preservado nos valores imediatamente anteriores à capitalização. Embora todo processo de capitalização procure garantir esses valores nominais, inegavelmente ocorre uma diluição da representatividade (e no caso das ações ordinárias, do poder de voto) dos demais acionistas, como pode ser verificado na última coluna da tabela 18, onde à exceção da União Federal, todos os demais acionistas tiveram sua participação significativamente reduzida, em média cerca de 24%, enquanto o acionista majoritário, União, terá aumentado sua participação em cerca de 60%⁸¹.

Considerando que os “acionistas minoritários” da Petrobras ou “não governo” – quais sejam: os detentores de ADR (tanto de ações ON e ações PN), e mais os acionistas Estrangeiros (amparados pela Resolução nº 2.689 do CMN) e demais pessoas físicas e jurídicas acionistas da Petrobras – detêm 52,6% do capital social da empresa em dezembro de 2012, e que após este exercício hipotético passariam a deter 39,9%, pode o acionista-majoritário, autor da capitalização, pensar em alguma forma de compensação, como por exemplo, aceitar a capitalização a um preço da ação unitária relativamente mais alto, algo como 5% ou 10%.

⁸⁰ Ao aumentar o capital, o número de ações da empresa vai aumentar. Os acionistas atuais que não acompanharem ficam com mesmo número de ações. As novas ações serão emitidas a um prêmio e para os subscritores, o número de ação a ser emitido vai ser o valor da emissão dividido pelo valor da ação. Soma-se este número de ações emitidas à quantidade existente.

⁸¹ Para compensar os demais acionistas pela potencial diluição de sua participação acionária, em muitos processos de capitalização, quando ocorre uma capitalização maciça, pode ser concedido algum tipo de bonificação para todos os acionistas, seja estabelecendo um *prêmio* sobre o valor unitário da ação no último pregão antes da capitalização (em média de 10% a 20%), seja com um *split* ou filhotes (divisão ou doação de ações), de modo tal que os acionistas minoritários não se sintam (muito) prejudicados. Para maiores detalhes, ver Copeland (2001).

Um dos benefícios da conversão da dívida com bancos públicos em ações seria a possibilidade da empresa utilizar parte significativa desse aporte de capital para a liquidação de dívidas lastreadas em dólar, de elevado risco cambial. A companhia está exposta ao dólar nos investimentos, leasing operacional, financiamento e importações (petróleo e derivados). Portanto, reduzir a exposição a câmbio, principalmente até eleições, seria muito importante.

7. CONCLUSÕES

A elevação da dívida com bancos públicos e em especial BNDES foi e continua sendo uma importante fonte de recursos para a Petrobras no período de 2008 a 2012. Nos últimos 6 anos essas dívidas saltaram de 0,62% do PIB para o patamar de 2,98% em 2012, um crescimento de 2,36 pontos de percentagem do PIB, ou 483% em termos reais. O ponto alto dessa série foi o ano 2012, o que é preocupante, pois indica que se nada for feito para alterar a rota, a tendência é continuar subindo. Por trás dessa forte expansão existem dois conjuntos de fatores: os exógenos e os endógenos. No primeiro grupo, se inscrevem a crise financeira internacional de 2008, e a acentuada escassez monetária. No segundo grupo, temos os empréstimos bancários por bancos públicos, estimulados pelo governo como medida anticíclica, a política de preços subsidiados de derivados para controle inflacionário, e por fim, a forte demanda do governo por transferências de dividendos das empresas públicas para o Tesouro Nacional. Mais recentemente, a adoção da “contabilidade criativa” como forma de garantir superávit primário do setor público traz um componente de potencial perda de credibilidade cujos impactos já se fazem perceber por rebaixamento do *credit rating* da empresa e dos bancos públicos envolvidos⁸².

Inicialmente, os empréstimos cumpriram a sua função altamente necessária naquele momento de 2008, tanto pelo lado da crise externa, quanto pelo lado da campanha do Pré-Sal, que exatamente naquela época iniciava seu enorme e fundamental ciclo de investimentos. Todavia, o que poderia ser uma medida positiva do governo, em prol do desenvolvimento da maior empresa do país num momento-chave da História, acabou se tornando o começo de uma série de atos e medidas, cujos propósitos, inicialmente plenamente defensáveis e razoáveis, acabaram se desvirtuando e instaurando uma situação crítica, onde dívidas cruzadas e resultado primário se misturam numa relação que já foi denominada pelo Professor Delfim Netto como “incestuosa”.

⁸²As referências feitas pelas próprias empresas nos seu Balanços a partir do fim de 2012, alertando para o fato de que os resultados da própria empresa e bancos estão sujeitos a ações determinadas pelo sócio controlador (Governo) que podem reduzir o resultado da empresa, conforme Correio Brasiliense (25/03/2013) no mínimo levanta uma “bandeira de perigo” para as instituições que avaliam risco, como as agências de classificação de risco. Mais em Afonso e Barros (2013).

As dificuldades pelas quais passa a Petrobras poderiam ser facilmente sanadas, se estivéssemos tratando de uma empresa privada, onde o sócio controlador só tem um objetivo precípua: otimizar o resultado da empresa, trazendo o máximo benefício possível para todos os seus stakeholders, isto é, acionistas, clientes, empregados, fornecedores, governo e comunidades nas quais se insere. O que se tem visto a partir de 2008 é que o principal sócio-controlador da empresa vem optando por otimizar não o resultado da empresa, mas sim resultados alheios à empresa e sem ter a preocupação de proteger a empresa de efeitos colaterais nocivos resultantes de suas determinações. No setor privado, um comportamento como esse no mínimo provocaria indagações, a reação do mercado acionário se faria sentir de imediato (reação, aliás, que se percebe no desempenho da ação da Petrobras, como vimos antes), e seus acionistas minoritários seguramente pressionariam por, no mínimo, explicações e muito provavelmente por mudanças e correções na rota e/ou na direção da empresa⁸³.

No caso da Petrobras, uma mudança de diretoria não resolveria o problema, pois a questão está no acionista-controlador. Outro ponto é que no Brasil inexistente um ativismo de acionistas como se percebe nos mercados internacionais.

De todos os modos, não há como propor soluções para as atuais dificuldades da Petrobras sem envolver os bancos públicos e a forma como o governo federal tem tratado ambos, empresa e bancos. A solução, a nosso ver, começa com a mudança na atitude do governo federal de usar tanto a Petrobras quanto os bancos públicos como instrumento de política econômica não transparente, voltada para a obtenção de superávit primário do setor público, sem a devida obediência às regras de contabilidade pública, consistente e isenta de “saídas criativas”.

A partir da adoção dessa mudança de conduta, e incluída no seu bojo, propomos o fim do “endividamento cruzado” entre a empresa e os bancos públicos. Além de interromper essa prática imediatamente, seria adequado operacionalizar medidas para desfazer esse intrincado quadro de dívidas e títulos cruzados. Dentre essas medidas, neste artigo sugerimos a securitização da dívida da Petrobras com os bancos públicos pelo Tesouro Nacional. Dessa forma, a União teria ainda uma participação maior na empresa, mas pelo menos isso seria claro, direto e sem operações exóticas e feitas em triangulação, envolvendo uma série de instituições financeiras públicas e criando uma relação de interdependência e obscuridade muito elevadas.

Vale notar que nossa proposta é apenas parte da solução para o atual quadro da Petrobras e que uma série de ações em outras frentes se fazem necessárias, tais como amplamente documentado nos meios acadêmico e midiático.

⁸³ Exemplos desse comportamento se fizeram notar diversas vezes, no mercado internacional, em situações em que os CEOs foram inicialmente interpelados por seus acionistas minoritários e depois, perderam seus postos, como resultado de explicações e mudanças consideradas insuficientes e/ou insatisfatórias.

Dentre o elenco de ações que acreditamos serão eficientes se incluem:

- (a) Fim ou Amenização da política de subsídios aos preços dos derivados de petróleo;
- (b) Fim do investimento obrigatório de 30% nos projetos de E&P no Pré-Sal no Brasil;
- (c) Suavização da política de conteúdo local e redução das auto-exigências que a empresa se impõe⁸⁴;
- (d) Choque de Gestão Financeiro;
- (e) Choque de Gestão Operacional⁸⁵.

Por fim, cumpre ressaltar que o prazo para a solução desses problemas é curto. Quanto mais tempo o atual governo permanecer na conduta corrente de “contabilidade criativa”, maior será a sua extensão e por consequência, seus impactos perniciosos para a empresa e as instituições financeiras públicas⁸⁶ em tela, e também para o próprio setor público brasileiro.

⁸⁴ Vale notar que, a despeito dos percentuais de conteúdo local relativamente altos, a companhia vem praticando percentuais muito acima.

⁸⁵ Estes dois últimos já começaram a ser implementados pela atual administração da Petrobras, porém a influência de outras variáveis tem impactado a sua eficiência e eficácia.

⁸⁶ Vale mencionar o artigo publicado na Revista “IstoÉ Dinheiro”, edição 24/07/2013, que aborda a difícil situação do BNDES, apontando as decisões do seu Diretor-Presidente, Luciano Coutinho, como a raiz dos problemas do BNDES, especialmente a derrocada das empresas do Grupo X, de Eike Batista. Pelo nosso entendimento, não excluindo as questões de mérito da gestão atual, um peso importante deve ser atribuído à forma como os governos atual e anterior transformaram o banco em mero agente financeiro do governo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ITR Petrobras, diversos anos, acesso website desta instituição.
- Demonstrações Financeiras TN, BNDES, BACEN, BB, CEF, diversos anos, acesso nos respectivos websites dessas instituições.
- AFONSO, José Roberto. As Intrincadas Relações entre Política Fiscal e Creditícia no Brasil Pós-2008. Revista Econômica, Niterói, v. 13, n. 2, dezembro 2011.
- AFONSO, José Roberto; Barros, Gabriel Leal de. Sobre “Fazer o Cumprimento” da Meta de Superávit Primário de 2012. Texto para Discussão, Ensaio Técnico, FGV/IBRE, Fevereiro 2013.
- AFONSO, José Roberto; Barros, Gabriel Leal de. Receitas de Dividendos, Atipicidades e (Des)Capitalização. Nota Técnica. FGV/IBRE, Abril 2013.
- AFONSO, José Roberto; Pacheco de Castro, Kleber. Carga Tributária sobre Petróleo no Brasil: Evidências e Opções. Instituto de Estudos de Política Econômica - Casa das Garças, Outubro de 2011.
- ALMEIDA, Mansueto. O papel do BNDES no financiamento do desenvolvimento: novos e velhos desafios. pp 195 a 224. Em Bonelli, R. (organizador). “A Agenda de Competitividade do Brasil”. IBRE/FGV, 2011.
- ALMEIDA, Mansueto. Gasto Fiscal em 2012: uma rápida análise, 29/1/2013, disponível em: <http://bit.ly/VscwDS>
- ALMEIDA, Mansueto; Schneider, Ben Ross. Globalization, Democratization, and the Challenges of Industrial Policy in Brazil, Nota Técnica, IPEA / MIT, Julho 2012.
- ARONOVICH, Selmo; RIGOLON, Francisco. Cenários comparados da disponibilidade de recursos e alternativas de políticas para o futuro. In: ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. (orgs.), *O BNDES em um Brasil em Transição*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.
- Banco Santander, Apresentação “ChartBook 19 a 23 Agosto 2013”, São Paulo, 2013.
- BRAGA, Aílton; SPRIENGER DE FREITAS, Paula. A Petrobras conseguirá explorar plenamente o pré-sal? In www.brasil-economia-governo.org.br, Julho, 2013.
- CANÊDO-PINHEIRO, Maurício. Política Industrial Recente e Competitividade no Brasil. Pp 113 a 142. Em Bonelli, R. (organizador). “A Agenda de Competitividade do Brasil”. IBRE/FGV, 2011.
- CANÊDO-PINHEIRO, Maurício. “É preciso discutir o papel do BNDES” in O Estado de São Paulo. P B2-B3, 04 Fevereiro 2013, disponível em <http://bit.ly/15wOGBm>
- COPELAND, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. Third Edition, Wiley, 2000.
- GIAMBIAGI, Fabio; RIECHE, Fernando; AMORIM, Manoel. As Finanças do BNDES: Evolução Recente e Tendências. Revista do BNDES n.31, vol.16. Rio: BNDES, Junho 2009, pp.3-40. Disponível em: <http://bit.ly/hEMkyy> . Acesso em: 30 Set 2010.
- GIAMBIAGI, Fabio; LAMENZA, Guilherme; PINHEIRO, Felipe. A capacidade de desembolso do BNDES durante a década de 2010. Revista do BNDES n.36, vol.02. Rio: BNDES, Dezembro 2011, pp.43-88. Disponível em: <http://bit.ly/13D1XjQ>. Acesso em: 19 Mar 2013.

- OLIVEIRA, Gesner; GOLDBAUM, Sergio. “A capitalização da Petrobras em perspectiva”. In: Giambiagi, F.; Vellozo Lucas, Luiz Paulo (orgs.), *Petróleo, Reforma e Contrarreforma do Setor Petrolífero Brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus, 2012.
- Plano de Investimentos 2013-2017, Petrobras, acesso no sítio desta instituição.
- PEREIRA, Thiago; SIMÕES, Adriano; e CARVALHAL, André. Mensurando o Resultado Fiscal das Operações de Empréstimo do Tesouro ao BNDES: Custo ou Ganho Líquido Esperado para a União? Texto para Discussão nº 1665. Brasília, Dezembro 2011, 43 p. Disponível em: <http://bit.ly/tNhNrJ>. Acesso em 15 Jan 2012.
- PIRES, Adriano. Preço do Petróleo e Defasagem dos Preços dos Combustíveis. Mimeo. Outubro 2011.
- PIRES, Adriano. Preço do Gás Natural Justo. CBIE-Centro Brasileiro de InfraEstrutura). Julho 2013.
- SIQUEIRA, Ana. “O que aconteceu com a Petrobras?” In: Giambiagi, F.; Vellozo Lucas, Luiz Paulo (orgs.), *Petróleo, Reforma e Contrarreforma do Setor Petrolífero Brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus, 2012.
- SOBREIRA, Rogério; MARTINS, Norberto M. “Os Acordos de Basiléia no Brasil e seus impactos sobre o BNDES e o BNB”. Rio de Janeiro, 2011.
- STUBER, Walter. “The Brazilian way to comply with the fiscal goal of the year” <http://bit.ly/15zTP79>, January 2013.
- VELOSO, Francisco M. Understanding local content decisions: economic analysis and an application to the automotive industry. *Journal of Regional Science*, v.46, pp. 747-772, 2006, disponível em <http://bit.ly/18rCDUF>.
- XAVIER JÚNIOR, Carlos E.. Conteúdo Local nas rodadas de licitação da ANP e o papel da Petrobras: evidências recentes. *Radar*, n.8, pp. 9-15, 2010, disponível em <http://bit.ly/1748F8T>

APÊNDICE 1 – Tabelas Primárias, Valores Correntes (Em R\$ Milhões)

Tabela A.1.1. Resultado por Área de Negócios

RESULTADO POR ÁREA DE NEGÓCIO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EXPLORAÇÃO & PRODUÇÃO	24.762	26.828	36.661	19.289	29.691	40.575	45.452
ABASTECIMENTO	6.110	5.909	-4.032	13.521	3.722	-9.970	-22.931
GÁS & ENERGIA	-1.188	-1.381	-282	703	1.279	3.138	1.733
BIOCOMBUSTÍVEIS		0	0	0	0	-157	-218
DISTRIBUIÇÃO	585	794	1.233	1.247	1.268	1.175	1.793
INTERNACIONAL (2)	352	-1.023	-1.661	-115	1.320	1.967	1.436
CORPORATIVO	-4.184	-8.154	1.588	-3.596	-1.141	-1.453	-5.391
ELIMINAÇÕES E AJUSTES	-518	-1.461	408	-998	-950	-2.165	-915
LUCRO LÍQUIDO CONSOLIDADO	25.919	21.512	33.915	30.051	35.189	33.110	20.959

Fonte: Balanços da Petrobras.

Tabela A.1.2. Investimentos por Área de Negócio

INVESTIMENTO (Em R\$ Milhões)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Exploração e produção	15.314	18.418	24.662	30.819	32.426	34.251	42.970
Abastecimento	4.181	9.632	10.111	16.508	28.007	27.117	28.860
Gás e Energia	1.566	1.616	3.821	6.562	4.884	3.848	4.166
Internacional	7.161	6.574	6.133	6.833	4.771	4.440	5.098
Distribuição	642	1.670	558	635	895	1.157	1.307
Biocombustível		0	0	0	0	503	299
Corporativo	905	875	1.241	2.306	2.348	1.230	1.437
• Sociedades de Propósito Específico (SPEs)	3.507	5.902	5.645	5.564	2.780		
• Empreendimentos em Negociação	409	598	1.178	1.530	0		
• Projetos Estruturados	1	0	0	0	0		
Total de investimentos	33.686	45.285	53.349	70.757	76.411	72.546	84.137

Fonte: Balanços da Petrobras.

Tabela A.1.3. Fluxo de Caixa

Fluxo de Caixa Líquido das atividades (R\$ milhões)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Caixa Gerado pelas Atividades Operacionais	44.125	41.897	49.952	51.350	53.435	56.322	54.145
Caixa Utilizado em Atividades de Investimento	-33.059	-45.233	-53.425	-70.280	-105.567	-57.838	-74.939
Caixa Utilizado/Gerado em Atividades de Financiamento	-6.654	-11.422	5.624	32.165	53.858	7.664	11.649
(+) Efeito de variação cambial sobre caixa e equivalente caixa				-300	-437	183	1.026
Geração de Caixa no Exercício	4.412	-14.758	2.818	12.935	1.289	6.331	-8.119

Fonte: Balanços da Petrobras.

Tabela A.1.4. Impostos e Contribuições Consolidados

IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES CONSOLIDADOS (R\$ Milhões)										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	T1 2013	2012-08	2012-06
Contribuição Econômica - País										
ICMS	17.731	18.110	23.110	25.254	28.681	36.763	39.412	10.181	70,54%	122,28%
CIDE	7.833	7.823	5.409	5.746	6.878	7.488	2.023	-	-62,60%	-74,17%
PASEP/COFINS	11.637	11.948	12.495	12.497	14.802	14.685	15.951	4.392	27,66%	37,07%
Imposto de Renda e C.S.s/lucro	11.430	10.683	15.716	10.098	11.517	9.822	4.850	3.178	-69,14%	-57,57%
Outros	2.313	2.783	1.440	2.622	3.051	2.369	3.934	1.130	173,19%	70,08%
Sub-total País	50.944	51.347	58.170	56.216	64.929	71.127	66.170	18.881	13,75%	29,89%
Contribuição Econômica - Exterior	3.786	3.504	4.438	4.436	4.786	5.650	6.873	1.499	54,87%	81,54%
TOTAL	54.730	54.851	62.608	60.653	69.715	76.777	73.043	20.380	16,67%	33,46%

Tabela A.1.5. Participações Governamentais da Petrobras

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012-08	2012-06
RENDAS									
Royalties	7.626	7.574	10.179	8.122	9.405	12.533	14.459	4.280	6.833
Participações Especiais	8.375	7.261	11.478	8.308	10.165	13.837	15.783	4.305	7.408
Retenções de Área	108	119	117	129	140	137	156	39	48
Bônus de Assinatura	310	309	40	0	0	0	0	-40	-310
PARTICIPAÇÕES	16.419	15.263	21.814	16.559	19.710	26.507	30.398	8.584	13.979
Contribuições econômicas identificadas	48.631	48.564	56.742	52.092	62.089	78.584	81.260	24.518	32.629
GOVERNOS	65.050	63.827	78.556	68.651	81.799	105.091	111.658	33.102	46.608

Fonte: Petrobras.

Contribuições econômicas identificadas no mesmo portal compreendem ICMS, CID, PASEP/CONFINS, IRPJ/CSLL.

APÊNDICE 2:

Cálculos referentes à Nota de Rodapé 22, sobre Potencial de Lucro Total no Pré-Sal (simulando o cálculo simplificado de Valor Presente Líquido (VPL)) e apresentação de três “sensibilidades” ao lucro, a saber: Preço, Produção e Duração da Produção (em anos).

Tabela A.2.1. Cenário Base

CONTA / VARIÁVEL	VALOR	MEDIDA
CENÁRIO 1 - Base		
Produção mínima esperada	2.000.000	B/d
Preço Mínimo p/ Retorno 8%	60,00	USD/Barril
Duração em anos	20	Anos
Dias de Produção	350	Dias
Taxa Retorno "Necessária"	8%	%
Receita Bruta / Dia (USD)	120.000.000	USD / Dia
Custo Bruto / Dia (USD)	110.400.000	USD / Dia
Lucro / Dia (USD)	9.600.000	USD / Dia
Lucro Anual (350 d)	3.360.000.000	USD / Ano
Lucro em 20 anos, em USD Bi	67,20	USD Bi

Fonte: Estimativa da autora.

Nesta estimativa o potencial de Lucro Acumulado ao longo da vida útil do Pré-Sal (20 anos) é de US\$ 67,2 Bilhões. As premissas são Produção diária de 2 milhões de barris/dia; preço mínimo de US\$ 60,00 / barril, e produção durando 20 anos.

Tabela A.2.2. Cenário 2 – Upsides (Preço mais alto)

CENÁRIO 2 - UPSIDES (Preço + Alto)		
Produção mínima esperada	2.000.000	B/d
Preço (mais alto)	100,00	USD/Barril
Duração em anos	20	Anos
Dias de Produção	350	Dias
Taxa Retorno "Calculada"	45%	
Receita Bruta / Dia (USD)	200.000.000	USD / Dia
Custo Bruto / Dia (USD) (Igual Cen 1)	110.400.000	USD / dia
Lucro / Dia (USD)	89.600.000	USD / dia
Lucro Líquido (ano)	31.360.000.000	USD / Ano
Lucro em 20 anos, em USD Bi	627,20	USD Bi

Fonte: Estimativa da autora.

No Cenário 2, o potencial de Lucro Acumulado em 20 anos “explode” para US\$ 627,2 Bilhões. A única diferença para o Cenário Base é o aumento de preço do petróleo de US\$ 60,00 para US\$ 100,00 por barril.

Tabela A.2.3. Cenário 3 – Upsides (Produção mais alta)

CENÁRIO 3 - UPSIDES (Produção + Alta)		
Produção mínima esperada	3.000.000	B/d
Preço Mínimo p/ Retorno 8%	60,00	USD/Barril
Duração em anos	20	Anos
Dias de Produção	350	Dias
Taxa Retorno Dada (%)	12%	%
Receita Bruta / Dia (USD)	180.000.000	USD / Dia
Custo Bruto / Dia (USD)	158.400.000	USD / Ano
Lucro / Dia (USD)	21.600.000	USD / Dia
Lucro Anual (350 d)	7.560.000.000	USD
Retorno em 20 anos, em USD Bi	151,20	USD Bi

Fonte: Estimativa da autora.

No Cenário 3, o potencial de Lucro Acumulado em 20 anos quase dobra para US\$ 151,2 Bilhões. A única diferença para o Cenário Base é o aumento da produção mínima de 2 milhões de barris por dia para 3 milhões de barris por dia.

Tabela A.2.4. Cenário 4 – Upsides (Duração mais alta)

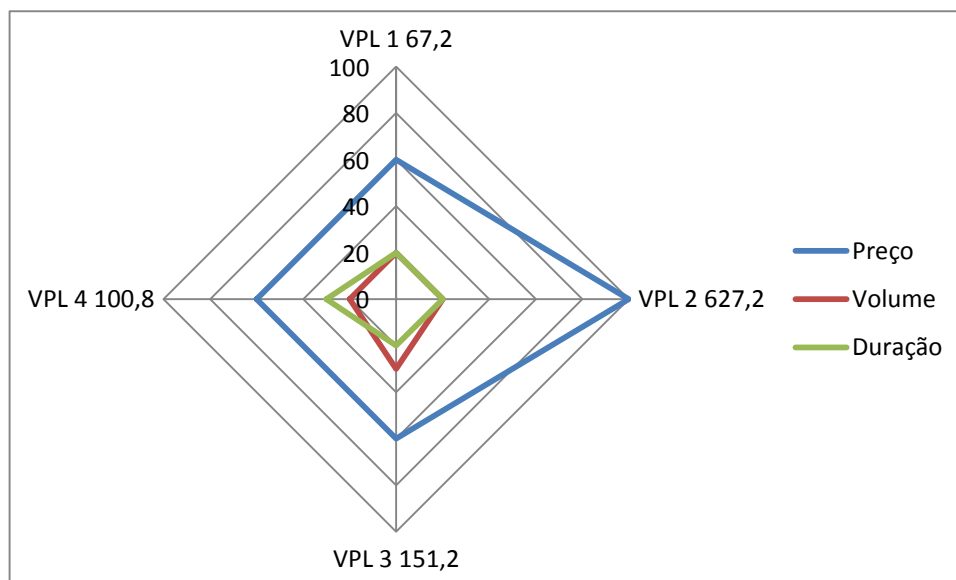
CENÁRIO 4 - UPSIDES (Duração Maior)		
Produção mínima esperada	2.000.000	B/d
Preço Mínimo p/ Retorno 8%	60,00	USD/Barril
Duração em anos	30	Anos
Dias de Produção	350	Dias
Taxa Retorno Necessária (%)	8%	%
Receita Bruta / Dia (USD)	120.000.000	USD / Dia
Custo Bruto / Dia (USD)	110.400.000	USD / Dia
Lucro / Dia (USD)	9.600.000	USD / Dia
Lucro Anual (350 d)	3.360.000.000	USD / Ano
Retorno em 30 anos, em USD Bi	100,80	USD Bi

Fonte: Estimativa da autora.

No Cenário 4, o potencial de Lucro Acumulado em 30 anos aumenta para US\$ 100,8 Bilhões dos originais US\$ 67,20 bilhões. A única diferença para o Cenário Base é o aumento da duração do tempo útil de produção 20 anos para 30 anos.

Com isso, observamos que os Lucros Potenciais Acumulados (“proxy” para VPL) são muito sensíveis ao nível de preço do barril de petróleo, depois ao nível de produção e por último à duração em anos da vida útil do Projeto Pré-Sal, conforme apresentado no gráfico A.2.1.

Gráfico A.2.1. Radar das sensibilidades nos cenários diferentes



Fonte: Elaboração da autora.

APÊNDICE3:

Digna de Nota a Estratégia Financeira da Petrobras, exposta no Formulário 20F 2012, apresentado à SEC (Security Exchange Commission), autoridade de valores mobiliários norte-americana.

“Estratégia Financeira

O objetivo de nossa estratégia financeira é nos ajudar a alcançar as metas estabelecidas em nosso Plano de Negócios e Gestão 2013-2017, divulgado no dia 15 de março de 2013, que prevê investimentos de US\$ 236,7 bilhões entre 2013 e 2017, dos quais US\$ 207,1 bilhões destinam-se a projetos que já foram implementados e US\$ 29,6 bilhões referente a projetos ainda em fase de avaliação e sujeitos a aprovação final de nossa Administração.

Levantaremos o capital para dívida por diversos meios e por contratos de financiamento de longo prazo, incluindo a emissão de bônus nos mercados de capital internacionais, financiamento de fornecedores, financiamento de projetos e financiamentos bancários. Continuaremos com nossa política de prorrogação do prazo de vencimento de nossas dívidas.

Em 2013, pretendemos obter recursos para nossas necessidades financeiras através de uma combinação desaque parcelado do saldo de caixa e facilidades de crédito existentes ao final do exercício, bem como **contratar nova dívida de uma grande variedade de fontes de financiamento tradicionais, incluindo mercados de capital de dívida mundiais, agências de crédito de exportação, bancos de desenvolvimento não-brasileiros, o BNDES, e bancos comerciais brasileiros e internacionais**. Em 26 de abril de 2013, nós tínhamos financiada parte de nossa necessidade (em um valor total de US\$ 7.366 milhões) de várias origens de recursos, incluindo bancos comerciais, mercado de capitais e BNDES.” **(Grifo dos autores)**



www.fgv.br/ibre

ibre@fgv.br

Rio de Janeiro

Rua Barão de Itambi, 60
22231-000 - Rio de Janeiro - RJ

São Paulo

Av. Paulista, 548 - 6º andar
01310-000 - São Paulo - SP

(21) 3799-6799