

PETROBRAS: CRISE FINANCEIRA E DE CREDIBILIDADE E RECUPERAÇÃO RECENTE¹

José Mauro de Morais²

1 ORIGENS DA CRISE

A partir de 2012, os analistas da área de petróleo começaram a apontar dificuldades na gestão financeira da Petrobras, por conta da elevação muito rápida do endividamento e dos prejuízos com a comercialização de combustíveis. Esses fatos, capazes de desestabilizar uma empresa comum, não impediam que a Petrobras mantivesse boa posição no mercado de crédito, em razão das amplas promessas trazidas pela nova província petrolífera do pré-sal.

Dois anos depois, em fevereiro de 2014, antes da eclosão da crise financeira, a Petrobras divulgou seu plano de negócios quinquenal, atualizado para o período 2014-2018. O plano previa investimentos totais de US\$ 220,6 bilhões, o maior do mundo entre todas as petroleiras, com o objetivo principal de elevar a produção de petróleo de 2,0 milhões de barris/dia, em 2014, para 4,2 milhões de barris/dia, em 2020. Ao procurar mais que dobrar a produção de petróleo em seis anos, a Petrobras tinha como meta tornar-se uma das cinco maiores empresas integradas de energia do mundo.³ Em produção de petróleo, ela ocupava, então, a 13ª posição, e era a 28ª maior empresa do mundo em receitas.⁴

Para realizar os investimentos nos campos de petróleo do pré-sal e em quatro novas grandes refinarias de petróleo – Abreu e Lima, em Pernambuco; Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro (Comperj), no Rio de Janeiro; Premium I, no Maranhão; e Premium II, no Ceará –, a Petrobras endividou-se pesadamente: de 2006 a 2014, sua dívida líquida elevou-se de US\$ 8,7 bilhões para US\$ 106,2 bilhões (tabela 1), isto é, crescimento de doze vezes. Como resultado, a dívida sobre a geração de caixa, isto é, a relação dívida líquida/Ebitda,⁵ passou de 0,38 para 4,77, ultrapassando muito o limite prudencial de 2,5. Nessa mesma tendência, a alavancagem (relação dívida líquida/patrimônio líquido + dívida líquida) saltou de 13% para 48%, ou seja, muito acima do limite de 35% que a própria companhia havia planejado anteriormente (Morais, 2015, p. 268).⁶

Ao mesmo tempo, os lucros, a partir de 2012, passaram a mostrar rápida diminuição, porém ainda não afetavam as avaliações das agências de risco de crédito sobre seu grau de investimento no mercado bancário. A queda nos lucros, de US\$ 20,1 bilhões, em 2010 e 2011, para US\$ 11 bilhões, em 2012 e 2013, era decorrência direta dos prejuízos na revenda de combustíveis (tabela 1, linha 5.1), como consequência dos controles que o governo federal vinha exercendo nos preços da gasolina e do óleo diesel. Em 2014 a deterioração foi mais longe: os lucros totais passaram para prejuízo de US\$ 7,4 bilhões, e os prejuízos com a venda de combustíveis chegaram a US\$ 15,4 bilhões. De 2011 a 2014, o total dos prejuízos com a comercialização de combustíveis somou US\$ 41 bilhões e explica grande parte da deterioração da situação financeira da Petrobras. Em 2015 e 2016, as perdas na comercialização de combustíveis cessaram, em razão da queda nos preços da gasolina e do diesel que a Petrobras importa, mas os lucros totais continuaram negativos como resultados de perdas contábeis e outros prejuízos, como se comenta mais à frente.

1. O autor agradece a Pedro Miranda as sugestões para o aprimoramento deste artigo.

2. Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura (Diset) do Ipea. E-mail: <jose.morais@ipea.gov.br>.

3. PETROBRAS. *Fatos e Dados*, 25 fev. 2014. Disponível em: <<https://goo.gl/ytmonh>>. Acesso em: 25 fev. 2017.

4. FORTUNE. *Global 500*. [s.l.]: [s.d.]. Disponível em: <<https://goo.gl/PBKKYt>>. Acesso em: 8 ago. 2017.

5. *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (Ebitda).

6. MORAIS, J. M. *Petrobras, uma história das explorações de petróleo em águas profundas e no pré-sal*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2015.

TABELA 1**Petrobras: evolução de indicadores financeiros (2006-2017)**

(Em US\$ bilhões correntes)

Itens	2006	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (1ª sem.)
1. Receitas de vendas	72,3	120,5	145,9	144,1	141,5	143,7	97,3	81,4	42,6
2. Dívida líquida	8,7	36,6	54,9	72,3	94,6	106,2	100,4	96,4	89,3
3. Dívida líquida/Ebitda	0,38	1,09	1,47	2,62	3,22	4,77	5,1	3,76	3,15
4. Alavancagem (%)	13	16	24	31	39	48	60	55	53
5. Lucro líquido total	12,8	20,1	20,1	11,0	11,1	-7,4	-8,5	-4,8	1,5
5.1. Lucro líquido com derivados de petróleo	2,5	2,1	-5,7	-11,7	-8,2	-15,4	5,7	5,7	2,4
5.2. Lucro líquido na exploração e produção de petróleo	11,9	16,9	24,3	23,4	19,5	14,2	-2,5	1,4	3,6
5.3. Outros	-1,6	1,1	1,5	-0,7	-0,2	-6,2	-16,7	-11,9	-4,5

Fonte: Petrobras, Demonstrações Financeiras Padronizadas, DFP-4T15; Petrobras (set. 2016); Petrobras, Relatórios RMF-3T-4T14 R\$; RMF-4T15 US\$; RMF-4T15 US\$ e RMF-2T17 (IFRS USD).⁷

Elaboração do autor.

Obs.: Não obstante a deterioração que se verificava nas condições financeiras da companhia, o fato que deflagrou a crise e a necessidade de ajustes nos investimentos e em sua produção planejada futura não está relacionado diretamente à evolução financeira comentada, mas aos desdobramentos da operação Lava Jato, conduzida pelo Ministério Público Federal e pela Polícia Federal, que revelou a existência de um amplo esquema de corrupção na companhia (Brasil, 2016).⁸

A descoberta provocou dois efeitos negativos imediatos: a empresa responsável pela auditoria dos seus balanços, PriceWaterhouseCoopers, recusou-se a aprovar seu balanço contábil do terceiro trimestre de 2014, e exigiu investigações internas para comprovar a extensão das perdas ocorridas com as primeiras denúncias de subornos na companhia. No ano seguinte, as empresas de classificação de riscos de crédito Moody's, Standard & Poor's e Fitch rebaixaram a nota de crédito da Petrobras para grau especulativo, devido às incertezas sobre sua capacidade de fazer os ajustes necessários para cumprir os compromissos da dívida. A crise financeira passou a ser também uma crise de credibilidade da Petrobras no mercado.

As investigações realizadas pela Petrobras concluíram que parte dos lucros negativos em 2014 foi devida – além dos prejuízos com os controles dos preços dos derivados – a falhas nos projetos das refinarias Comperj e Abreu e Lima, que provocaram perdas contábeis elevadas em razão da postergação da entrada de recursos no caixa das refinarias, bem como dos desvios de recursos em sua construção, como aparecem destacados no balanço da Petrobras daquele ano. As perdas com os investimentos capitalizados indevidamente, como resultado do esquema de desvios, foram estimadas pela Petrobras em US\$ 2,5 bilhões; registraram-se, ainda, perdas contábeis com a reavaliação de ativos (*impairment*) no total de US\$ 16,8 bilhões.

É interessante observar que a produção brasileira de petróleo começou a apresentar maiores taxas de crescimento no mesmo ano em que as investigações da operação Lava Jato atingiram a Petrobras, que responde, como operadora de campos de petróleo, por 94% da produção brasileira. Antes da crise, entre 2006 e 2013, a produção total de petróleo apresentou crescimento geométrico de 2,2% ao ano, passando de 1,8 milhão de barris/dia, em 2006, em média, para 2,1 milhões de barris/dia, em 2013.⁹ Após 2013, a produção acelerou-se: de 2,1 milhões de barris/dia chegou a 2,6 milhões de barris/dia, em 2016, com crescimento médio anual de 7,3%. Esse resultado decorreu dos investimentos realizados nos campos do pré-sal nos anos anteriores, cuja produção passou de 45 mil barris/dia, em média, em 2010, para 303 mil barris/dia, em 2013, e 1,0 milhão

7. PETROBRAS. *Demonstrações Financeiras Padronizadas, DFP-4T15 US\$*. [s.l.]: [s.d.]. Disponível em: <<https://goo.gl/JRPae4>>. Acesso em: 8 ago. 2017.

PETROBRAS. *Relatórios RMF-3T-4T-14 R\$; RMF-4T14 US\$; RMF-4T15; e RMF-2T 17 (IFRS USD); R\$*. [s.l.]: [s.d.]. Disponível em: <<https://goo.gl/CgKcXf>>. Acesso em: 8 ago. 2017.

PETROBRAS. *Plano Estratégico 2030 e Plano de Negócios e Gestão 2017-2021*. Rio de Janeiro: Petrobras, set. 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/btQyuA>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

8. BRASIL. Ministério Público Federal. *Caso Lava Jato*. Brasília: MPF, 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/yAQM9a>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

9. ANP – AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO. *Dados estatísticos, importações e exportações de petróleo e derivados*. Brasília: ANP, 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/FRn85M>>. Acesso em: 25 jul. 2017.

de barris/dia, em 2016. Mais recentemente, em junho de 2017, com 1,35 milhão de barris/dia produzidos, a produção do pré-sal respondeu, pela primeira vez, por mais de 50% da produção nacional de petróleo. Os campos do pré-sal apresentam alta produtividade: seus cinco poços mais produtivos produziram naquele mês o total de 150 mil barris/dia, volume maior que a produção total dos 7.476 poços de petróleo em terra, igual a 127 mil barris/dia.

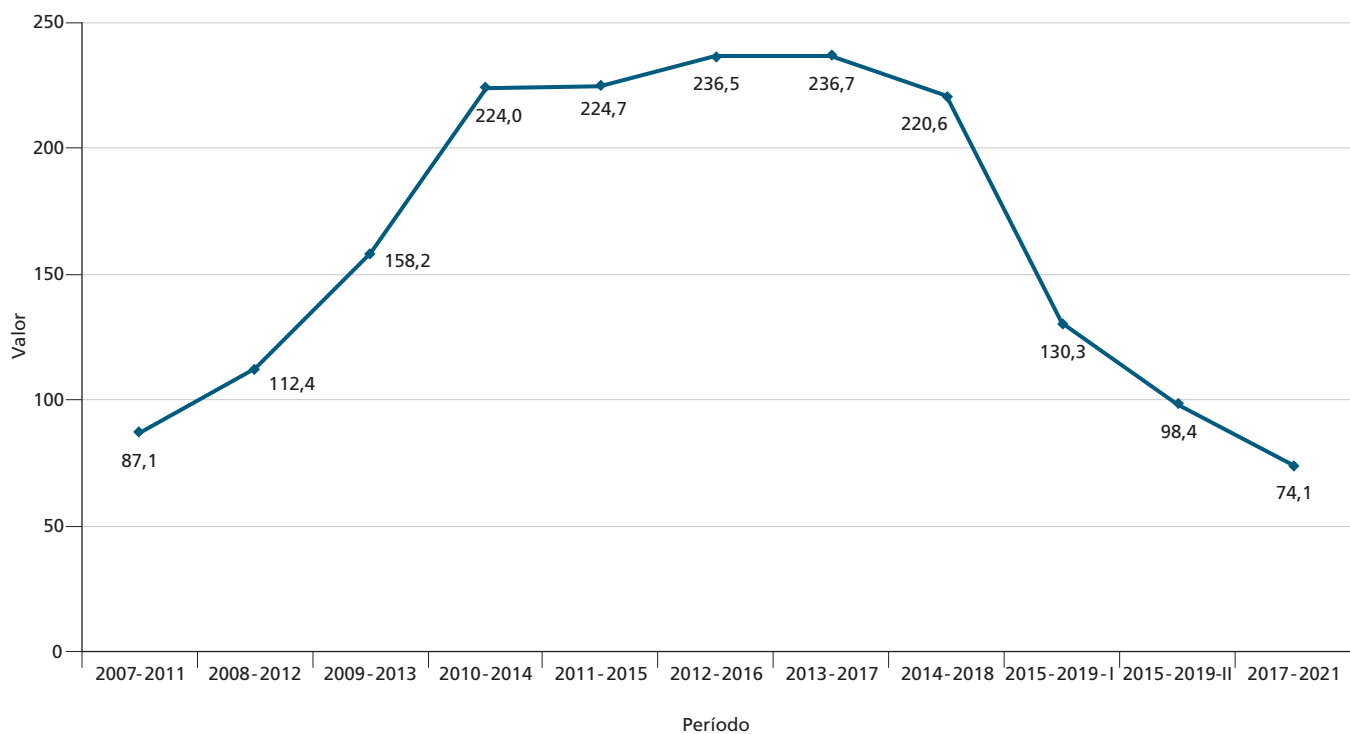
2 EFEITOS DA CRISE SOBRE A PETROBRAS

Diante dos prejuízos e da dívida elevada, a Petrobras não teve outra alternativa senão a de realizar ajustes em seu nível de investimentos, adequando-os às necessidades de cumprimento dos serviços anuais da dívida, e de desenvolver um extenso programa de venda de ativos, com objetivos de diminuir o montante da dívida e reduzir a relação dívida líquida/Ebitda para nível próximo a 2,5, com o propósito de recuperar a credibilidade do mercado.

O gráfico 1 ilustra a redução nos planos de investimentos da Petrobras, nas três reformulações que executou a partir de 2015.

GRÁFICO 1

Petrobras: valor dos investimentos planejados para períodos de cinco anos
(Em US\$ bilhões)



Fonte: Petrobras, Planos de Negócios e Gestão (PNG), site Relacionamento com Investidores.¹⁰

Elaboração do autor.

Obs.: O Plano de Negócios e Gestão (PNG) – do quinquênio 2016-2020 – não foi adotado pela companhia.

Em 2015 os prejuízos da Petrobras aumentaram para US\$ 8,5 bilhões, como resultado de reduções no valor recuperável de seus ativos (*impairment*), de queda nas reservas e outras perdas. Na atividade de exploração e produção, os lucros foram negativos em razão da forte queda no preço do petróleo, a partir do segundo semestre de 2014 (tabela 1, linha 5.2).

10. PETROBRAS. *Relacionamento com investidores*. [s.l.]: [s.d.]. Disponível em: <<https://goo.gl/6jRrWt>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

Em 2016 os lucros continuaram negativos em razão de desvalorizações de ativos na Comperj, em campos de petróleo, em navios da Transpetro e em usinas térmicas.¹¹ Em termos de emprego, 17,8 mil funcionários próprios saíram da companhia, de 2013 a 2016. Foram ainda desligados, desde dezembro de 2014, 114 mil pessoas prestadoras de serviços à Petrobras, envolvendo trabalhadores em serviços de obras, montagens, administrativos e operacionais. Nos estaleiros, o emprego caiu de 82,5 mil pessoas, em 2014, para 35 mil, em dezembro de 2016.¹²

Em uma comparação internacional, observa-se que as demais petroleiras também sofreram grandes perdas em sua lucratividade. A tabela 2 relaciona as dez maiores petroleiras do mundo, em termos de receita anual, e sua posição, no ano de 2013, entre as trinta maiores empresas do mundo, conforme levantamento da revista *Fortune*. Como pode ser observado, a queda nos preços do petróleo afetou bastante o posicionamento dessas empresas no *ranking*: todas as petroleiras listadas na tabela perderam posição entre 2013 e 2016, com a exceção de duas petroleiras da China.¹³ Uma das diferenças entre a Petrobras e as demais petroleiras da tabela é que as perdas registradas por essas últimas foram devidas à queda nos preços do petróleo – que caiu de US\$ 110, em 2013, para o mínimo de US\$ 30, em janeiro de 2016 –, enquanto a petroleira brasileira deve sua queda nos lucros também aos diversos fatores comentados na seção anterior. Todas as dez petroleiras tiveram redução nos lucros, porém a Petrobras foi a que apresentou maiores lucros negativos, em 2016, entre as petroleiras com prejuízos.

TABELA 2

Lucro e posição mundial das maiores petroleiras do mundo (2013 e 2016)

Petroleiras	Posição		Lucros (US\$ bilhões)	
	2013	2016	2013	2016
Shell	2 ^a	7 ^a	16,4	4,6
Sinopec Group	3 ^a	3 ^a	8,9	1,2
China National Petroleum	4 ^a	4 ^a	18,5	1,9
Exxon	5 ^a	10 ^a	32,6	7,8
BP	6 ^a	12 ^a	23,5	0,11
Total	11 ^a	30 ^a	11,2	6,2
Chevron	12 ^a	45 ^a	21,4	-0,5
Gazpron	17 ^a	63 ^a	35,8	14,2
ENI	22 ^a	132 ^a	6,8	-1,6
Petrobras	28 ^a	75 ^a	11,1	-4,8
Total	-	-	186,2	29,1

Fonte: Fortune.

Elaboração do autor.

3 RECUPERAÇÃO

Como foi observado nas seções anteriores, a crise aberta na Petrobras teve efeitos profundos em sua imagem, credibilidade e capacidade de investimentos. Para restaurar a credibilidade, a companhia está empreendendo um rígido processo de recuperação financeira, vendendo ativos não diretamente relacionados aos seus negócios principais, isto é, a produção de petróleo e derivados.

Na revisão do Plano Estratégico e do Plano de Negócios e Gestão (PNG) 2017-2021, o montante dos investimentos para o período foi reduzido para US\$ 74,1 bilhões, isto é, um terço em relação aos US\$ 220,6 bilhões planejados para 2014-2018, antes da crise (gráfico 1).

11. PETROBRAS. *Demonstrações Contábeis Padronizadas 2014, 2015 e 2016*. Rio de Janeiro: Petrobras, 2016. p. 49. Disponível em: <<https://goo.gl/2l3sV6>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

12. PRESSREADER. Setor naval demite quase cinquenta mil em dois anos. *Valor Econômico*, 1^o mar. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/dqa8z7>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

13. Disponível em: <<https://goo.gl/PBKkYt>> e <<https://goo.gl/ektGsk>>. Acesso em: 25 set. 2017.

A produção de petróleo continuou a aumentar em 2017: de 2,05 milhões de barris/dia, em média, no primeiro semestre de 2016, para 2,17 milhões de barris/dia, no primeiro semestre de 2017, isto é, aumento de 5,8%. Como resultado dos investimentos anteriores no pré-sal, a companhia melhorou sua posição como exportadora líquida de petróleo e derivados, com saldo de 401 mil barris/dia no primeiro semestre de 2017, comparado com 62 mil barris/dia no primeiro semestre de 2016.

Outro avanço importante, em época de baixo preço do petróleo, encontra-se na diminuição do custo geral médio de extração de petróleo e gás (sem os impostos), que se encontra em US\$ 10,6 por barril, em 2017, comparado com US\$ 14,1, em 2014. No pré-sal, o custo de extração é ainda menor, igual a US\$ 8 por barril, graças às recentes tecnologias desenvolvidas pela Petrobras e empresas prestadoras de serviços de perfuração.¹⁴

Também a situação financeira vem mostrando sinais positivos.

O endividamento líquido diminuiu de US\$ 96,4 bilhões, em dezembro de 2016, para US\$ 89,3 bilhões, em junho de 2017, em decorrência de pré-pagamentos e amortizações da dívida, com a utilização de recursos gerados pelos desinvestimentos e pelas atividades operacionais. O lucro líquido foi de US\$ 1,5 bilhão no primeiro semestre de 2017, diante de prejuízo de US\$ 212 milhões no primeiro semestre de 2016.

O índice dívida líquida/Ebitda reduziu-se de 5,1, em 2015, para 3,76, em dezembro de 2016, e para 3,15, em junho de 2017. A alavancagem foi reduzida de 60%, em 2015, para 53%, em junho de 2017.¹⁵

Os ajustes em andamento na Petrobras estão constituindo uma base objetiva para assegurar a volta aos leilões de áreas exploratórias, depois de a companhia ficar fora de um leilão da Agência Nacional de Petróleo (ANP) pela primeira vez, em 2015. Um primeiro passo nesse sentido verificou-se quando a Petrobras exerceu seu direito de preferência para atuar como operador em três das oito áreas a serem licitadas na segunda e terceira rodadas de partilha do pré-sal, a ocorrer em outubro deste ano (conforme previsto na Lei nº 13.365/2016, que alterou a Lei de Partilha, Lei nº 12.351/2010).¹⁶

Os ajustes financeiros comentados neste artigo, a aquisição de novas áreas para exploração de petróleo e a concentração dos investimentos no desenvolvimento dos campos do pré-sal podem ser vistos como estratégias seguras da companhia para o equilíbrio financeiro e para demonstrar capacidade de aumentar a produção futura, condições necessárias para o retorno ao mercado de crédito com as ofertas de prazo e de juros que ela obtinha antes de 2014.

14. PETROBRAS. *Divulgação de resultados 2016/4º trim.* 2016. Coletiva de imprensa, 21 mar. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/yrLAK3>>. Acesso em: 9. ago. 2017.

15. PETROBRAS. *RMF, Relatório ao Mercado Financeiro – Resultados consolidados do primeiro semestre de 2017.* Rio de Janeiro: Petrobras, ago. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/xM99qK>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

16. BRASIL. Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010. Dispõe sobre a exploração e a produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, sob o regime de partilha de produção, em áreas do pré-sal e em áreas estratégicas; cria o Fundo Social – FS e dispõe sobre sua estrutura e fontes de recursos; altera dispositivos da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2010.

BRASIL. Lei nº 13.365, de 29 de novembro de 2016. Altera a Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010, para facultar à Petrobras o direito de preferência para atuar como operador e possuir participação mínima de 30% (trinta por cento) nos consórcios formados para exploração de blocos licitados no regime de partilha de produção. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2016.

