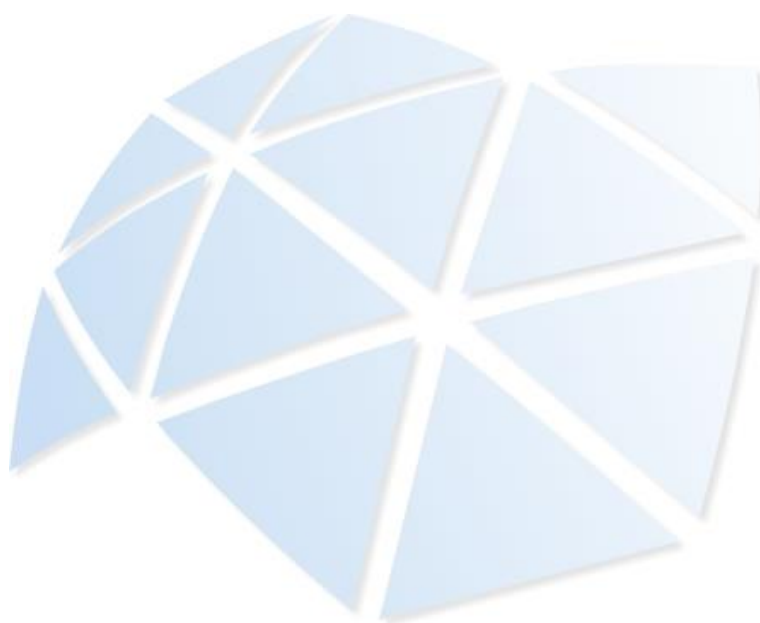




YARA NEVES

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA EMPRESA PETROBRÁS
NO PERÍODO DE 2005 A 2015**



Araraquara – SP

2017

MONOGRAFIA
Curso de Ciências Econômicas

YARA NEVES

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA EMPRESA PETROBRÁS
NO PERÍODO DE 2005 A 2015**

Monografia apresentada à Faculdade de Ciências e Letras – UNESP, Departamento de Economia – Campus Araraquara, como requisito para obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação da Prof. Dra. Ana Elisa Périco.

Araraquara – SP

2017

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, aos amados Cyro, Sônia, Thaís e Júlia Neves, pelo amor e apoio incondicionais que me fazem crescer e lutar pelos meus sonhos todos os dias. Obrigada por estarem ao meu lado, comemorando comigo cada conquista, e me dando forças para os momentos de dificuldades.

Aos meus tios Paulo Neves, Claudio Galina, Luci Lopes, e Carmen Pupio, pelas melhores conversas e conselhos que eu poderia receber. Me fizeram ser quem eu sou.

Aos avós: Ivone Vargas Neves, Maria Augusta Gouveia Lopes, Julita Neves e Pedro da Costa Neves, pelos aprendizados e por sempre acreditarem em mim, mesmo que de longe. Vocês são minhas estrelas-guia.

À Marcela Gouveia e ao Gustavo Badin, meu agradecimento especial pela amizade e parceria ímpares de vocês neste último ano. Obrigada pelo apoio incondicional, por cada dica, risada, conselho e momento compartilhado. Obrigada por me conhecerem bem como ninguém. Quero sempre tê-los por perto, irmãos.

Às amigas inesquecíveis que a faculdade me proporcionou e que levo dentro de mim aonde quer que eu vá: Giovanna Grana, Lucas Santos Souza, Dariane Zamaí, Bruna Lima Alfama, Joseane Câmara, Karoline Ângelo, Livia Sabbagh, Patrícia Nakano, e Irina Haas. Obrigada pela ajuda, parceria, e sintonia de sempre! Não importa quanto tempo passe, vai sempre parecer que foi ontem.

À UNESP, agradeço por todos os aprendizados dentro e fora de sala que eu pude ter. À monitoria, ao Centro Acadêmico Celso Furtado, ao estágio no Sincomércio, ao intercâmbio para a University of Victoria no Canadá, e pela AIESEC. Vocês me ensinaram muito! Obrigada pela oportunidade de ter crescido e amadurecido tanto.

À EY e a todos os auditores membros da equipe “Big 5”, que muito me ensinaram, me desafiaram, e me fizeram crescer em todos os dias do trabalho. Obrigada pelos ensinamentos que pude trazer para o meio acadêmico e aplicar nesta monografia. Não seria a mesma coisa sem vocês.

E finalmente, à professora Ana Elisa, pela orientação neste trabalho, e em todos os demais momentos da faculdade. Você foi uma peça-chave para meu sucesso. Muitíssimo obrigada!

“Não sabendo que era impossível, foi e fez.”

– Jean Cocteau

RESUMO

O presente trabalho de monografia tem como objetivo analisar o caso recente da Petrobrás sob o ponto de vista das demonstrações financeiras, tendo como base os índices financeiros e econômicos, que avaliam a saúde de uma empresa. Acompanhado aos índices, será analisada também a história da Companhia, e o cenário econômico brasileiro e internacional no qual os fatos ocorreram. Desse modo, será possível melhor compreender as variações das contas patrimoniais e de resultado que ocorreram ao longo dos anos de 2005 até 2015, tendo em vista o crescimento econômico brasileiro, a crise internacional de 2009, a recuperação da economia, e a crise política e recessão econômica que passou a vigorar no Brasil a partir do final de 2014.

Palavras-chave: Petrobrás; Análise da Demonstração Financeira Padronizada; Índices econômico-financeiros;

ABSTRACT

The objective of this bachelor thesis is to analyze the recent case of the Brazilian company Petrobrás, from the point of view of the financial statements, based on financial and economic indexes, which evaluate a company's financial health. Along with the indexes, it will be also analyzed the Company's history, and the Brazilian and international economic backgrounds in which the facts occurred. Thereby, it will be possible to better understand the variations in the balance sheet, as well as in the statement of income, that occurred from 2005 until 2015, considering, in addition: the Brazilian economic growth, the 2009's international crisis, the recovery of the Brazilian economy, and the political and economic recession that took place in Brazil since the end of 2014.

Keywords: Petrobrás; Analyze of the Financial Statements; Economic and Financial Indexes;

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO 1: ANÁLISE ECONÔMICA E FINANCEIRA DE EMPRESAS.....	8
1.1 Índices Financeiros de Estrutura de Capital	8
1.2 Índices Financeiros de Liquidez.....	11
1.3 Índices Econômicos de Rentabilidade.....	15
CAPÍTULO 2: A PETROBRÁS	19
2.1 A demanda por derivados de petróleo.....	19
2.2 Nacionalismo, desenvolvimento e a criação da Petrobrás.....	21
2.3 Das origens à atualidade: A história da Petrobrás	27
2.4 Petrobrás: fatos e dados.....	35
CAPÍTULO 3: ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA PETROBRÁS: 2005 A 2015	37
3.1 Metodologia de Teste e Análise	37
3.2 Índices Financeiros de Estrutura de Capital	40
3.3 Índices Financeiros de Liquidez.....	44
3.4 Índices Econômicos de Rentabilidade.....	48
CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar as Demonstrações Financeiras (DFs) Padronizadas da empresa Petrobrás (Petróleo Brasileiro S.A.), a maior empresa da América Latina. Com receita de US\$ 143,6 bilhões e ativos que somam quase US\$ 300 bilhões – segundo seus balanços contábeis de 2014 –, a Petrobrás foi classificada como a 28ª maior empresa do mundo segundo a revista norte-americana Fortune, em 2014 (FORTUNE, 2015).

A análise será feita a partir do cálculo dos principais índices financeiros e econômicos com maior utilização no mercado (estrutura de capital, liquidez e rentabilidade), entre o período de 2005 a 2015, buscando avaliar a variação dos índices no decorrer do tempo, assim como identificar pontos de inflexões.

Além dos índices, também será levada em consideração as particularidades históricas e econômicas, tanto brasileiras quanto do cenário mundial, que influenciaram nas tomadas de decisões da administração da Companhia e dos rumos tomados pela mesma.

O período analisado tem grande relevância na história e economia brasileira, uma vez que abrange a época do auge do crescimento brasileiro, entre 2005 e 2008, a crise internacional de 2009, a rápida recuperação da economia brasileira perante a crise, o escândalo de corrupção da Petrobrás que ganhou destaque em 2014 com as investigações federais da Operação Lava-Jato e os consequentes desdobramentos ocorridos em 2015, bem como os efeitos da crise política e da recessão econômica que o país passa atualmente.

A estrutura dessa monografia contempla os seguintes pontos: Capítulo 1 – Análise Econômica e Financeira de Empresas; Capítulo 2 – História e papel da Petrobrás na economia Brasileira; Capítulo 3 – Análise das DFs da Petrobrás; e as Considerações Finais.

CAPÍTULO 1: ANÁLISE ECONÔMICA E FINANCEIRA DE EMPRESAS

A análise proposta neste trabalho será feita com base em índices de avaliação de empresas. Tais índices servirão de parâmetro para tirar conclusões a respeito da saúde econômica e financeira da empresa estudada. A base de dados utilizada será retirada dos balanços da Petrobrás, disponibilizados online ou no site da BM&F Bovespa.

Além das conclusões numéricas tiradas a partir dos índices, fatores macroeconômicos também serão levados em consideração para uma interpretação mais compatível com a realidade da instituição.

Serão utilizados nove índices para compor esta análise, que estão divididos em duas categorias: índices financeiros e econômicos. Os índices financeiros são compostos pelos indicadores de estrutura de capital e pelos de liquidez. Já os índices econômicos estão relacionados aos indicadores de rentabilidade.

Dado que os índices são calculados com pequenas diferenciações pelos mais diversos autores, será utilizada nesse trabalho primordialmente a abordagem adotada por Matarazzo (2010), contando com a contribuição de autores como Assaf Neto (2010), Silva (1988), Marion, Cardoso e Diniz Filho (2010), entre outros.

1.1 Índices Financeiros de Estrutura de Capital

Os índices financeiros de estrutura de capital têm por finalidade avaliar quantitativa e qualitativamente o endividamento de uma empresa. Dívidas compõem um fator essencial da estrutura de capital de uma empresa, pois, juntamente com o capital próprio investido, expressam a origem de recursos que a companhia disponibilizará para suas operações.

É fato que, se uma empresa não necessita de capitais de terceiros na sua estrutura de capital e não têm tais dívidas contraídas, a probabilidade dessa empresa falir por insolvência é nula. Entretanto, esse cenário é pouco visto na maioria das empresas, já que a lucratividade das firmas pode ser exponencialmente maior quando se há mais capital disponível para suas operações. Assim, a utilização de capital de terceiros é um fator muito comum e muito vantajoso em diversos momentos.

Dependendo do cenário econômico no qual a empresa está inserida, a contração de dívidas pode ser mais benéfica e atrativa, mesmo quando a proporção de dívidas parece extrapolar o limite do saudável. Um exemplo disso pode ser visto em Marion, Cardoso e Diniz Filho (2010, p. 160):

“... sobretudo em época inflacionária, é mais “apetitoso” trabalhar com capital de terceiros do que com capital próprio. Essa tendência é acentuada quando a maior parte do capital de terceiros é composta de exigíveis que não geram encargos financeiros explicitamente para a empresa (não há juros nem correção monetária: fornecedores, impostos, encargos sociais a pagar, etc.)”.

Desse modo, deve-se sempre levar em consideração que, dependendo do setor que a empresa atua, há diferentes níveis de tolerância de endividamento por parte das empresas, e que apesar de os índices fornecerem um parâmetro válido de avaliação das firmas, é sempre sensato compará-los em relação aos índices de outras empresas do mesmo setor e num mesmo período do tempo, para um diagnóstico mais preciso e compatível com as especificidades do seguimento do mercado ao qual a empresa estudada pertence.

Nesse sentido, serão abordados três principais índices: participação de capital de terceiros, composição do endividamento e imobilização do patrimônio líquido.

1.1.1 Participação de Capitais de Terceiros

Indica o percentual de capital de terceiros que a empresa tomou em relação ao capital próprio investido. Este índice pode ser interpretado sob diversas óticas. A Equação 1 apresenta a sua formulação.

$$PCT = \frac{\text{Capitais de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100 \quad (1)$$

Observando pela ótica do investimento, um alto percentual de capital de terceiros, em relação ao capital próprio, poderia gerar um sinal de alerta ao mercado, indicando que a saúde financeira da empresa não é tão consolidada, uma vez que seu patrimônio líquido é pouco expressivo na sustentação do ativo da companhia, e, portanto, atividades operacionais da mesma.

Sob a ótica da independência da empresa, quanto maior o valor do índice, maior será o grau de endividamento da mesma, uma vez que a predominância de capitais de terceiros sobre o capital próprio indica pouca autonomia da empresa em relação ao seu patrimônio líquido, e pouca liberdade para a tomada de decisões.

Já pela ótica do lucro, uma grande dependência de capitais de terceiros pode ser algo positivo quando o retorno sobre o investimento é alto o bastante para remunerar não

apenas os sócios, como também para restar uma quantia considerável aos donos do negócio. Assim, “[...] para a empresa, pode ocorrer que o endividamento lhe permite melhor ganho por ação, porém associado ao maior ganho estará um maior risco.” (SILVA, 1988, p. 131)

Por este índice, portanto, procura-se avaliar qual o padrão de endividamento a empresa investigada possui, se houveram variações ou fugas significativas desse padrão ao longo dos anos, e quais as justificativas para isso.

1.1.2 Composição do Endividamento

Aponta o percentual do endividamento de curto prazo em relação às obrigações totais (Equação 2).

$$CE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capitais de Terceiros}} \times 100 \quad (2)$$

Ao final de cada exercício, a companhia deve remunerar os capitais de terceiros, sejam eles parcelas de dívidas a serem pagas, rendimento aos sócios, etc. Levando em conta que o passivo circulante é composto por dívidas com vencimento no mesmo ano do exercício, e que a obtenção de recursos no curto prazo é sempre mais difícil por conta de a maturação do investimento e o retorno na forma de lucro não se dar de modo instantâneo, quanto mais dívidas de longo prazo forem contraídas pela companhia, melhor.

Segundo as palavras de Marion, Cardoso e Diniz Filho (2010, p. 162):

“A proporção favorável seria a com maior participação de dívidas a longo prazo, propiciando à empresa tempo maior para gerar os recursos que saldarão os compromissos. [...] se a composição do endividamento apresentar uma significativa concentração no passivo circulante (curto prazo), a empresa poderá ter reais dificuldades num momento de reversão de mercado”.

Sendo assim, o índice pode ser interpretado seguindo o raciocínio de que quanto menor forem as dívidas de curto prazo em relação ao total de obrigações a serem pagas, melhor será a composição do endividamento da empresa.

1.1.3 Imobilização do Patrimônio Líquido

Aponta o percentual do endividamento de curto prazo em relação às obrigações totais (Equação 3).

$$IPL = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100 \quad (3)$$

O ativo permanente refere-se ao capital investido em bens que garantem o normal funcionamento da empresa. Esse capital é tido como permanente, pois, além de a firma não poder operar sem tal dispêndio, esse ativo também não pode ser transformado em dinheiro sem que haja prejuízo ao andamento das atividades na firma. O ativo circulante, em contrapartida, é composto por contas do balanço que podem vir a ser uma forma de financiamento próprio da empresa, como é o caso do caixa, contas bancárias, contas a receber, estoques, etc.

Assim, quanto menor for o valor do índice, melhor, pois demonstra que o patrimônio líquido da companhia não apenas tem capacidade de financiar suas operações com segurança, como também de destinar uma parcela desse valor ao chamado ativo circulante próprio, garantindo, assim, uma saúde financeira mais sólida e estável para a empresa.

Finalmente, cabe destacar que o índice de imobilização envolve importantes decisões estratégicas da empresa, quanto à expansão, compra, aluguel ou *leasing* de equipamentos. São os investimentos que caracterizam o risco da atividade empresarial (SILVA, 1988, p. 136).

1.2 Índices Financeiros de Liquidez

Os indicadores de liquidez têm como finalidade avaliar a capacidade que uma empresa tem de pagamento de suas dívidas. Os índices examinam a competência de companhias em arcar com compromissos financeiros nos curto, longo e imediato prazos. Matarazzo (2010) afirma que, mais do que simbolizar a capacidade de pagamento de uma empresa, tal índice representa a base de sustentação financeira da mesma.

Os principais indicadores a serem abordados nessa sessão serão os de liquidez geral, liquidez corrente, e liquidez seca.

1.2.1 Liquidez Geral

O índice revela qual a capacidade de pagamento da empresa em relação ao total de seu endividamento (Equação 4).

$$LG = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}} \quad (4)$$

O objetivo deste quociente é sinalizar se o montante disponível no ativo circulante é suficiente ou não para um sustento financeiramente adequado à empresa numa análise voltada para o longo prazo.

De acordo com a interpretação dada por Assaf Neto (2010, p. 164):

“A liquidez geral é utilizada também como uma medida de segurança financeira da empresa a longo prazo, revelando sua capacidade de saldar todos seus compromissos.”

Desta maneira, quanto maior for o índice, melhor será para a companhia, pois esta terá maior segurança em pagar suas contas no curto e longo prazos e ainda financiar suas atividades circulantes. Tal cenário ocorre quando o valor do índice é maior ou igual a 1.

Apesar disso, se o índice for menor do que 1, ou seja, se a firma não tiver capacidade de pagamento no curto prazo de todas as suas dívidas, não necessariamente é considerado como algo negativo. Levando em conta que dívidas de longo prazo são tidas como “boas” (já que dá ao tomador do empréstimo um prazo maior para criar meios de pagamento futuros), e que a liquidez geral considera os exigíveis de longo prazo em sua formulação, um resultado menor que 1 pode ser natural e comum, não fragilizando a credibilidade da empresa. Nesses casos, o ideal é avaliar comparativamente o resultado do índice da empresa estudada com o de companhias parecidas (mesmo setor), para que o julgamento seja pautado em parâmetros que tornam a interpretação mais palpável.

1.2.2 Liquidez Corrente

É a relação entre o ativo circulante e o passivo circulante durante determinado ano de exercício (Equação 5).

$$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (5)$$

A liquidez corrente revela a capacidade de pagamento das dívidas de curto prazo, mais precisamente, durante o ano contábil analisado. Portanto, quanto maior for o valor do índice, melhor para que a firma possa pagar suas dívidas com estabilidade, garantia, e até com folga, dependendo do caso.

Apesar da máxima de quanto maior o quociente, melhor, deve-se observar que existem contrapartidas na análise do resultado desse índice. Por exemplo, há contas no ativo circulante que não podem ser transformadas em capital instantaneamente, e, portanto, não poderiam ser consideradas como forma de pagamento de dívidas no curto prazo. Esse é o caso dos estoques, que demandam certo tempo para que sejam totalmente vendidos, ou mesmo das duplicatas a receber, que não podem ser recebidas todas de imediato. Tal aspecto também é aplicado ao índice de Liquidez Geral, uma vez que considera o ativo circulante total na composição de sua fórmula.

Também existe um fator relevante a ser considerado que, quando as contas são pagas antecipadamente, geralmente há descontos no valor a ser lançado nos demonstrativos e, conseqüentemente, o valor que constava no passivo circulante num primeiro momento, num segundo já será reduzido para outro montante.

Portanto, assim como descreve Marion, Cardoso e Diniz Filho (2010, p. 176-178), o índice não revela a qualidade dos itens no ativo circulante e tampouco a sincronização entre recebimentos e pagamentos, conceituá-lo sem outros parâmetros é uma atitude bastante arriscada e desaconselhável. Por isso, é sempre oportuno comparar a liquidez corrente de uma empresa com a de empresas concorrentes, e não mensurá-la em relação a um índice universal.

1.2.3 Liquidez Seca

Tal índice expressa a relação do ativo e passivo circulantes, desconsiderando os estoques presentes no ativo circulante, e revela a capacidade de pagamento de dívidas de uma empresa num prazo imediato. Assim, quanto maior for o quociente, melhor (Equação 6).

$$LS = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (6)$$

Os estoques, apesar de serem ativos circulantes, não podem ser considerados fontes de recursos num prazo imediato uma vez que não há rápida conversibilidade dos mesmos em dinheiro, diferentemente das demais contas do ativo circulante.

A forma mais usual de interpretação da liquidez seca é feita por meio da comparação com a liquidez corrente. Quando comparada à liquidez corrente, que mede a capacidade de pagamento de dívidas de uma empresa no curto prazo, tem-se uma visão mais abrangente da situação financeira da empresa. Se ambos os índices forem altos, significa que a empresa tem excelência na capacidade de cumprir com suas obrigações. Se, ao contrário, ambos os índices forem baixos, a companhia demonstra fragilidade e insuficiência financeira para lidar com seus compromissos.

Dois outros cenários podem ser analisados por essa ótica. O primeiro deles, quando uma empresa tem sua liquidez seca baixa e a corrente alta, apesar de não ser tão ideal quanto ter ambos os índices com resultados altos, demonstra que a empresa consegue quitar suas dívidas que vencem no ano do exercício. Isso pode ser consequência de um grande acúmulo de estoques num momento imediato.

O segundo cenário considera uma empresa que possui uma alta liquidez seca, porém uma baixa liquidez corrente. Tal condição reflete uma situação financeira deficiente para a empresa, mas que é amenizada pela boa liquidez seca. Um exemplo de tal condição seria o caso de a empresa ter feito vendas a prazo de parte de seu estoque, fazendo com que o ativo seja potencializado via aumento de contas a receber num prazo imediato, mas não ter perspectiva de recebimento das vendas, o que reduz suas contas a receber via provisão de devedores duvidosos (redução do ativo circulante no curto prazo), ou mesmo não ter perspectiva de vendas futuras, fazendo com que seu estoque perca seu valor e sua dívida com fornecedores não seja coberta pela transação (novamente, redução do ativo circulante).

Segundo Assaf Neto (2010, p. 167), a grande contribuição desse índice é o de não levar em consideração os estoques na fórmula, *“dado que podem existir vários elementos obsoletos ou de baixíssima rotação”*, colocando em evidência os ativos circulantes de maior rotação.

Entretanto, este índice apresenta uma interpretação muito limitada da real condição financeira da empresa, e por isso é menos utilizado, como cita Matarazzo (2010, p. 109):

“... as conclusões da liquidez seca não são precisas. Por isso, esse índice é utilizado como coadjuvante e não tem papel principal na avaliação da empresa: sua interpretação depende da arte e habilidade individual de quem analisa”.

Na prática, a liquidez seca é aplicada majoritariamente em momentos de falência, no qual todo ativo de liquidez imediata de uma firma é utilizado para pagar seus deveres financeiros e outras obrigações determinadas por lei.

1.3 Índices Econômicos de Rentabilidade

Os índices de rentabilidade têm papel de avaliar a produtividade de uma empresa no que diz respeito aos seus investimentos e a forma que se dá o retorno do mesmo, por meio das contas referentes às vendas de seus produtos ou serviços, lucro líquido adquirido no exercício, etc. Segundo o autor Silva (1988, p.174), *“os índices de retorno indicam a vitalidade de uma empresa, que muitas vezes se deteriora a partir de sua fraca (ou inexistente) capacidade de gerar lucros”*.

1.3.1 Retorno sobre Vendas

Também chamado de Margem Líquida, seu cálculo apresenta a relação entre o lucro líquido e as vendas líquidas da empresa (Equação 7).

$$ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100 \quad (7)$$

Tal índice revela quanto a firma lucrou para cada \$100 unidades monetárias vendidas, ou seja, qual o percentual real de lucro presente no seu faturamento do exercício. Sua interpretação é de que quanto maior o valor obtido da divisão, melhor será o desempenho da companhia.

Uma leitura mais completa desse índice pode feita por meio da análise de cada uma das variáveis que compõem a fórmula, observando suas alterações ao longo dos períodos contábeis e os motivos pelos quais grandes oscilações ocorreram.

Por exemplo, quando as vendas líquidas aumentam e o lucro diminui, pode ser que algum custo e/ou despesa pode estar aumentando mais do que a variação positiva no faturamento, corroendo o lucro do exercício.

Segundo ressalva Silva (1988, p. 170), alguns pontos de atenção devem ser mantidos ao analisar esse índice. Entre eles, o fato que *“o lucro líquido pode conter*

valores expressivos relativos a despesas e receitas não operacionais”, e que “os critérios de avaliação dos estoques e de apropriação dos custos podem interferir no valor do Custo de Mercadoria Vendida e, portanto, no lucro”.

Assim, deve-se tomar cuidado com possíveis distorções na forma como o lucro é calculado ao se comparar os índices de rentabilidade entre diferentes companhias.

1.3.2 Rentabilidade do Ativo

Indica o percentual de lucro obtido por uma empresa em comparação ao investimento total da mesma, representado pelas aplicações que compõem seu ativo (Equação 8). Quanto maior a relação entre lucro líquido e ativo, melhor para a firma.

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100 \quad (8)$$

Este índice representa o potencial de capitalização que uma empresa tem, medido com base no lucro líquido gerado. Ele também expõe o tempo médio que uma empresa demoraria a dobrar seu ativo, com base no lucro líquido obtido em um exercício, ou a média de lucro de diversos. A comparação entre os valores de rentabilidade do ativo de diferentes exercícios também é utilizada como fonte de avaliação de desempenho.

De modo geral, o Retorno sobre o Ativo pode ser compreendido a partir da perspectiva de Matarazzo (2010, p. 114):

“Não é exatamente uma medida de rentabilidade do capital, mas uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. É ainda uma medida de desempenho comparativo da empresa ano a ano”.

Além das vantagens que esse índice apresenta, algumas limitações analíticas são apontadas por Silva (1988, p. 170), como o fato de que *“o lucro líquido pode conter valores expressivos relativos a despesas ou receitas não operacionais”, e que “os critérios de avaliação dos estoques e de apropriação de custos podem interferir no valor do Custo de Mercadoria Vendida e, portanto, no lucro”*. Estes fatores implicam que o valor do lucro líquido pode ser distorcido a diferentes formas de contabilização do mesmo. Apesar das firmas individualmente seguirem um padrão para calcular os valores que resultam nas demonstrações financeiras, para que suas contas de um determinado ano possam ser comparadas com as de outros anos sem distorções metodológicas,

coletivamente não existe um padrão único que as empresas de modo geral seguem. Assim, a análise comparativa entre empresas a partir de índices que envolvam lucro líquido no cálculo na maioria das vezes não será perfeitamente precisa.

1.3.2 Rentabilidade do Patrimônio Líquido

Este índice mostra o quanto de lucro uma empresa auferiu para cada \$ 100 de capital próprio (Equação 9). Assim como os demais índices de rentabilidade apresentados, este não foge à regra de que quanto maior seu valor, melhor.

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \times 100 \quad (9)$$

O intuito de formalizar o cálculo pelo uso do Patrimônio Líquido Médio (representado pela média de seu valor inicial e final de um exercício) decorre do fato de que é necessário comparar o montante investido no período para se ter uma avaliação mais precisa.

A finalidade desse índice é de poder comparar o retorno do capital próprio investido com o retorno provindo de outras formas de investimento, tais quais ações, poupança, fundos de investimento, CDBs, etc. Desse modo, pode-se verificar o quão rentável a aplicação do capital próprio foi em determinada empresa, tendo em vista não apenas se o lucro final foi expressivo, mas também se o investimento foi compensado dado seu risco e se o custo de oportunidade continua mais satisfatório investindo na empresa do que nas demais opções de aplicações.

A interpretação do índice realizada por Silva (1988, p. 172) acrescenta que:

“O índice de retorno sobre o patrimônio líquido indica qual o percentual de prêmio que os acionistas ou proprietários da empresa estão obtendo em relação aos seus investimentos no empreendimento. O lucro, portanto, é o prêmio do investidor pelo risco de seu negócio.”

Silva (1988) ainda ressalva que, apesar de muitos autores calcularem tal índice a partir do lucro líquido médio, essa abordagem pode ser crítica e gerar uma análise viesada em um cenário econômico de alta inflação, uma vez que distorce os valores. Assim, ao invés de utilizar o patrimônio líquido médio no denominador do cálculo, ele utiliza o patrimônio líquido subtraído do lucro líquido, considerando que ambos os valores são

atualizados via correção monetária. Esta formulação também é aplicada por Assaf Neto (2010) em sua abordagem.

Como essa segunda forma de cálculo pode resultar em distorções do valor do índice e de suas conclusões em casos excepcionais de fusões, cisões ou incorporações de empresas durante o período analisado, a primeira formulação (Equação 9) será considerada para as análises deste trabalho, levando em conta, também, a inflação vigente nos períodos examinados.

CAPÍTULO 2: A PETROBRÁS

"É, portanto, com satisfação e orgulho patriótico que hoje sancionei o texto de lei aprovado pelo poder legislativo, que constitui novo marco da nossa independência econômica." – VARGAS, Getúlio. 3 de outubro de 1953 – Rio de Janeiro – RJ, Brasil.

2.1 A demanda por derivados de petróleo

O Brasil começou a importar derivados de petróleo no fim do século XIX. O principal produto demandado na época era o querosene, utilizado essencialmente para a iluminação das casas.

Nas duas primeiras décadas do século XX, o óleo combustível foi muito difundido e tinha seu uso cada vez mais comum e frequente, principalmente por conta de empresas estrangeiras estarem se instalando no Brasil e precisarem de fontes de energia para operar.

Até os anos de 1920, o Brasil cresceu economicamente, muito impulsionado pelo dinheiro adquirido das plantações de café, que teve um *boom* na demanda internacional até o período da Primeira Guerra Mundial. O mercado interno estava em ascensão, e passou a demandar combustíveis minerais para dar suporte ao crescimento das indústrias de bens de consumo. Tal demanda passou a ser atendida por meio da gasolina, que era importada através das grandes empresas petroleiras da época: Standard Oil, Anglo-Mexican, Royal Dutch (Shell), Texas Company, Atlantic Refining Company.

Esse *boom* no crescimento, impulsionado pelo aumento dos preços das commodities em âmbito internacional, entretanto, teve curta duração após a guerra, e pôs em xeque o sustento do crescimento econômico via exportação de café. Medidas protecionistas foram tomadas para que o café continuasse protagonizando a economia do país, uma vez que as políticas do país eram comandadas e seguiam os interesses dos grandes cafeicultores – vide política do Café Com Leite. Tais medidas, todavia, foram tomadas às custas de déficits consecutivos nas contas do governo, uma vez que “*a retenção da oferta [de café via estocagem] possibilitava a manutenção de elevados preços no mercado internacional*”, conforme cita Furtado (2005, p.178).

Nesse contexto, começaram a surgir as primeiras suposições que atrelavam a indústria do petróleo com o desenvolvimento econômico. Na busca por novas fontes energéticas, muitos estudos geológicos foram elaborados ao longo da década de 1920, financiados pela União. Pouco foi encontrado, todavia, os estudos foram positivos no

sentido de que muito conhecimento sobre a geologia do solo brasileiro foi acumulado, como pode ser visto na passagem de José Mattos Dias e Maria Quaglino (1993):

"Esses primeiros anos de trabalho e estudos proporcionaram as condições para o aperfeiçoamento e o treinamento de uma equipe de geólogos brasileiros que, mesmo reconhecidamente pequena, mostrou-se de grande qualidade. A continuidade dos esforços, os conhecimentos e a experiência acumulados, além disso, deixavam a certeza de que apenas o Estado havia conseguido manter interesse pelo problema [energético no país]" (DIAS e QUAGLINO, 1993, p. 14).

Um dos pioneiros da política a tratar sobre o assunto do petróleo no país foi o ministro da Agricultura, Indústria e Comércio, senhor Ildefonso Simões Lopes, que chefiou o cargo de 1919 a 1922. Para ele, o *“papel hegemônico das potências europeias em favor de suas companhias [de petróleo], o papel hegemônico das grandes multinacionais, as intromissões das companhias estrangeiras na política interna dos países latino-americanos e os conflitos por elas desencadeados determinavam, a seus olhos, a necessidade de uma rápida ação do governo brasileiro”*, conforme descreve Dias e Quaglino (1993, p. 14). Assim, em sua visão, o petróleo era o elemento chave para o desenvolvimento econômico do Brasil, que seria ameaçado caso as potentes companhias internacionais pudesse determinar o curso da exploração e o destino de tal fonte de riquezas.

Nos anos de 1930, surge a importância do óleo diesel como combustível para os motores movidos à combustão interna. O diesel se fez necessário para operar os maquinários importados que compunham as indústrias brasileiras em ascensão. Tal produto entrava na pauta de importação da economia brasileira da época. Além de ser combustível para os maquinários, o diesel se mostrou muito importante para a eletricidade rural, nas ferrovias, e, principalmente, para os navios e caminhões, no período pós segunda Guerra Mundial, quando a necessidade de fontes energéticas mais eficientes, de maior duração e acessibilidade foram desenvolvidas com o cenário adverso do campo de batalha.

Nesse período, dado o cenário internacional da grande depressão de 1929, e com o golpe de estado e instituição do Governo Provisório, forças militares e nacionalistas dominavam o cenário político brasileiro. Na falta de fontes de financiamento externo, as

economias mundiais se fecharem para a recuperação de seus mercados internos, o Brasil voltou-se para seu mercado interno.

“A produção industrial, que se destinava em sua totalidade ao mercado interno, sofre durante a depressão uma queda de menos de 10 por cento, e já em 1933 recupera o nível de 1929. A produção agrícola para o mercado interno supera com igual rapidez os efeitos da crise. É evidente que, mantendo-se elevado o nível da procura e represando-se uma maior parte dessa procura dentro do país, através do corte das importações, as atividades ligadas ao mercado interno puderam manter, na maioria dos casos, e em alguns aumentar, sua taxa de rentabilidade. Esse aumento da taxa de rentabilidade se fazia concomitantemente com a queda dos lucros no setor ligado ao mercado externo. Explica-se, portanto, a preocupação de desviar capitais de um para outro setor. As atividades ligadas ao mercado interno não somente cresciam impulsionadas por seus maiores lucros, mas ainda recebiam novo impulso ao atrair capitais que se formavam no setor de exportação” (FURTADO, 2005, p. 195).

Inicia-se aqui, a política de substituição de importações, modelo de desenvolvimento implantado que moldava a pauta importadora a favor de bens que impulsionassem o potencial das indústrias internas, que passaram a produzir em território nacional o que antes era importado. Este modelo altera o papel do setor externo como principal compositor da renda. Os investimentos internos passaram a aumentar, conforme a capacidade de importar diminuía.

“Abre-se assim, [...] a possibilidade da construção de uma economia nacional autônoma, em que o Estado tivesse o comando do ritmo e dos rumos do processo de acumulação. Entre os anos 30 e meados dos anos 50, com a segunda grande guerra de entremeio, construiu-se na prática essa perspectiva, que poderíamos chamar “desenvolvimentista”, a qual visava ordenar de forma soberana o movimento de *catching up* da economia brasileira, de modo a tornar a industrialização o instrumento de um efetivo desenvolvimento do país” (PAULANI, 2011, p. 4).

2.2 Nacionalismo, desenvolvimento e a criação da Petrobrás

De 1930 a 1945, tendo como suporte o apoio dos militares, que tiveram as forças armadas reequipadas na época, e o prestígio da população de modo geral, Vargas mobilizou diversos setores da economia voltados para o desenvolvimento interno e

industrialização do país. A ideia era de criar indústrias de base que tivessem autonomia para sustentar um crescimento de longo prazo, e auxiliar as demais indústrias que nasciam no Brasil.

O problema na época era que, para criar indústrias de base (como a do petróleo, energia elétrica, siderúrgica, etc.), seria necessário um investimento em longo prazo, o qual demandaria muito dinheiro e cujo retorno se daria em questão de décadas. Tal cenário não se tornava atrativo para investidores internacionais, pois existia um risco de capital muito alto, nem para o capital privado nacional, que não tinha reservas ou interesse suficientes para bancar tamanho investimento.

Além disso, o Brasil tinha aspectos políticos instáveis para a época, levando em conta o ambiente internacional polarizado gerado desde o início da Segunda Guerra Mundial. Apesar de o país se posicionar a favor dos Aliados (Estados Unidos, Grã-Bretanha, França e União Soviética) durante e após a guerra, existia, ao mesmo tempo, ideias nacionalistas e populistas das quais a potência norte-americana não compactuava. Desse modo, o Estado brasileiro não passava a confiança necessária para dar segurança ao investidor estrangeiro. A legislação brasileira não continha leis claras e bem estabelecidas a respeito dos direitos do investidor estrangeiro, e o risco de que a constituição fosse alterada se mostrava muito provável, se não iminente.

Dado esse cenário, surge a necessidade de centralizar os estudos técnicos e investimentos setoriais nas mãos do Estado, e, dentre outros produtos, o petróleo, que cada vez mais se mostrava importante para a economia, indústria e autonomia dos mercados nacionais, não poderia ficar de fora do escopo e do interesse estatal.

Quando as grandes companhias petroleiras se consolidavam na liderança das importações de petróleo no Brasil, o primeiro projeto a respeito do petróleo estava em discussão no Congresso. Apoiado pelos militares e pelos simpatizantes ao governo, e inspirados nos exemplos de nacionalização da indústria do petróleo ocorridos no Uruguai, Argentina e México, alguns membros do governo passaram a idealizar planos federais voltados para a monopolização do petróleo nas mãos do Estado, e sua total rigidez e comando sobre o setor, incluindo até mesmo a área comercial.

Em 1938, Vargas assinou um decreto que determinava que a oferta de petróleo e seus derivados passariam a ser coordenados pela máquina do governo. O intuito era de regular e controlar o abastecimento e fornecimento de petróleo no país, conforme exposto no trecho:

O Decreto nº 395, de 29 de abril de 1938, declarava de utilidade pública o abastecimento nacional de petróleo. Determinava o controle do governo federal sobre a importação, a exportação, o transporte, a construção de oleodutos, a distribuição e o comércio de derivados. Refinarias de petróleo só poderiam ser instaladas com autorização do governo federal, que teria de aprovar todas as suas especificações técnicas, localização etc. Estava autorizado também o controle de preços em favor da indústria de refino nacional. Por fim, o decreto nacionalizava toda a atividade de refino e criava o Conselho Nacional de Petróleo, que exerceria as atividades regulatórias acima descritas e mais aquelas estipuladas no decreto específico que o organizaria. (DIAS e QUAGLINO, 1993, p. 85)

Ainda em 1938, o Conselho Nacional do Petróleo definiu os produtos inclusos no âmbito do abastecimento nacional. Eram eles: petróleo bruto, gasolina, óleos minerais, combustíveis diversos, compostos e lubrificantes.

A partir da década de 1940, as primeiras mobilizações para discussão do petróleo nacional começaram a ganhar as massas, e o debate sobre este se tornou popular nas ruas e nas manchetes dos jornais. Houve ampla polarização a respeito da decisão correta a ser tomada sobre o petróleo brasileiro: uns eram a favor do comando total do Estado sobre o petróleo, enquanto outros apoiavam a entrada de empresas estrangeiras no país para que o mesmo adquirisse técnica, conhecimentos avançados e produtividade na exploração do petróleo e inserção no mercado internacional.

Os principais apoiadores do monopólio estatal para os serviços de refino foram os adeptos do movimento social “O Petróleo é Nosso”, que, em 1948, apoiado nas grandes uniões estudantis, tomou a empatia do público e pressionou o governo para uma tomada de decisão quanto ao futuro do petróleo no país, com o argumento de que a melhor solução para o país seria a criação de uma indústria petroleira no país.

O Estado Novo, até então, orientado pelos princípios de centralização e suporte a políticas nacionais voltadas para a promoção estratégica do desenvolvimento, havia criado, além do Conselho Nacional do Petróleo, de 1939, outras grandes instituições e conselhos. Alguns exemplos marcantes são: o Conselho Federal do Comércio Exterior em 1934; A Carteira de Crédito Agrícola do Banco do Brasil e o Conselho Técnico de Economia e Finanças em 1937; O Departamento Administrativo do Serviço Público (DASP), que tinha papel interventor e atuava na fiscalização dos estados para verificar se as decisões tiradas pelo departamento foram devidamente cumpridas pelos estados; O

Conselho de Águas e Energia e o Plano Especial de Obras Públicas e Reparelhamento da Defesa Nacional, de 1939.

Apesar de muito relevantes para o planejamento, as primeiras indústrias pesadas vieram, de fato, a se concretizar em 1941, com a criação da usina siderúrgica de Volta Redonda, que tinha como essência a promoção de insumos básicos para outros setores industriais e fortalecer a segurança nacional, e em 1942, com a fundação da Companhia Vale do Rio Doce, responsável por explorar as riquezas minerais brasileiras e fornecer matéria prima necessárias para a indústria siderúrgica.

Ambas as companhias foram criadas no contexto da Segunda Guerra Mundial, num acordo entre Estados Unidos e Brasil. Dado que o governo populista de Vargas punha em risco a hegemonia dos aliados no ocidente, e que o Brasil se manteve neutro, num primeiro momento, diante da polarização dos países durante a guerra, os norte-americanos passaram a enxergar o país como uma ameaça no que diz respeito à América Latina, e como uma aliança estratégica a ser estabelecida. O Brasil, por sua vez, observando o conflito de interesses de sua política interna para com os interesses dos Estados Unidos no cenário internacional da guerra, utilizou a situação a seu favor, e barganhou investimentos dos norte-americanos em troca de sua aliança e assistência bélica na guerra. Desse emaranhado de interesses, é firmado um acordo no qual o Brasil se posiciona a favor dos Aliados, e, em contrapartida, os Estados Unidos se comprometiam em fornecer suporte militar e financiar a criação de indústrias pesadas de infraestrutura para que a base aliada fosse fortalecida. Assim, começa a produção de ferro e aço no país, atrelados à melhoria estratégica das ferrovias e dos estaleiros, setores importantes para mobilidade interna e externa no cenário de guerra.

Após a guerra, já não havia mais interesse norte-americano para financiar a industrialização no Brasil, e o investimento cessou. Ambas as companhias criadas, todavia, já estavam estabelecidas no país e cumprindo cada vez mais com seu papel de promover o sustento do crescimento de uma economia voltada para o desenvolvimento e autonomia do mercado interno.

Dado esse contexto, e levando em consideração as experiências bem sucedidas das indústrias siderúrgica e mineradora, o debate sobre o rumo do petróleo no país se tornou ainda mais polarizado, e dividiu as opiniões dos brasileiros entre o monopólio estatal sobre o petróleo, e a abertura do mercado brasileiro para as empresas petroquímicas que comandavam a indústria a nível global na época.

Por um lado, a condição para criação de uma empresa estatal era favorável aos que viam o Estado como a melhor entidade para definir o destino das riquezas do petróleo, uma vez que não envolveria os interesses privados estrangeiros, mas sim o planejamento estratégico da nação. Além disso, defendiam o controle do preço do petróleo e seus derivados pela máquina estatal, para que este fosse um incentivo aos planos desenvolvimentistas e industriais do país.

Por outro lado, a falta de capacidade do estado em financiar tamanho investimento, a inexperiência no ramo e a ausência de empresas estrangeiras na coordenação das atividades do setor sustentavam argumentos contrários ao do Estado monopolizador da indústria petroleira, e geravam opiniões e geravam opiniões mais cautelosas quanto o assunto, principalmente quando a criação de uma empresa cem por cento estatal destinada ao petróleo era comparada às experiências da nação com a Companhia Siderúrgica Nacional e a Companhia Vale do Rio Doce.

Em 1951, Vargas volta em cena na disputa da eleição para presidente, e vence.

“Particularmente no caso do Brasil, a vitória de Getúlio Vargas nas eleições de outubro de 1950 parece ter acelerado a disposição norte-americana de colaborar com o vasto programa de equipamento e expansão de setores de infraestrutura básica que o governo brasileiro vinha propondo insistentemente desde o final da guerra. Assim é que, em dezembro de 1950, ainda antes da posse de Vargas, foi constituída a Comissão Mista Brasil - Estados Unidos, que iniciou suas atividades em julho de 1951 e que representava uma mudança qualitativa fundamental na posição norte-americana, na medida em que se propunha a elaborar projetos concretos que deveriam ser financiados por instituições como o Banco de Exportação e Importação (Eximbank) e o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (Banco Mundial)” (VIANNA, 1995, p. 124).

Havia consciência de que todas as modificações proporcionadas pelo aparelho estatal até então, tinham promovido enormes avanços para o desenvolvimento industrial do país. Todavia, era notável que as políticas constituídas e que a falta de financiamento independente impôs limites aos planos de industrialização e crescimento sustentável. O reconhecimento do fracasso em atingir os objetivos chave determinados pelo primeiro estado de planejamento proposto de 1930 a 1946, levou ao diagnóstico de que precisava-se reforçar o Estado. Caberia ao Estado investir nas falhas setoriais do país, posto que não haveria oferta para esse tipo de investimento na nossa economia subdesenvolvida e de capitalismo tardio.

Em vista disso, Vargas propôs, em sua volta ao poder, um novo plano de desenvolvimento focado na aquisição de infraestrutura direcionada para os setores de energia, transportes e comunicação. Seu objetivo era de internalizar e integrar todos os setores da economia por meio da liderança de empresas estatais.

Como a federação sofria com a falta de arrecadação e aquecimento do mercado na economia, a independência financeira do governo estava longe de ser suficiente para tornar viável a realização de todos os investimentos planejados. Apesar disso, graças à concessão de crédito feita pelo Banco Mundial em favor do Brasil, a meta de crescimento pôde ser pautada com base em investimentos estatais, ainda que com grande participação de investimentos privados estrangeiros para cumprir um papel de complementar para o financiamento do país. Assim, o custeio foi feito por uma combinação de capital estrangeiro público (via empréstimos concedidos à União) e capital estrangeiro em associação com o capital privado nacional.

Para sustentar essas políticas, Vargas cria, em 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que se destinou a “anular ou reduzir as deficiências infraestruturais que impedem o regular desenvolvimento da economia brasileira”, segundo cita Skidmore (2000, p. 125). Nessa conjuntura, o Estado ficaria encarregado de liderar os investimentos e a criação de infraestrutura, se mantendo autônomo para a tomada de decisões, ao mesmo tempo em que contava com o auxílio do capital e empresas estrangeiras, das quais eram adquiridos insumos e conhecimentos técnicos.

Em 1953, Getúlio Vargas assina a lei nº 2.004, criando a Petrobrás, com o objetivo de executar as atividades do setor petrolífero no Brasil em nome da União, E com uma proposta que englobava, de modo geral, ambos os lados das discussões que a população brasileira tinha sobre a exploração do petróleo brasileiro:

“O projeto elaborado pela Assessoria Econômica da Presidência não previa o estabelecimento do monopólio estatal, mas a propriedade estatal de 51 % das ações da companhia então criada. Determinava a criação de uma companhia *holding* bastante flexível do ponto de vista organizacional em suas subsidiárias e uma distribuição acionária que deveria permitir, por um lado, a participação da empresa em uma ampla gama de atividades, sem que se tornasse necessário o controle estatal completo em todas elas e, por outro lado, garantir várias formas de captação de recursos privados. Como teria afirmado Vargas, seria uma solução nacionalista, mas “para funcionar” (DIAS e QUAGLINO, 1993, p. 101).

De modo geral, a segunda Era Vargas foi marcada por um Estado que garantia maior dinamismo na economia, uma vez que o investimento estatal gerou demanda interna e assegurou a manutenção do nível de renda do país. Dentre seus feitos, podem ser destacados a criação do BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico), financiador de grandes investimentos, e a criação da Petrobrás, que gerou avanços significativos no que diz respeito à energia, transportes e siderurgia.

Apesar de a internalização completa de setores não ter se concretizado e ter continuado a ser uma barreira para a industrialização brasileira, as três maiores estatais criadas nesse período – Companhia Siderúrgica Nacional, a Companhia Vale do Rio Doce, e a Petrobrás – foram indispensáveis para a história econômica e social do Brasil, sendo de grande importância e prestígio para o país ainda na atualidade.

2.3 Das origens à atualidade: A história da Petrobrás

A primeira década de história da Petrobrás foi marcada por diversos esforços para a extração de petróleo, tanto das bacias originais que iniciaram a produção da Petrobrás, quanto em outras que foram incorporadas ao escopo de exploração. Diversas pesquisas no campo geológico foram comandadas a fim de melhor estabelecer quais localidades teriam um retorno maior da exploração. Nesses anos, foram evidenciadas diversas tentativas frustradas de aumento de produtividade e na qualidade dos territórios de extração.

Apesar das dificuldades e da baixa produtividade, em 1954, os derivados de petróleo da Petrobrás já eram responsáveis por 54% do consumo de energia do país, apesar de a produção de petróleo em si representar apenas 1,7% da demanda nacional por consumo, conforme informações retiradas do site Petrobrás: “Quem somos, nossa história”.

Em 1954, o Brasil viveu o drama de perder um líder muito estimado pela população, que deu fim à Era Vargas. Assume a presidência em seu lugar João Fernandes Campos Café Filho, que governou até a posse de Juscelino Kubitschek, em 1956. Durante esse curto período, houve um choque no valor internacional do café, produto que continuava sendo de extrema importância para o acúmulo de divisas no país. Tal fato gerou um desequilíbrio orçamentário, que levou às primeiras tentativas – frustradas – de obtenção de financiamento externo por meio do Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial e do Tesouro Norte-Americano.

As condições econômicas do país voltaram a ser favoráveis a partir de 1956, com a definição do Plano de Metas, instaurado pelo governo de Juscelino. Apoiado em conceitos da ideologia desenvolvimentista de Getúlio Vargas, que disseminava a prosperidade, ordem, soberania, democracia, nacionalismo e autonomia para o país, ganha força a noção do crescimento industrial como caminho para o desenvolvimento e superação do atraso.

O governo de Juscelino deixou como legado um grande crescimento econômico, estimulado pela grande entrada de capital estrangeiro no país em forma de investimento, e pela possibilidade de importar máquinas e equipamentos com maior facilidade, o que estimulava a indústria interna, a renda e o consumo da população.

Foram elaboradas metas para cinco setores: transportes, energia, indústria de base, educação e alimentação. Nesse contexto, surge o projeto de transferência da capital federal para Brasília, sob a justificativa de que o planejamento da oferta de infraestrutura no país sustentaria as demais atividades produtivas. Para conectar Brasília às demais capitais, seria necessário aumentar a malha rodoviária do país e, para tanto, além de financiamento, se fazia necessário ter boas fontes energéticas para sustentar todo o plano de crescimento proposto. Nessas circunstâncias, a Petrobrás era considerada como ponto chave para que essas metas fossem atingidas.

Visando, primeiramente, a industrialização e o desenvolvimento e, em segundo plano, a estabilização da economia, a herança deixada por essa década foi o aumento da inflação, o excesso de emissão monetária, o *déficit* na balança comercial, vide ao aumento das importações, e do alto volume de dívidas externas contraídas pelo país.

No início dos anos 1960, o país viveu um período de desaceleração do crescimento acompanhado de uma forte pressão inflacionária, que é explicada por alguns autores – como Celso Furtado (1966) –, como consequência de o Plano de Metas ter focado em investimentos em setores intensivos em capital, em detrimento de setores intensivos em mão-de-obra ou de capital intelectual, o que acarretou o problema estrutural da economia de ter limites impostos ao crescimento, consumo e à renda interna do país. Além disso, a alta emissão de moeda sem que o governo tivesse títulos o suficiente para retirar da economia parte do dinheiro em circulação, fez com que a inflação atingisse patamares cada vez mais altos.

Na mesma época, na Petrobrás, os geólogos e demais pesquisadores que atuavam no setor, concluíram que o potencial petrolífero do Brasil estava localizado em alto mar, e não em bacias terrestres. Tal evidência gerou o questionamento de se os recursos em

pesquisa e extração estavam sendo corretamente alocados, uma vez que os esforços para extração de petróleo estavam sendo concentrados em bacias terrestres, e as mesmas além de demandar muito investimento, não traziam retornos satisfatórios. Foi proposta, então, uma mudança no foco da empresa, motivada também para que os investimentos fossem utilizados de modo a suprir a insuficiência tecnológica da companhia, para fosse possível encarar o desafio de exploração de petróleo no mar.

“Em suma, decisões importantes teriam de ser tornadas. Em primeiro lugar, para desmobilizar as atividades nas áreas antes caracterizadas como prioritárias e nas quais, independentemente de sua importância, alguns resultados pudessem ainda ser obtidos. Em termos concretos, isso significava diminuir as atividades em terra. Em segundo lugar, direcionar boa parte dos investimentos para áreas com um ambiente de grande incerteza em relação à geologia, à viabilidade econômica do empreendimento - é bom lembrar que ainda se vivia a época do petróleo barato -, à tecnologia e, finalmente, ao prazo em que seriam obtidos resultados” (DIAS e QUAGLINO, 1993, p. 123).

Em 1961, a empresa iniciou suas pesquisas em águas marinhas pouco profundas – de até duzentos metros –, numa faixa continental que partia do Espírito Santo até o estado do Maranhão. No mesmo ano, a empresa atingiu a autossuficiência na produção dos principais derivados de petróleo, com a instalação e o início de operações na refinaria de Duque de Caxias – RJ, fato que colaborou para a continuidade e intensificação das atividades do setor. Postos de gasolina da marca Petrobrás passaram a ser instalados em todo o território nacional.

A partir de 1964, com o golpe militar, foi instaurado o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), com o objetivo de combater a inflação e propor reformas estruturais no que diziam respeito, principalmente, à indústria de base. Conhecido como o período do Milagre Econômico, a política econômica da época estava voltada ao mercado interno, o qual se acreditava ser suficiente para o sustento de um crescimento a longo prazo no Brasil.

Apoiadas em ideais nacionalistas, as empresas estatais tiveram grande enfoque neste momento histórico, especialmente no que tange o investimento do governo. As atividades operacionais da Petrobrás, outrora impactadas por movimentos sindicais e reivindicações, foram reorganizadas e intensificadas a partir da ditadura militar. Em 1967, foi construída a empresa subsidiária Petrobrás Química S.A. (Petroquisa), por meio da

união de capital privado e público. Em 1968, foi comprovada a existência de petróleo na plataforma continental, e a primeira plataforma de perfuração de petróleo marinho construída inteiramente no Brasil passou a entrar em operação.

Estimulada pelo elevado crescimento do PIB brasileiro, a demanda por consumo de derivados de petróleo ganhou força, direcionando a Petrobrás para um maior nível de investimentos para fins de expansionistas, motivado pelo compromisso de abastecimento do país.

“Com a missão de contribuir para o desenvolvimento do país, comercializando, distribuindo e industrializando derivados de petróleo e outros produtos, em 1971, a Petrobras cria, então, a subsidiária Petrobras Distribuidora. A empresa era responsável por 21% do mercado. Em 1975, se tornou líder no segmento de distribuição de derivados de petróleo - posição que nunca mais perdeu” (PETROBRÁS, Quem somos, nossa história).

Em 1973, o mundo sentiu os efeitos do primeiro grande choque do petróleo, liderado pelos países da Organização dos Países Produtores de Petróleo (OPEP), que elevaram significativamente os preços do petróleo, e puseram em cheque a capacidade de abastecimento interno de diversos países.

“Para superar as dificuldades, o governo adotou medidas econômicas, algumas diretamente ligadas às atividades da Petrobrás, como a redução do consumo de derivados e o aumento da oferta interna de petróleo. Um exemplo foi o incentivo ao uso do álcool carburante como combustível automotivo, com a criação do Programa Nacional do Álcool. Passou a ser dada prioridade aos investimentos em exploração no mar e produção, ocasionando aumento da produção do petróleo nacional, que passou a ocupar espaço cada vez maior na carga das refinarias. Nesse momento de crise, no qual o preço do petróleo estava alto, a melhor alternativa foi continuar investindo na exploração do mar. Ao aumentar a produção nacional, o Brasil dependeria menos de importar um produto caríssimo, conseguindo também, aumentar suas reservas, o que tornaria possível aumentar suas exportações” (PETROBRÁS, Quem somos, nossa história)

A partir da medida governamental de cortar o consumo interno de derivados de petróleo, a Petrobrás se viu diante da necessidade de inovar para não perder seu espaço e influência no mercado nacional e continuar a crescer. Com isso, novas conquistas foram adquiridas pela empresa.

Em 1973, a Petrobrás lança a linha de óleos lubrificantes Lubrax, para motores movidos à gasolina, que contava com a tecnologia mais avançada do mundo, e que continua expressiva em vendas na atualidade. Em 1974, foi descoberta a Bacia de Campos, que vai do Rio de Janeiro até o litoral sul do Espírito Santo, e que veio a ser a maior reserva de petróleo do país. A Bacia passou a ser perfurada em 1977 com o auxílio de uma plataforma flutuante. Nos anos seguintes, novas bacias foram descobertas, aumentando ainda mais o número de reservas e o potencial exploratório do país.

Em 1975 surge o Programa Nacional do Álcool (Pró-Álcool) comandado pelo Governo Federal, e que visava desenvolver fontes alternativas de combustíveis para veículos, baseado no uso substituto de biocombustíveis derivado da cana de açúcar, mandioca, dentre outras matérias primas. Tal medida resultou numa maior autonomia do país em relação aos derivados de petróleo, e mostrou a flexibilidade da Petrobrás para encontrar soluções criativas e eficientes perante os desafios impostos pela crise do petróleo.

O final da década de 1970 foi marcado pelo segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), no qual a economia brasileira estava sendo sustentada por políticas de investimentos em grandes obras de infraestrutura e energia, na diversificação da indústria de bens e capital e no crescimento das atividades agrícolas. Apesar dos esforços para o desenvolvimento, houve uma desaceleração do crescimento econômico ao longo da década, uma vez que o capital privado cada vez menos participava das políticas expansionistas, e pelo fato de o capital público não ser capaz de sustentar todo o dinamismo do mercado.

Na tentativa de atrair investimentos e capitais estrangeiros para o país, o governo manteve o câmbio fixo e valorizado, e a taxa de juros interna acima dos juros externos. Essas medidas resultaram num grande desequilíbrio da balança de pagamentos, que não amparava mais o crescimento econômico, uma vez que os produtos nacionais se tornavam caros para a exportação, e as importações cresciam. Além disso, houve o incentivo ao endividamento externo a partir da Resolução 432 do Banco Central, que permitia o pagamento da dívida para o governo em moeda local e sem correção monetária caso o câmbio desvalorizasse.

Juntos, esses fatores geraram uma explosão da dívida pública a partir de 1979, como consequência do segundo choque do petróleo e do aumento dos juros norte-americanos, dando início ao período que ficou conhecido como “a década perdida”.

Com a saída de capitais do país, motivada pelo investimento em títulos americanos, a captação de empréstimos que sustentassem a economia brasileira se tornou cada vez mais cara e difícil. As dívidas brasileiras, até então com características de longo prazo, passaram a ser composta por dívidas de curto prazo e com juros altíssimos. Para agravar ainda mais a situação, houve uma depreciação substancial da moeda nacional, uma vez que esta já não conseguia mais se sustentar no patamar valorizado em que se encontrava.

“A década de 1980 foi, para muitos países da periferia capitalista, um período adverso, caracterizado pelo que se convencionou chamar de crise da dívida. Nesses anos, ocorreu uma deterioração global da situação econômica de tais países, compreendendo uma piora nos termos de troca e um extremo racionamento do financiamento externo, significando para alguns países, sobretudo da América Latina, a transferência de recursos para o exterior em razão do pagamento da dívida externa. O Brasil não constitui uma exceção nesse quadro. Ao contrário, dada situação de fragilidade de suas contas externas, pagou um preço elevado em termos de sacrifício do seu crescimento econômico” (CARNEIRO, 2002, p. 115).

A condição econômica do país se tornou ainda mais crítica em 1982, com a moratória da dívida externa mexicana, que se traduziu, para os países da América Latina, como o fim do padrão de empréstimos e financiamentos vigentes até então.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) acordou pelo fim da rolagem das dívidas, ou seja, fim da concessão de empréstimos de curto prazo para pagamento de dívidas antigas que estavam prestes a vencer. Além disso, impôs aos países endividados a tomada de medidas ortodoxas de juros altos e corte de gastos, para que fosse possível gerar *superávit* na balança de pagamentos e redução da inflação, garantindo assim, maior segurança no pagamento das dívidas.

A década de 1980 entrou para a história como sendo um período de baixo dinamismo da atividade econômica, acompanhado de uma inflação exorbitante, cujas implicações só viriam a ser neutralizadas com as medidas econômicas tomadas a partir de 1994, com o Plano Real.

Apesar das dificuldades econômicas impostas pela década, mais uma vez a Petrobrás apresentou feitos marcantes durante o período. Foram desenvolvidas as primeiras bombas eletrônicas para postos de gasolina, houve a descoberta de petróleo na

Amazônia, cujas atividades exploratórias entraram em ação no final da década, e, em especial, foi descoberto petróleo em águas profundas, o que impulsionou a empresa ao pioneirismo de exploração e desenvolvimento de tecnologias para perfuração do solo com mais de mil metros de profundidade. Tal conquista resultou em prêmios de reconhecimento mundial pelas tecnologias notáveis e inovadoras desenvolvidas.

A partir de 1994, a economia brasileira tomou novos rumos. Com o fim da inflação inercial, com os preços relativos de mercado corrigidos, e com o câmbio valorizado e paritário em relação ao dólar, a economia voltou a crescer. Influenciada pelos princípios liberais da época, houve abertura comercial do mercado, que resultou numa multiplicação da demanda por importações e por uma maior circulação de capital estrangeiro dentro do país. Essa medida trouxe impactos negativos para alguns setores da economia, principalmente para o industrial, que perdeu espaço no mercado doméstico para produtos estrangeiros que eram mais baratos e tinham mais tecnologia que os produtos nacionais.

No que compete à Petrobrás, a mesma se manteve forte no seu segmento de mercado, amparada pelo artigo 177 da Constituição da República Federativa do Brasil (BRASIL, 1988), que definia como monopólio da União:

“I - a pesquisa e a lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos; II - a refinação do petróleo nacional ou estrangeiro; III - a importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades previstas nos incisos anteriores; IV - o transporte marítimo do petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos no país, bem assim o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem; V - a pesquisa, a lavra, o enriquecimento, o reprocessamento, a industrialização e o comércio de minérios e minerais nucleares e seus derivados” (BRASIL, 1988).

Todavia, ocorre a quebra do monopólio estatal por meio da Emenda Constitucional nº 9, promulgada pela mesa a Câmara dos Deputados e do Senado Federal, e que deu nova redação ao parágrafo primeiro do artigo 177 da Constituição:

“§ 1º A União poderá contratar com empresas estatais ou privadas a realização das atividades previstas nos incisos I a IV deste artigo observadas as condições estabelecidas em lei” (BRASIL, 1995).

Desse modo, com o auxílio de novas empresas que passaram a integrar o setor petroquímico do país, a Petrobrás expandiu suas atividades, acumulou conhecimentos técnicos, e passou a ser mais integrada com as empresas do mesmo seguimento, contribuindo para sua competitividade a nível global e para se tornar uma das maiores empresas de petróleo do mundo.

As principais conquistas da Petrobrás que deram sequência à quebra do monopólio foi o desenvolvimento de combustível para carros de fórmula um, a participação da empresa em usinas termelétricas (que convertem gás natural em energia elétrica, e que contribuem para a diversidade de fontes energéticas no país), o lançamento da gasolina *podium* de alta tecnologia, que pode ser utilizada em qualquer motor movido à gasolina, o desenvolvimento de energias renováveis (eólicas) no nordeste brasileiro, etc.

A primeira década após a virada do século foi extremamente favorável para o Brasil em termos econômicos e de produção de riquezas, diretamente afetadas pelo crescimento exorbitante da economia chinesa. Após entrar para a Organização Mundial do Comércio (OMC) em 2001, a China passou a adotar alguns princípios liberais na conduta de suas relações comerciais internacionais, o que acarretou numa abertura econômica do país para com o resto do mundo. Com acesso às demandas do mercado consumidor chinês e com o acelerado ritmo de crescimento econômico, o mercado de *commodities* cresceu muito e teve seus preços elevados por conta da maior procura.

A Petrobrás cresceu muito nesse período, estimulada tanto pelo mercado interno que estava bastante aquecido, quanto pela exportação de *commodities* minerais provenientes do petróleo. Como resultado, a companhia conquista a autossuficiência na produção de petróleo e gás natural, atingindo a marca diária de quase dois milhões de barris de petróleo. Desse modo, o país passou a exportar mais petróleo e derivados do que importar, gerando ganhos para a União.

Dos principais feitos da Petrobrás nos últimos anos, destacam-se o desenvolvimento de biocombustíveis como etanol, biodiesel, e, sobretudo de combustíveis gerados a partir de resíduos agroindustriais. Além disso, houve a descoberta e início de operações exploratórias no Pré-Sal, maior reserva ultra profunda encontrada até agora, com uso de tecnologia de ponta desenvolvida no país, capaz de sustentar a produção e o pioneirismo da empresa em tal local de extração mineral.

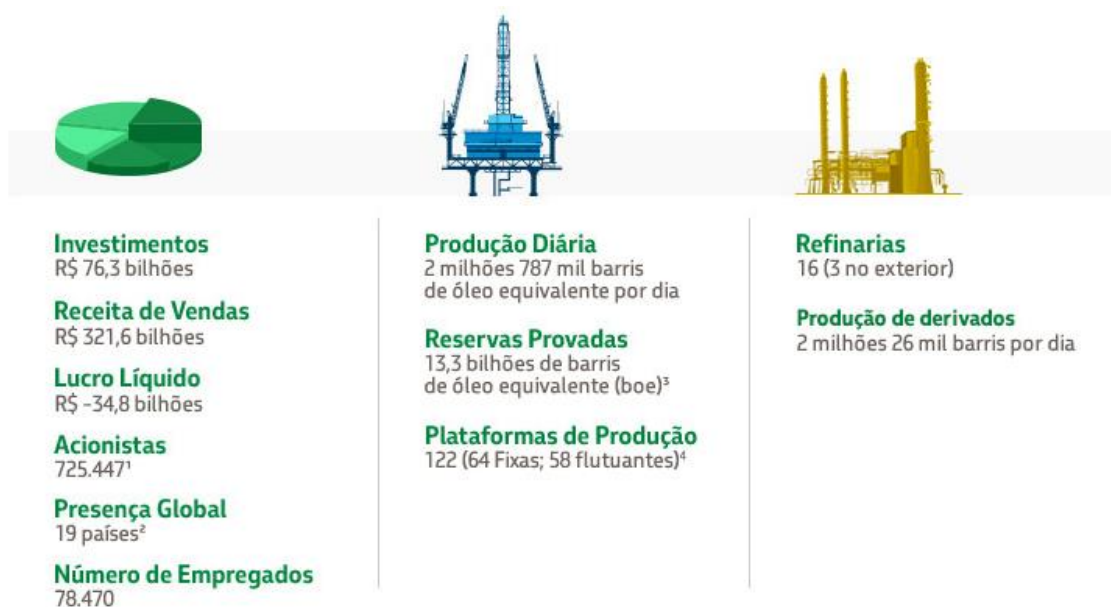
2.4 Petrobrás: fatos e dados

A Petrobrás é atualmente a maior empresa da América Latina, e se encontra presente em mais dezoito países além do Brasil: Angola, Argentina, Bolívia, Chile, China, Colômbia, Estados Unidos, Gabão, Holanda, Japão, México, Nigéria, Paraguai, Reino Unido, Singapura, Tanzânia, Uruguai e Venezuela.

As principais atividades desenvolvidas pela companhia, além da extração e produção de petróleo e gás natural, envolvem também o refino de tais matérias-primas, a geração de energia elétrica, a atuação na indústria petroquímica, a produção de biocombustíveis, a distribuição e abastecimento do mercado interno e internacional, e o transporte e comercialização dos frutos gerados em cada uma das etapas citadas.

Por meio da Figura 1, é possível observar a dimensão que a Petrobrás apresenta, no que diz respeito a alguns números de seu balanço patrimonial e resultado de exercícios, número de empregados, produção, unidades de refinaria, frota de navios e de dutos para transporte de energia, usinas de biocombustíveis, termelétricas, postos de gasolina, etc.

Figura 1. Fatos e dados da Petrobrás





Fonte: Petrobrás, Quem Somos: <http://www.petrobras.com/pt/quem-somos/perfil/>.

No capítulo seguinte, será feita a análise por índices das contas patrimoniais que englobam todos os aspectos observados nesta figura, porém sob uma ótica mais voltada ao mercado, levando em consideração toda a história da empresa apresentada neste capítulo.

CAPÍTULO 3: ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA PETROBRÁS: 2005 A 2015

3.1 Metodologia de Teste e Análise

A análise deste capítulo será desenvolvida com base nos índices de avaliação de empresas percorridos no Capítulo 1. Tais índices servirão como parâmetro para tirar conclusões a respeito da saúde econômica e financeira da empresa estudada.

Além das conclusões numéricas tiradas a partir dos índices, fatores históricos e macroeconômicos também serão levados em consideração para uma interpretação mais compatível com a realidade da instituição.

Os índices são divididos em duas categorias: índices financeiros e econômicos. Os índices financeiros são compostos pelos indicadores de Estrutura de Capital (1.1) e pelos de Índices de Liquidez (1.2). Já os índices econômicos estão relacionados aos Indicadores de Rentabilidade (1.3). O Quadro 1 apresenta um resumo com as fórmulas utilizadas para cada índice, bem como sua referência para o Capítulo 1:

Quadro 1. Resumo dos Índices do Capítulo 1

1.1 Índices Financeiros de Estrutura de Capital		
1.1.1 Participação de Capitais de Terceiros $PCT = \frac{\text{Capitais de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	1.1.2 Composição do Endividamento $CE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capitais de Terceiros}} \times 100$	1.1.3 Imobilização do Patrimônio Líquido $IPL = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$

1.2 Índices Financeiros de Liquidez		
1.2.1 Liquidez Geral $LG = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$	1.2.2 Liquidez Corrente $LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	1.2.3 Liquidez Seca $LS = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$

1.3 Índices Econômicos de Rentabilidade		
1.3.1 Retorno sobre Vendas $ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100$	1.3.2 Rentabilidade do Ativo $ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$	1.3.2 Rentabilidade do Patrimônio Líquido $ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \times 100$

Fonte: Matarazzo (2010), Assaf Neto (2010), Silva (1988), Marion, Cardoso e Diniz Filho (2010).

A base numérica utilizada para cálculo dos índices foi retirada das Demonstrações Financeiras Padronizadas da Petrobrás, divulgadas trimestralmente no site oficial da

empresa, no qual constam os resultados financeiros da *holding* por trimestre, conforme determina a lei para as empresas de capital aberto no Brasil. Os saldos utilizados referem-se aos valores consolidados do grupo Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás, que compõe a controladora (empresa principal) e todas as demais subsidiárias (empresas que incorporam o grupo e que contribuem na composição do saldo consolidado). A data base utilizada foi a do fechamento do quarto trimestre – 31 de dezembro – de cada ano analisado, considerando o período de 2005¹ a 2015.

Como foram observadas alterações no padrão das demonstrações financeiras divulgadas nos anos selecionados para análise, as seguintes premissas foram adotadas para manter a integridade dos valores que serão comparados: (i) Capital de Terceiros: será referido como Passivo Circulante somado ao Passivo Não Circulante; (ii) Patrimônio Líquido: será composto pelo saldo acumulado de patrimônio divulgado nas contas de Passivo; (iii) Ativo Permanente: será composto por valores que a empresa tem interesse em manter no longo prazo, e sem perspectiva de liquidação, como Investimentos, Imobilizado, Intangível, Diferido, etc; (iv) Exigível a Longo Prazo: será apresentado como Passivo Não Circulante; (v) Lucro Líquido: será trabalhado como o Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro e Participações; (vi) Vendas Líquidas: será equivalente ao saldo referente a Receita Líquida de Vendas de Bens e/ou Serviços; (vii) Ativo Total: Ativo Circulante somado ao Ativo Não Circulante; e (viii) Patrimônio Líquido Médio: terá seu valor apresentado como a média aritmética feita calculada entre o Patrimônio Líquido de 31 de dezembro do ano de referência e o ano anterior.

Analisando as Demonstrações Financeiras, foram extraídos os principais saldos que compõem as contas patrimoniais, que serão utilizados no cálculo dos índices, conforme metodologia descrita no parágrafo anterior. Para as contas de resultado, foi feita a abertura dos principais saldos que compõem cada exercício, levando em consideração receitas e despesas operacionais e não operacionais, que, somadas ao resultado bruto de vendas (total de vendas subtraído do custo de mercadoria vendida e demais deduções), geram o resultado antes dos tributos sobre o lucro e participações (lucro líquido). Além disso, foram agrupadas na conta de “Outras Receitas/Despesas” saldos imateriais de contas que foram apresentados com aberturas diferentes ao longo dos anos analisados.

¹Como as demonstrações financeiras são de divulgação obrigatória para um período máximo de 10 anos, por este trabalho ter sido realizado em 2016, a Companhia não manteve disponível em seu *website* os valores referentes ao ano de 2005. Assim, os mesmos foram extraídos da Demonstração Financeira de 2006, no qual constam os valores de 2005 e 2004 para fins comparativos.

Desse modo, foram mantidas apenas as contas com saldos relevantes para a análise histórica proposta. Seguem as Tabelas 1 e 2, desenvolvidas para fins comparativos e para cálculo dos índices econômico-financeiros.

Tabela 1. Balanço Patrimonial da Petrobrás – 2005 a 2015.

BALANÇO PATRIMONIAL (Valores expressos em milhões de reais)	2005*	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo Total	183.521	210.538	231.228	292.164	345.607	519.970	599.150	677.716	752.967	793.375	900.135
Ativo Circulante	60.235	67.219	53.374	63.575	76.674	106.685	121.164	118.102	123.351	135.023	169.581
Estoques	13.607	15.941	17.599	19.977	21.425	19.816	28.447	29.736	33.324	30.457	29.057
Ativo Não Circulante	123.286	143.319	177.854	228.589	268.933	413.285	477.986	559.614	629.616	658.352	730.554
Realizável no Longo Prazo	14.102	16.361	22.023	21.255	26.380	38.470	41.187	47.214	44.000	50.104	74.879
Ativo Permanente	109.184	126.958	155.831	207.334	242.553	374.815	436.799	512.400	585.616	608.248	655.675
Passivo Total	183.521	210.538	231.228	292.164	345.607	519.970	599.150	677.716	752.967	793.375	900.135
Passivo Circulante	42.360	48.157	47.555	62.557	58.030	56.835	68.212	69.620	82.525	82.659	111.572
Passivo Não Circulante	56.197	57.375	63.513	88.588	126.503	152.912	198.714	262.663	321.108	399.994	530.633
Part. de Acionistas Não Controladores	6.179	7.475	6.306	2.653	1.610	-	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido Total	78.785	97.531	113.854	138.365	159.465	310.223	332.224	345.433	349.334	310.722	257.930
Patrimônio Líquido Médio**	70.458	88.158	105.692	126.110	148.915	234.844	321.224	338.829	347.384	330.028	284.326

* Saldos de 2005 extraídos da Demonstração Financeira de 2006.

** Cálculo de 2005 realizado com o valor comparativo de 2004, retirado da Demonstração Financeira de 2006.

Fonte: Conforme Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) da Petrobrás, de 2006 a 2015.

Tabela 2. Demonstração do Resultado do Exercício da Petrobrás – 2005 a 2015.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (Valores expressos em milhões de reais)	2005*	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	136.605	158.239	170.578	215.119	182.710	213.274	244.176	281.379	304.890	337.260	321.638
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(77.108)	(94.666)	(104.398)	(141.623)	(109.037)	(136.052)	(166.939)	(210.472)	(233.726)	(256.823)	(223.062)
Resultado Bruto	59.497	63.573	66.180	73.495	73.673	77.222	77.237	70.907	71.164	80.437	98.576
Receitas e Despesas Operacionais	(19.974)	(21.568)	(26.620)	(28.419)	(27.628)	(29.956)	(31.834)	(38.510)	(36.800)	(101.759)	(110.967)
Vendas	(5.477)	(5.791)	(6.060)	(7.162)	(7.152)	(8.660)	(8.950)	(9.604)	(10.601)	(15.974)	(15.893)
Gerais e administrativas	(5.431)	(5.788)	(6.428)	(7.247)	(7.410)	(7.997)	(8.647)	(9.842)	(10.751)	(11.223)	(11.031)
Custos exploratórios para extração de petróleo e gás	(2.223)	(2.037)	(2.570)	(3.494)	(3.458)	(3.797)	(4.428)	(7.871)	(6.445)	(7.135)	(6.467)
Custos com pesquisa e desenvolvimento tecnológico	(935)	(1.580)	(1.712)	(1.706)	(1.364)	(1.739)	(2.444)	(2.238)	(2.428)	(2.589)	(2.024)
Tributárias	(895)	(1.263)	(1.256)	(863)	(658)	(909)	(777)	(760)	(1.721)	(1.801)	(9.238)
Reversão/perda no valor de recuperação de ativos - Impairment	(126)	(45)	(446)	(933)	(544)	(76)	-	-	(1.238)	(44.636)	(47.676)
Baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(6.194)	-
Outras despesas, líquidas	(4.888)	(5.065)	(8.148)	(7.014)	(7.042)	(6.777)	(6.588)	(8.195)	(3.616)	(12.207)	(18.638)
Receitas e Despesas Não Operacionais	(2.967)	(1.399)	(4.021)	3.129	(2.838)	871	(1.052)	(4.644)	(6.209)	(4.494)	(28.838)
Resultado Financeiro Líquido	(3.338)	(1.409)	(874)	(699)	(2.349)	1.228	122	3.291	(1.884)	(4.621)	(16.678)
Variações monetárias e cambiais, líquidas	371	9	(3.147)	3.827	(489)	1.335	-	(7.014)	(4.318)	721	(11.363)
Resultado de participações em investidas	-	-	-	-	-	-	386	84	1.095	451	(797)
Participação dos empregados nos lucros ou resultados	-	-	-	-	-	(1.691)	(1.560)	(1.005)	(1.102)	(1.045)	-
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	36.555	40.606	35.539	48.205	43.207	48.137	44.351	27.753	28.155	-25.816	-41.229
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	23.725	25.919	21.512	32.988	28.982	35.901	33.110	20.959	23.007	-21.924	-35.171

* Saldos de 2005 extraídos da Demonstração Financeira de 2006.

Fonte: Conforme Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) da Petrobrás, de 2006 a 2015.

Como o padrão de divulgação das demonstrações financeiras se alterou ao longo dos anos, foi tomado o cuidado de comparar saldos equivalentes, respeitando os valores publicados em cada ano, bem como as reclassificações realizadas anualmente.

Para validar a integridade dos dados utilizados, foi checado, primeiramente, se os valores de Ativo Total e Passivo Total eram idênticos. Posteriormente, foi realizado teste de soma para verificar se as aberturas dos saldos de ativo, passivo e patrimônio líquido foram extraídas corretamente e apresentadas sem inconsistências ao longo dos anos de análise.

Uma vez evidenciada a metodologia de teste e a base numérica a ser utilizada para examinar os indicadores da Petrobrás, segue, nos tópicos subsequentes, a análise por índices elaborada para o período de 2005 a 2015. Para fins comparativos e melhor visualização das variações ao longo dos anos, gráficos foram elaborados contendo os valores calculados para cada índice.

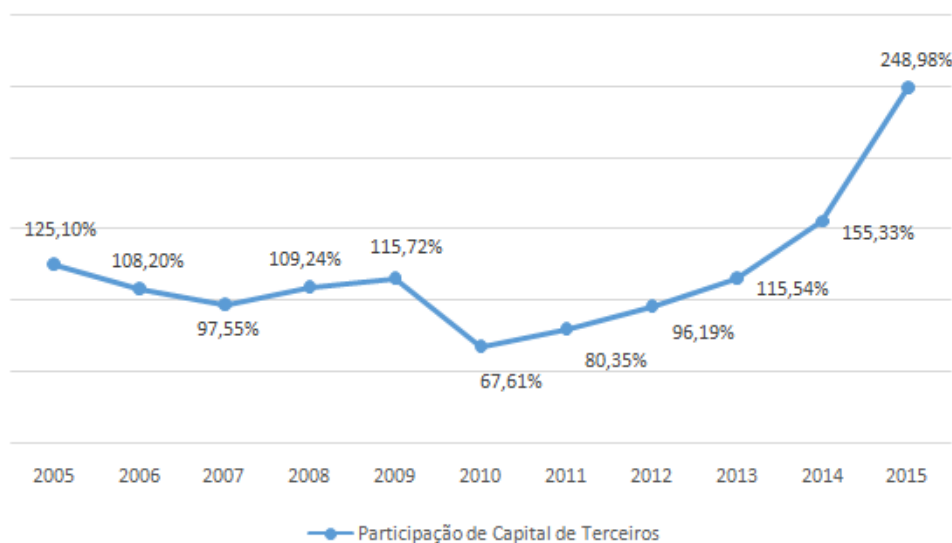
3.2 Índices Financeiros de Estrutura de Capital

Os índices apresentados nessa seção serão os de Participação de Capitais de Terceiros, Composição do Endividamento e Imobilização do Patrimônio Líquido.

3.2.1 Participação de Capitais de Terceiros

Obtido pela soma do Passivo Circulante e Não Circulante, dividida pelo Patrimônio Líquido Total, este índice expressa o percentual de capital de terceiros tomado em relação ao seu capital próprio. A Figura 2 apresenta o gráfico com os valores do índice no decorrer dos anos.

Figura 2. Participação de Capitais de Terceiros da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

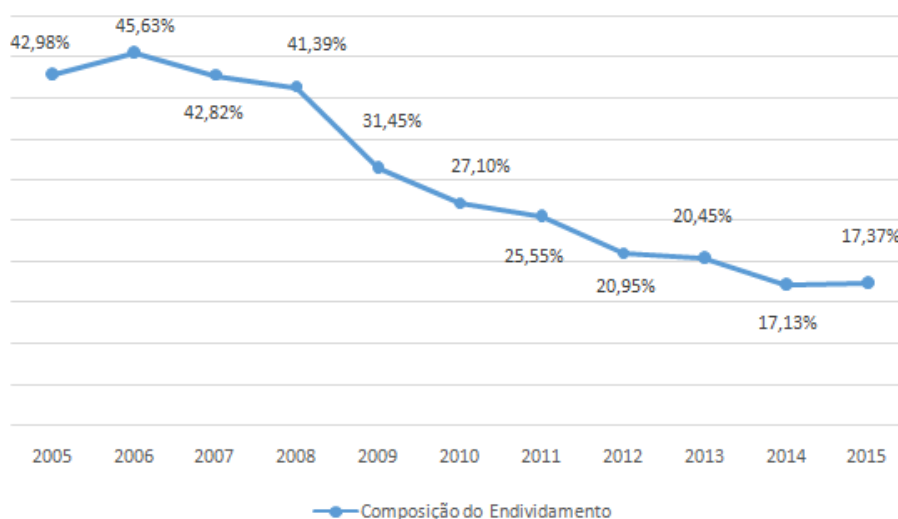
A partir da Figura 2, é possível observar um alto nível de endividamento com terceiros ao longo dos anos, uma vez que a origem de seus recursos externos, em média, ultrapassa 100% do patrimônio líquido nos anos analisados.

Os principais anos que representaram queda no valor do índice foram em 2007, explicada pela “forte volatilidade nos mercados financeiros, em especial no segundo semestre, com a crise no setor imobiliário nos Estados Unidos, que reduziu as oportunidades de acesso ao crédito” (DFP Petrobrás, 2007, p. 42), e em 2010, no qual se verifica um aumento de mais de R\$ 150 bilhões do patrimônio líquido, determinado principalmente por três grandes realizações: “(i) o início das operações do Sistema Piloto do campo de Lula, na área da acumulação conhecida como Tupi, no Pré-Sal da Bacia de Santos; (ii) a captação de R\$ 120,2 bilhões pela maior oferta pública de ações já realizada no mundo; (iii) e a assinatura do Contrato de Cessão Onerosa, que garantiu à companhia o direito de produzir 5 bilhões de barris de óleo equivalente (boe) em áreas não licitadas do Pré-Sal” (DFP Petrobrás, 2010, p. 34).

3.2.2 Composição do Endividamento

Elaborado a partir do Passivo Circulante sobre o Capital de Terceiros, o índice tem como objetivo apontar o percentual de endividamento de curto prazo em relação às obrigações totais, tendo em vista que as dívidas de curto prazo não possuem um bom perfil. Assim, quanto menor o índice, melhor. A Figura 3 evidencia esses índices para a empresa investigada.

Figura 3. Composição do Endividamento da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

É notável a evolução da qualidade das dívidas da Companhia ao longo dos anos, que teve queda contínua de 2007 até 2014, e leve aumento em 2015. É possível verificar que, em 2005, os endividamentos de curto prazo representavam pouco menos de 43% do total de capital de terceiros, e que, em dez anos, baixou para um percentual de 17%, devido, principalmente, à evolução do passivo não circulante, cujo aumento foi quase três vezes maior o passivo circulante.

O período de maior queda foi o de 2008 para 2009, no qual o passivo circulante baixou 7,24% em relação ao ano anterior, e o passivo não circulante teve aumento de 42,8%. Segundo explicações da Demonstração Financeira Padronizada de 2009, a Petrobrás foi “bem sucedida em seu plano de captações de recursos para o ano, apesar da dificuldade de poucas as opções de acesso ao mercado de crédito a um custo considerado razoável” (Adaptado – DFP Petrobrás, 2009, p. 44). Neste ano, houve a obtenção de R\$ 25 bilhões de reais concedidos pelo BNDES à Companhia (recursos de longo prazo), dentre outros empréstimos tomados junto a outras instituições financeiras internacionais².

Tal aquisição está atrelada, principalmente, ao fato de a Petrobrás ser uma empresa de cunho estatal, na qual o governo brasileiro tem o maior poder de tomada de decisão. Assim, o benefício concedido à Companhia, proveniente do BNDES, com pagamento no longo prazo e taxas de juros baixíssimas, revela o comportamento da política macroeconômica da época, voltada a conter os efeitos da crise internacional desencadeada em 2009, por meio do financiamento da continuidade das atividades industriais do país, que tem grande impacto na renda da sociedade.

Além disso, a concessão de crédito público revela a tendência histórica que o governo brasileiro tem de ser o principal investidor em empresas brasileiras nas quais a maturação do investimento se dá no longo prazo. Esta característica acompanhou a Petrobrás em toda a sua trajetória, e colaborou em muito para a transmissão de confiança do mercado em seu negócio, que também sustenta a empresa com outras formas de financiamento.

3.2.3 Imobilização do Patrimônio Líquido

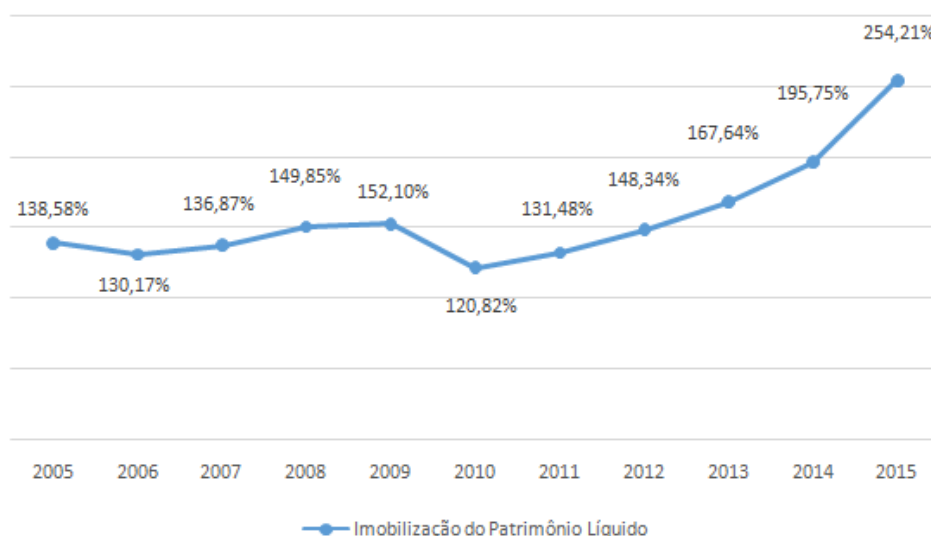
Elaborado a partir da divisão do Ativo Permanente pelo Patrimônio Líquido, este índice revela a porcentagem na qual o capital próprio (patrimônio líquido) é capaz de financiar as operações da empresa, analisadas a partir dos ativos permanentes. Assim,

² Conforme Demonstrações Financeiras Padronizadas da Petrobrás, de 2009, p. 44.

quanto menor o índice, melhor, pois demonstra que o patrimônio líquido tem autonomia não apenas para custear suas atividades, como também ser destinado às operações circulantes.

De acordo com as conclusões tiradas dos índices anteriores, a expectativa para este índice é de que o percentual do patrimônio líquido represente menos do que o ativo permanente, uma vez que a principal fonte de financiamento da Petrobrás é feita por empréstimos tomados de terceiros, e não com base no seu lucro e patrimônio líquido propriamente dito. A Figura 4 apresenta a evolução do índice para a Petrobrás.

Figura 4. Imobilização do Patrimônio Líquido da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

Analisando a Figura 4, pode-se concluir que a expectativa estava de acordo com os valores reais calculados. Observa-se que o ativo permanente está acima de cem por cento do valor total do patrimônio líquido em todos os anos analisados, nos quais o índice mais baixo correspondeu a 120,8%, em 2010.

Este resultado é comumente interpretado como sendo não favorável para a empresa sob o ponto de vista da tomada de decisões estratégicas, uma vez que os sócios proprietários se vêem na necessidade de trabalhar com uma menor margem de capital próprio. Isso pode gerar um conflito de interesses no qual os sócios têm seu poder de decisão diminuído em detrimento da necessidade de arcar com exigências impostas por terceiros para que o crédito, empréstimo ou financiamento seja concedido.

Entretanto, deve-se levando em conta a premissa de que a Petrobrás é uma empresa estatal e a maior empresa do Brasil e América Latina, pode-se concluir que, como tal, as decisões estratégicas da empresa estão alinhadas com às políticas industriais e desenvolvimentistas do governo federal, e assim, a falta de patrimônio líquido para custear suas operações e tomadas de decisão é naturalmente coberta pela facilidade em obter recursos de terceiros via BNDES, que sempre se apresentou como um aliado na história da Companhia.

Vale ressaltar também que, o crescimento desenfreado deste índice, de 2011 à 2015, reflete a tendência de alta do ativo permanente, sustentada por capitais de terceiros, e intensificada pela baixa do patrimônio líquido afetada pelos resultados de 2014 e 2015, nos quais a Petrobrás teve prejuízos significativos em suas operações.

3.3 Índices Financeiros de Liquidez

Os índices de liquidez analisados são os de liquidez geral, liquidez corrente e liquidez seca.

3.3.1 Liquidez Geral

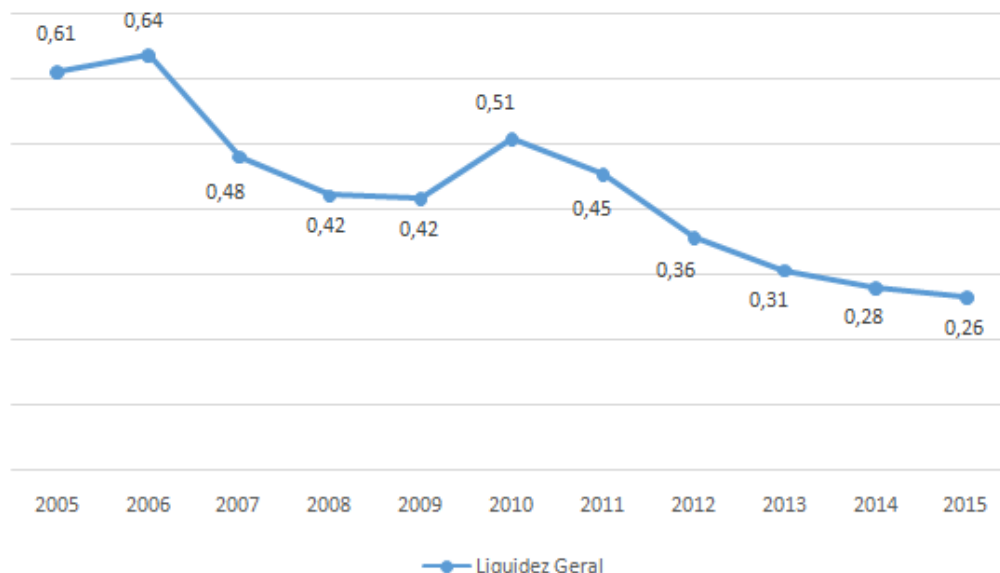
O índice de liquidez geral é calculado pelo Ativo Circulante dividido pelos Passivos Circulante e Não Circulante de uma empresa. Este índice, que demonstra a capacidade da empresa em liquidar todas as suas dívidas com terceiros com seus ativos circulantes, costuma ter seu saldo menor do que 1. Quando está acima disso, ou seja, quando a empresa tem, em seu ativo circulante, autonomia para liquidar todas as suas dívidas, pode significar que a empresa está barrando seu potencial de crescimento ao concentrar as origens de recursos no ativo circulante, em decorrência do ativo permanente, ativos que garantem o funcionamento normal das atividades de uma empresa.

As empresas costumam ter esse índice analisado a fundo quando estão falindo ou encerrando suas atividades, uma vez que precisarão arcar com todas as suas obrigações com terceiros antes que os sócios proprietários possam dividir a parcela a eles destinada dos valores remanescentes da Companhia.

Dado que é recorrente que as empresas tenham esse índice menor do que 1, é preciso analisar este índice sob a ótica da qualidade das dívidas contraídas, que, conforme mencionado no tópico de Composição do Endividamento, tem caráter essencialmente

positivo, uma vez que as dívidas de longo prazo são a base da origem de recursos da Petrobrás. A Figura 5 apresenta a evolução da liquidez geral da Petrobrás.

Figura 5. Liquidez Geral da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

Este índice revela que, de 2005 a 2015, o capital de terceiros aumentou em maior proporção que o ativo circulante, e que o mesmo não seria o suficiente para arcar com as dívidas totais da Companhia.

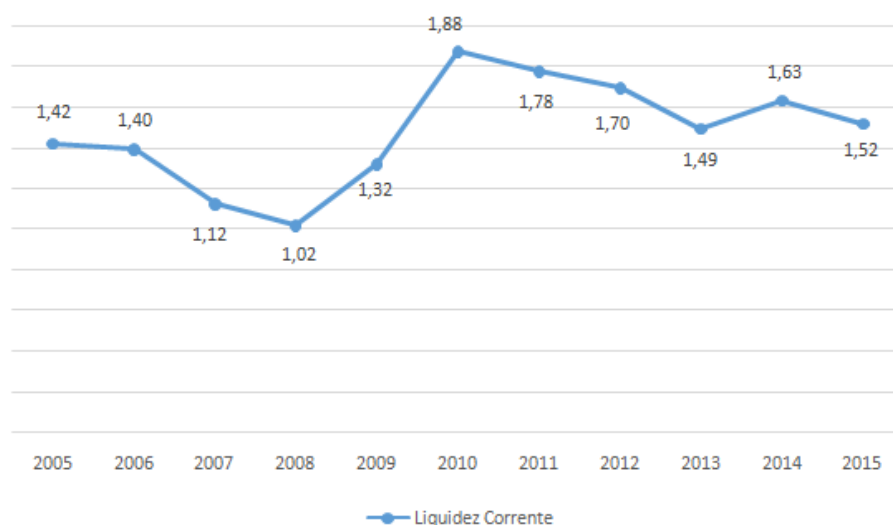
Todavia, analisando a qualidade do endividamento, observa-se que as dívidas contraídas foram predominantemente boas (dívidas de longo prazo), o que gera maior conforto e estabilidade para que a empresa possa ter a maturação do seu investimento realizado e se transformando em ativos que futuramente paguem a dívida.

Uma interpretação mais completa desse índice deve levar em conta também a Liquidez Corrente.

3.3.2 Liquidez Corrente

O índice de Liquidez Corrente se refere à relação entre Ativo Circulante e Passivo Circulante, e traz uma interpretação mais palpável do que a Liquidez Geral, visto que examina a capacidade de pagamento de dívidas de uma empresa no curto prazo, ou seja, dentro do exercício fiscal corrente. A Figura 6 apresenta os valores observados para a Petrobrás.

Figura 6. Liquidez Corrente da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

Atentando-se aos valores que compõem o índice, conforme a Figura 6, é possível julgar que a Companhia possui ativo circulante o suficiente para quitar todas as suas obrigações no curto prazo em todos os anos analisados.

Ademais, mesmo levando em consideração que nem todas as contas do ativo circulante tem liquidez imediata, com exceção dos anos de 2007 e 2008, anos cujos valores do índice se mostraram mais próximos a 1, a Companhia revela ter boa saúde financeira para o pagamento de suas dívidas, fator que gera confiança para o mercado e para seus investidores.

De 2009 para 2010, houve a maior variação no valor do índice, quando o índice aumentou em 42%. Tal mudança foi impactada, sobretudo, pelo aumento de mais de R\$ 30 bilhões do ativo circulante, fruto das operações no Pré-Sal e na captação de recursos via oferta de ações, como citado no tópico “3.2.1 Participação de Capitais de Terceiros”.

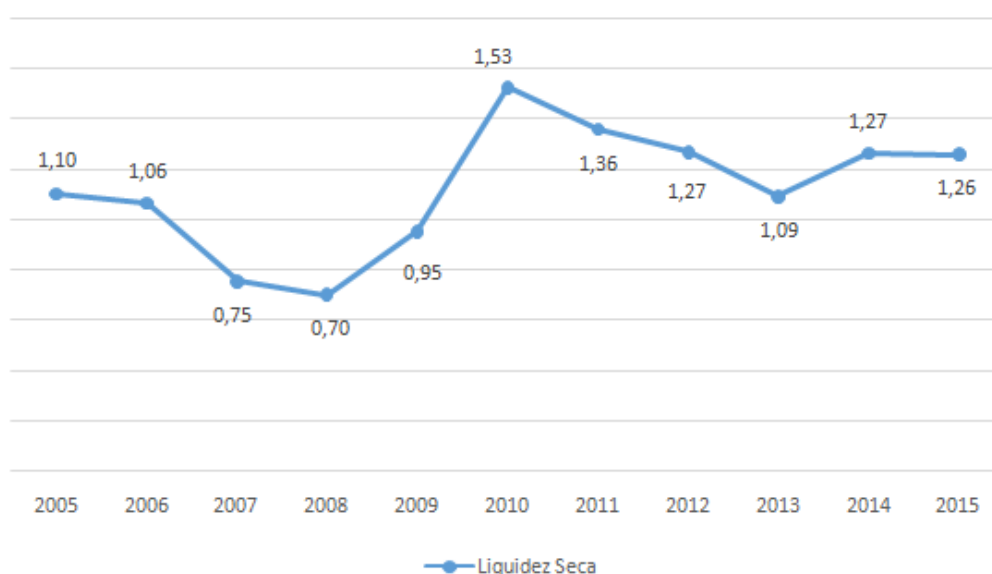
De acordo com seu Demonstrativo Financeiro Padronizado (Petrobrás, 2010),

“O consumo de petróleo em 2010 retornou aos níveis pré-crise, superando a projeção inicial dos analistas. A alta foi liderada em termos absolutos pelos países não membros da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), como China e Índia, que, mais uma vez, se destacaram com crescimento da demanda superior à média dos últimos cinco anos.” (DFP Petrobrás, 2010, p. 39).

3.3.3 Liquidez Seca

A liquidez seca é obtida por meio do Ativo Circulante subtraindo o saldo de Estoques, dividido pelo Passivo Circulante. Quando comparado à Liquidez Corrente, este índice expressa o quanto os estoques representam dentro do ativo circulante de uma empresa. Posto que os estoques não têm liquidez garantida, uma vez que depende do interesse de terceiros em adquirir tais bens. Este índice contribui para uma melhor visualização e conclusões do índice de Liquidez Corrente. A Figura 7 apresenta a evolução do índice para a Petrobrás.

Figura 7. Liquidez Seca da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

Aprofundando ainda mais a análise dos índices anteriores, verifica-se que, com a exclusão dos estoques da composição do ativo circulante, a Companhia ainda assim apresenta condições de quitar suas dívidas num curtíssimo prazo. Verifica-se, também, que a curva de Liquidez Seca acompanha o comportamento da curva de Liquidez Corrente, porém com valores inferiores, como esperado, uma vez os estoques estão diminuindo o total do ativo circulante.

É importante ressaltar que este comportamento é observado também porque o nível de estoques ao longo dos anos teve um aumento médio de quase 9%, que acompanhou a expansão da receita de vendas que cresceu em média 12,5% ao longo do período analisado. Assim, as alterações do ativo e passivo circulantes foram os principais responsáveis pelas variações ocorridas.

No ano de 2007, conforme apontado no “3.2.1 Participação de Capitais de Terceiros”, a Petrobrás teve dificuldades na obtenção de recursos de terceiros, principalmente de crédito no exterior, por conta das instabilidades imobiliárias que ocorriam nos Estados Unidos. Como o passivo circulante e não circulante são os financiadores principais da Companhia, a falta de empréstimos a baixo custo no ano de 2007 se materializou numa diminuição do crescimento dos saldos de ativo e passivo do Balanço Patrimonial.

Em 2010 houve um pico no valor do índice, reflexo da grande expansão das contas patrimoniais conquistadas, principalmente, pelo início das operações no Pré-Sal e pela captação de fundos via ações. De 2011 a 2015 foi observado um acúmulo no saldo de produtos estocados, composto por derivados de petróleo, álcool, petróleo bruto, e outras matérias-primas, que influenciou na queda do valor dos índices.

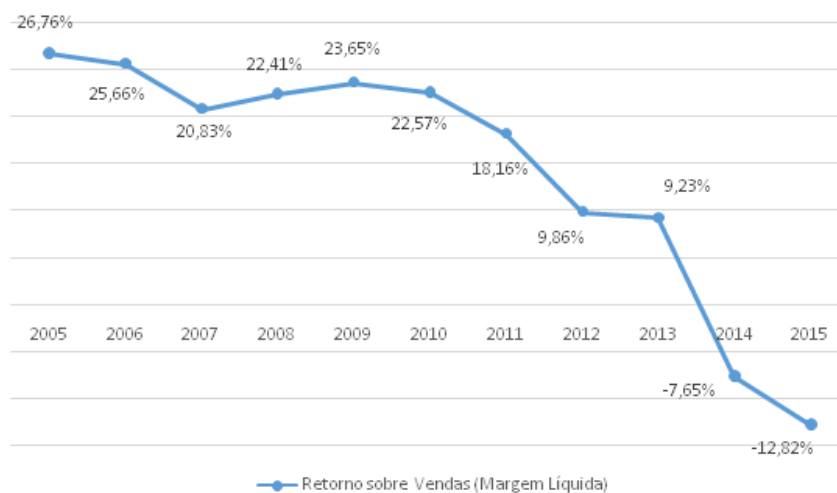
3.4 Índices Econômicos de Rentabilidade

Os índices avaliados nessa seção são os seguintes: Retorno sobre Vendas, Rentabilidade do Ativo (ROA) e Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE).

3.4.1 Retorno sobre Vendas

Também conhecido como Margem Líquida, este índice é obtido por meio da divisão do Resultado Líquido pelas Vendas Líquidas, e revela qual o percentual de lucro obtido para cada R\$ 100 reais vendidos. Assim, quanto maior o índice, melhor para a Companhia. A Figura 8 apresenta a evolução do índice.

Figura 8. Retorno sobre Vendas (Margem Líquida) da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

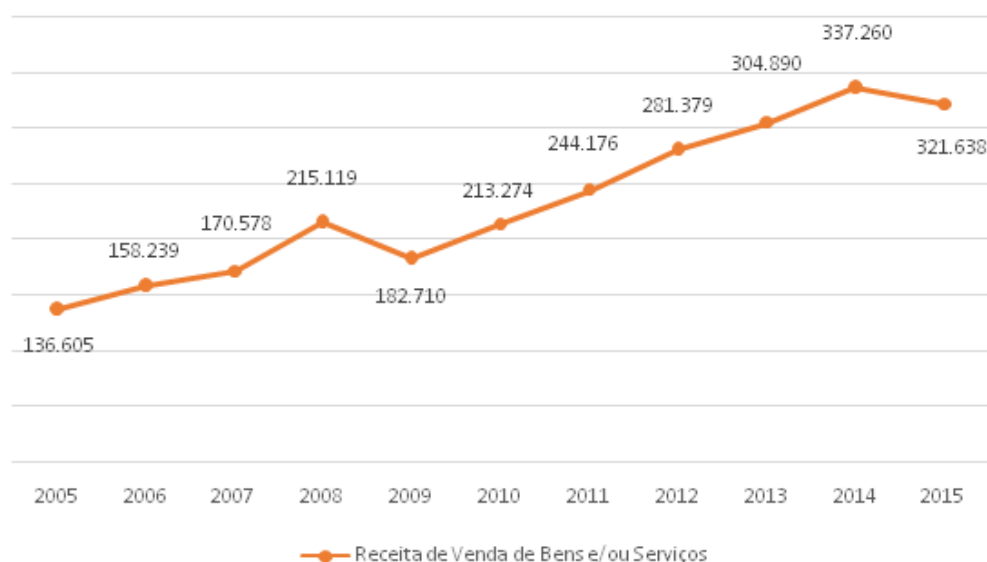
A análise deste índice, com base na Figura 8, revela uma perda de margem líquida ao longo dos anos, que saiu de um patamar de 26% em 2005, se manteve acima de 20% até 2010, e caiu exponencialmente até 2015, atingindo quase -13%.

Como as variáveis utilizadas para o cálculo do índice podem ter grande variação, é importante dedicar maior atenção para esse índice. Com isso, uma análise separada da variação de cada uma das contas que compõe o índice será feita para esclarecer quais os fatores de maior impacto para a queda registrada neste índice.

Averiguando a variação ocorrida na receita líquida da venda de bens e serviços apresentada na Figura 9, pode-se constatar que houve uma ascensão do seu saldo ao longo dos anos, com um pico registrado em 2008, ano em que a Petrobrás conquistou bom desempenho operacional, “aliado ao aumento dos preços médios de petróleo e derivados” e ao crescimento do mercado interno, “devido, basicamente, ao aumento na receita com gás natural, energia e na receita com derivados, sobretudo diesel, QAV, gasolina, óleo combustível e nafta” (Adaptado – DFP Petrobrás, 2008, p. 34).

Em 2009, a crise econômica mundial foi a principal responsável pela queda nas vendas, vide queda da demanda por petróleo nos países ao redor do mundo, motivada principalmente pela “retração nas atividades industriais, de transporte e também pela contenção do orçamento” (DFP Petrobrás, 2009, p. 31).

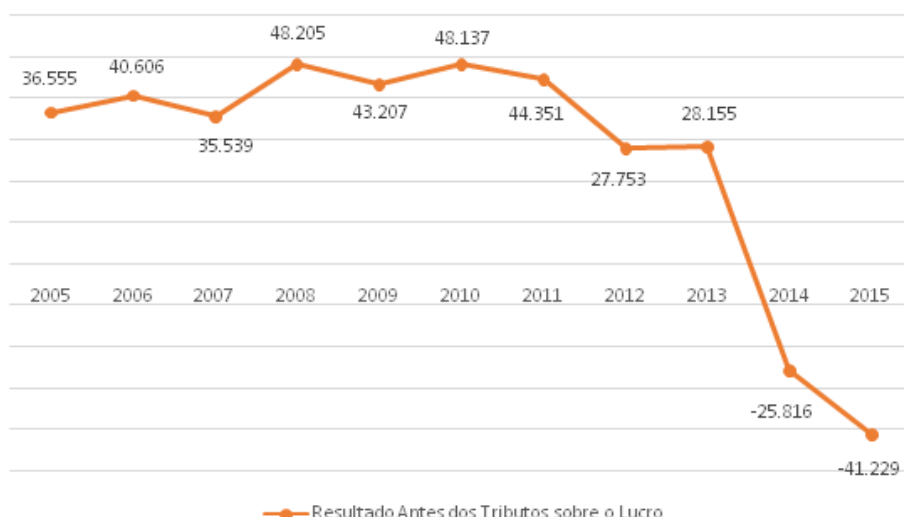
Figura 9. Variação da Receita Líquida da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

Em 2015, além de queda da receita bruta de vendas, houve um aumento do custo de vendas, o que originou o pior resultado verificado até então, ocasionado especialmente por uma contração de vendas no mercado interno de mais de R\$ 11 bilhões de reais, e no mercado externo de R\$ 4,2 bilhões de reais³. A Figura 10 apresenta a variação na conta de resultado líquido da Petrobrás.

Figura 10. Lucro Líquido da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

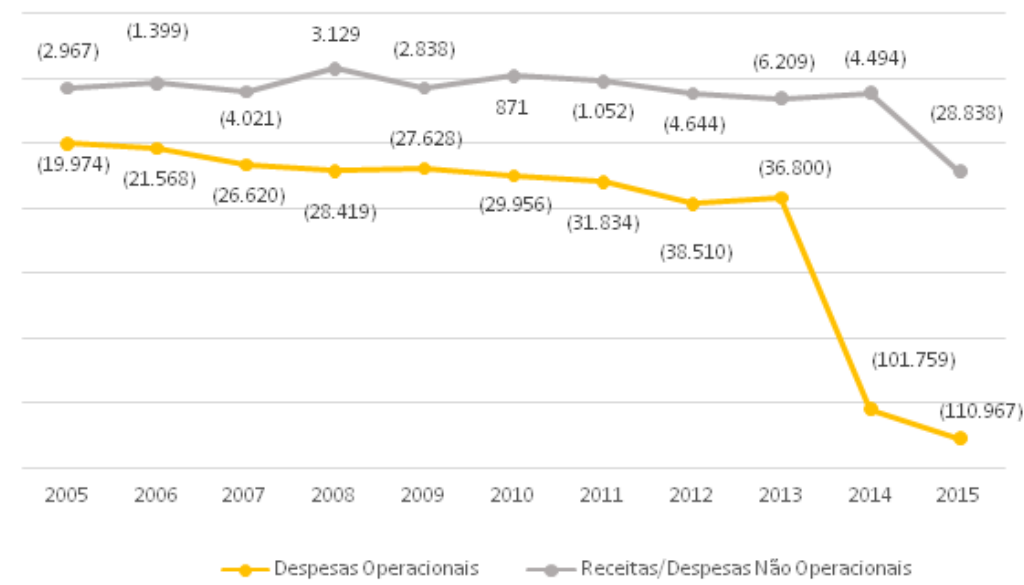
Analisando a variação do Lucro Líquido da Companhia, nota-se uma variação bem mais complexa e instável do que a observada na Figura 9. Vale ressaltar que este saldo é composto por diversas contas relacionadas a receitas e despesas operacionais e não operacionais, e que, assim sendo, é preciso analisar a abertura dessas contas individualmente, para entender o motivo de uma mudança tão ampla observada na variação anual do lucro líquido.

O comportamento esperado dos saldos operacionais e não operacionais de uma empresa é de que, de modo geral, ambos acompanhem a curva da Receita Líquida (Figura 9). Desta maneira, da mesma forma que é possível visualizar um aumento vultoso na receita líquida ao longo dos anos, é esperado que os gastos com operações da empresa sejam compatíveis com o nível de produção e, portanto, que apresentem crescimento também. Certamente que, quanto menor a proporção de crescimento dos gastos, melhor para a empresa, uma vez que essa aumentará sua margem de ganho.

³ Segundo abertura de saldos de Receita de Vendas, localizado na nota explicativa número 24, da Demonstração Financeira Padronizada da Petrobrás publicada em 2015.

Assim, a Figura 11 apresenta as principais variações obtidas nas receitas e despesas operacionais e não operacionais.

Figura 11. Resultado Operacional e Não Operacional da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

A Figura 11 revela de forma coerente a tendência de aumento de gastos ao longo dos anos, explicado pelo aumento da produção, que sustentou a expansão da receita líquida. Todavia, existem três pontos que fugiram muito ao padrão e que merecem atenção especial. São eles: o ano de 2014 e 2015 na curva de Despesas Operacionais, e o ano de 2015 na curva de Despesas Não Operacionais.

Iniciando pela despesa operacional, a principal variação ocorreu em 2014, que aumentou em R\$ 64,9 bilhões de reais em relação ao ano anterior, e que foi o principal responsável pelo prejuízo gerado no exercício do ano. A partir da Demonstração do Resultado do Exercício da Petrobrás (Tabela 2), é possível notar que os custos operacionais cresceram numa proporção natural em relação à receita de vendas, porém tiveram dois lançamentos altos que chamaram a atenção e que impactaram de forma agressiva o resultado, resultando no prejuízo do exercício. São elas as contas de “Reversão/perda no valor de recuperação de ativos – *Impairment*”, na qual houve lançamento de R\$ 44,636 bilhões de reais negativos, e a conta de “Baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente”, na qual outros R\$ 6,194 bilhões de reais negativos foram lançados.

O montante de R\$ 6,194 bilhões, refere-se ao esquema de pagamentos adicionais indevidos feitos na aquisição de ativos imobilizados de períodos anteriores. Tais valores vieram à tona após o início das investigações da “Operação Lava-Jato”, lideradas pela Polícia Federal Brasileira.

“De acordo com depoimentos obtidos no âmbito de investigações criminais conduzidas pelas autoridades brasileiras, que se tornaram públicos a partir de outubro de 2014, altos executivos da Petrobrás entraram em conluio com empreiteiras, fornecedores e outros envolvidos, para estabelecer um cartel que, entre 2004 e abril de 2012, sistematicamente impôs gastos adicionais nas compras de ativos imobilizados pela Companhia. Dois ex-diretores da Companhia e um ex-gerente executivo, que não trabalham para a Petrobrás desde abril de 2012, estavam envolvidos nesse esquema de pagamentos indevidos e serão tratados a seguir como “ex-empregados da Petrobrás”. Os valores pagos adicionalmente pela Companhia foram utilizados pelas empreiteiras, fornecedores e intermediários agindo em nome dessas empresas, para financiar pagamentos indevidos a partidos políticos, políticos eleitos, outros agentes políticos, empregados de empreiteiras, fornecedores, ex-empregados da Petrobrás e outros envolvidos no esquema” (DFP Petrobrás, 2014, p. 12).

A Companhia afirma não ter realizado qualquer pagamento indevido que não estivesse dentro do escopo de contrato com empreiteiras e fornecedores, e responsabiliza os ex-empregados envolvidos no esquema de corrupção pelas práticas antiéticas e ilegais de negócios. A Petrobrás afirmou ainda que “vem realizando uma série de ações, tanto no intuito de aprofundar a apuração das irregularidades quanto de melhorar seu sistema de governança corporativa” (DFP Petrobrás, 2014, p. 14)

Encontra-se, a seguir, o quadro resumo (Quadro 2) divulgado pela Petrobrás na Demonstração Financeira Padronizada do ano de 2014, no qual consta o detalhamento dos ajustes apurados, por área de negócio que totalizam os R\$ 6,194 bilhões de reais desviados. Percebe-se que, para um total de R\$ 199.610 bilhões de reais em contratos, foi estimada uma perda real de 3% desse valor, que correspondeu a R\$ 5.988 bilhões de reais de contratos, que somados a demais saldos pagos indevidamente, chegam no saldo consolidado de R\$ 6,194 bilhões. Das áreas de negócio que compõem o saldo consolidado, os contratos referentes à Abastecimento tiveram maior peso na composição do saldo final, seguido pela área de Etanol & Petróleo, e de Gás & Energia.

Quadro 2. Baixa de Gastos Adicionais Capitalizados Indevidamente

	Consolidado						
"Baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente"	E&P	Abasteci- mento Gás & Energia	Distribuição	Internacional	Corporativo	Valor Total	
Esquema de pagamentos indevidos:							
Valor total dos contratos ^(*)	62.679	110.867	21.233	757	752	3.322	199.610
Estimativa do valor total de gastos adicionais (3%)	1.880	3.326	637	23	23	99	5.988
Pagamentos não relacionados ao esquema de pagamentos indevidos (fora do cartel)	139	1	10	-	-	-	150
	2.019	3.327	647	23	23	99	6.138
	(87)	(198)	(52)	-	-	(9)	(346)
Reversão da depreciação dos referidos ativos	1.932	3.129	595	23	23	90	5.792
Impacto no ativo imobilizado							
Baixa de créditos fiscais referentes aos ativos impactados ^(**)	37	298	57	-	-	10	402
Baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente	1.969	3.427	652	23	23	100	6.194

^(*) Inclui R\$ 44.115 referentes a valores de contrato cujos pagamentos serão realizados após 30 de setembro de 2014.

^(**) Baixa de créditos fiscais que não serão aproveitados.

Fonte: Demonstração Financeira Padronizada da Petrobrás (2014).

A Operação Lava-Jato, citada pela Companhia em sua DFP de 2014, estimulou uma “revisão das perspectivas futuras da Companhia, e consequentemente, levou à necessidade de redução do ritmo de seus investimentos” (DFP Petrobrás, 2014, p. 21).

Outros fatores que, somados aos desdobramentos da Lava-Jato, contribuíram para o desempenho negativo da Companhia em 2014 foram principalmente: a queda dos preços do petróleo, o cenário econômico brasileiro de recessão, e a desvalorização do real perante o dólar. Juntos, eles acarretaram em frustração das expectativas de receitas operacionais futuras, por conta do aumento do custo das dívidas em moeda estrangeira, da dificuldade de obtenção de recursos de terceiros para pagamento das mesmas (vide à falta de credibilidade da Petrobrás no mercado de capitais), e da complexidade para se gerar caixa diante de tais condições.

“Como resultado, a Companhia recentemente decidiu postergar ou suspender a conclusão de alguns ativos e projetos incluídos em seu orçamento de capital, que contribuem pouco para sua geração de caixa operacional, e que foram impactados por complicações decorrentes de insolvência das empreiteiras e fornecedores, além da carência de fornecedores qualificados disponíveis (como reflexo das investigações da “Operação Lava Jato” ou por outros motivos). Essas mudanças tiveram um impacto significativo no teste de *impairment* da Companhia (DFP Petrobrás, 2014, p. 21).

Desse modo, o montante de R\$ 44,636 bilhões relacionados a “Reversão/perda no valor de recuperação de ativos – *Impairment*”, por sua vez, faz menção à

indispensabilidade de se ajustar os valores de ativos, principalmente no que diz respeito aos ativos imobilizados e intangíveis, grupos de contas que mais foram depreciados com os desdobramentos da Operação Lava-Jato. O mesmo ocorre para o ano de 2015, no saldo de R\$ 47,676 bilhões de reais referentes à mesma conta publicada no Demonstrativo de Resultado do Exercício.

“(…) a Petrobrás acredita que, de acordo com o IAS 16, os valores que foram pagos a mais em decorrência do referido esquema de pagamentos indevidos não deveriam ter sido incluídos no custo histórico do seu ativo imobilizado. Assim, nos termos da legislação tributária brasileira, esta baixa é considerada uma perda resultante de uma atividade ilícita e sujeita ao andamento das investigações a fim de determinar a extensão real das perdas antes que possam ser consideradas despesas dedutíveis para fins de imposto de renda e contribuição social” (DFP Petrobrás, 2014, p. 12).

Com relação ao saldo de R\$ 28,838 bilhões apurado no resultado não operacional de 2015, suas principais causas foram: o Resultado Financeiro Líquido, que resultou em um saldo negativo de R\$ 16,6 bilhões, influenciado principalmente pelas variações monetárias incidentes em juros sobre endividamento em moeda nacional parametrizada à variação do dólar; e as Variações Monetárias e Cambiais Líquidas, que acumularam R\$ 11,3 bilhões, que pode ser observada na diferença do dólar de venda em 31/12/2014, quando um dólar valia R\$ 2,65 reais, quando comparado a 31/12/2015, quando um dólar equivalia a R\$ 3,90 reais⁴.

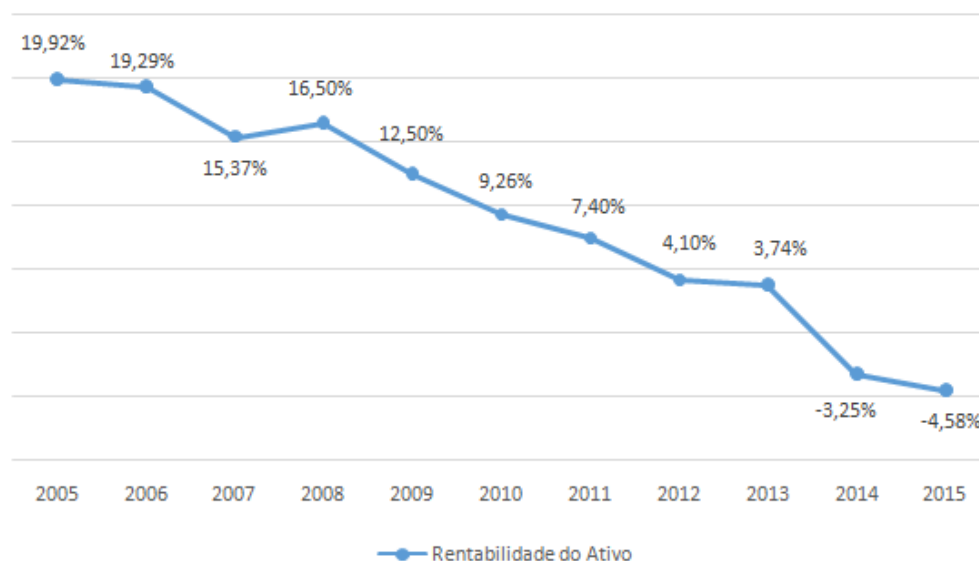
Assim sendo, após a análise individual da Receita de Vendas Líquida, e da abertura das principais contas que compõem o Lucro Líquido (Receitas e Despesas Operacionais e Não Operacionais), é possível concluir que, além da perda de margem líquida do lucro observada na década analisada, a Petrobrás também teve deficiências operacionais fortíssimas, que foram desencadeadas mais por falta de ética e seriedade na gestão dos negócios, do que por incapacidade técnica de gerenciamento de uma empresa de tal magnitude.

⁴Valores retirados da cotação do dólar diária divulgada no site do Banco Central do Brasil.

3.4.2 Rentabilidade do Ativo

O índice de rentabilidade do ativo é calculado pelo Resultado Líquido dividido pelo Ativo Total, e indica o potencial de capitalização de uma empresa. Quanto maior o percentual obtido, melhor. A Figura 12 apresenta a evolução desse índice.

Figura 12. Rentabilidade do Ativo da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

É possível verificar, novamente, o impacto da variação do Resultado Líquido – analisada no tópico 3.4.1 Retorno sobre Vendas – sobre os índices de rentabilidade. Neste caso, o declínio do lucro líquido da Petrobrás ao longo dos anos influenciou a predisposição da curva em ser descendente, conforme observada na Figura.

Como já avaliado previamente, o Ativo Total teve um comportamento exponencial progressivo ao longo dos anos, com crescimento médio de 14% ao ano, sendo que, em nenhum ano foi observado decréscimo. O lucro líquido, por sua vez, teve um comportamento oscilante ao longo dos anos, muito influenciado pelo risco inerente que a empresa corre, ou seja, riscos que estão fora de seu domínio e controle, como alterações no preço do petróleo no exterior, variações cambiais da moeda interna, etc. Além disso, é uma conta muito mais volátil por conta das despesas operacionais, necessárias ao funcionamento adequado das atividades de produção.

Por meio da Figura 12 é possível constatar que, em 2005, com o lucro líquido representando aproximadamente 20% do ativo total, a Companhia demoraria em torno de

cinco anos para dobrar o valor de suas contas patrimoniais, mantendo um nível de lucro líquido no mesmo patamar em todos os resultados. Já em 2013, a empresa demoraria aproximadamente 27 anos para conseguir dobrar de tamanho suas contas patrimoniais.

Dado que, em 2014 e 2015, os resultados do índice foram negativos, é importante que a empresa consiga recuperar seus saldos no resultado, para que reconquiste mercado, credibilidade, e autonomia para crescer de forma sustentável.

3.4.3 Rentabilidade do Patrimônio Líquido

Elaborado pela divisão entre Resultado Líquido e Patrimônio Líquido Médio, tem como objetivo quantificar o retorno do capital próprio investido em relação ao nível de lucro líquido adquirido no período. Assim, quanto maior o índice, melhor para a empresa analisada. A Figura 13 apresenta a variação do índice no decorrer dos anos.

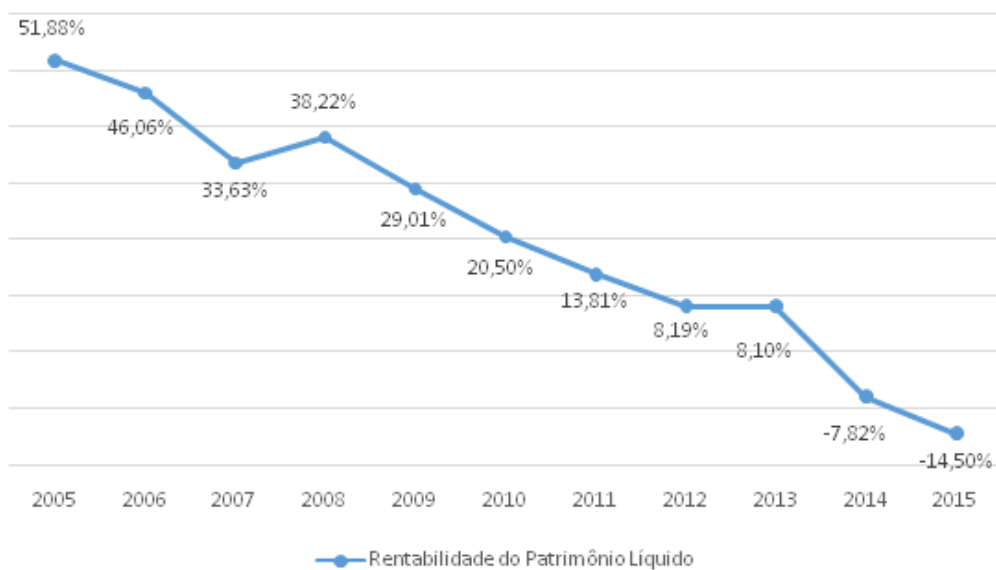
Neste caso, o intuito de se utilizar o Patrimônio Líquido Médio para o cálculo é de avaliar qual foi a média de investimentos realizada de um exercício fiscal para o outro⁵.

É esperada uma disposição descendente do gráfico, que faz alusão ao comportamento já observado nos índices de rentabilidade anteriores, determinado principalmente pelos saldos do lucro líquido.

Neste índice, em particular, é possível identificar o percentual do prêmio que os sócios proprietários adquiriram em recompensa pelo valor investido na sociedade. Assim, em 2005, o lucro líquido superou 50% do patrimônio líquido médio, representando um excelente retorno do investimento. Ao longo da década analisada, o índice apresentou retração no seu rendimento, que se agravou especialmente em 2014 e 2015, resultado de prejuízos no resultado do exercício.

⁵ Conforme especificado na “Tabela 2: Demonstração do Resultado do Exercício da Petrobrás – 2005 a 2015”, o cálculo do Patrimônio Líquido Médio de 2005 foi realizado com base no valor do Patrimônio Líquido Total de 2004, exposto na Demonstração Financeira de 2006 para fins comparativos.

Figura 13. Rentabilidade do Patrimônio Líquido da Petrobrás (2005-2015)



Fonte: Elaboração própria.

A recomendação para este caso, bem como para a conclusão tomada nos demais índices econômicos de rentabilidade, é de que a Companhia deve buscar soluções para melhor gerir o curso de suas atividades, focando na redução de custos e aumento de receita líquida de vendas, para que o resultado dos exercícios seguintes possa gerar o lucro necessário para remunerar os acionistas, arcar com suas obrigações, e ainda investir na expansão das atividades da firma.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O crescimento da Petrobrás ao longo dos anos de 2005 a 2015 foi bastante significativo. No que tange as contas patrimoniais, a Petrobrás multiplicou em cinco vezes de tamanho, o que significa que a cada dois anos, aproximadamente, a empresa dobrava o saldo de seus ativos e passivos, e com isso adquiria cada vez mais recursos para aplicar em seu crescimento. Com relação ao resultado dos exercícios, pode-se observar uma importante evolução da receita líquida ao longo dos dez anos, que aumentou seu saldo em 2,35 vezes. Tais resultados são extremamente satisfatórios para os investidores e para o país, principalmente no que diz respeito ao crescimento industrial brasileiro no setor petroquímico, que tem reconhecimento global pela qualidade nas pesquisas e nos produtos inovadores que desenvolve.

As análises históricas e por índices realizadas revelaram determinados padrões de crescimento e de comportamentos da Petrobrás ao longo da década estudada. Por meio dos índices financeiros de estrutura de capital e de liquidez, foi corroborado que as origens de recursos da Companhia são provenientes, em sua maioria, de dívidas com pagamento no longo prazo, concedidas tanto por instituições estrangeiras, quanto por instituições locais, dentre as quais o BNDES se apresenta com o maior destaque. Tal tendência se mostra histórica, uma vez que o governo brasileiro sempre deteve o maior percentual de comando da empresa por ser seu principal investidor. Assim, as decisões quanto ao futuro da empresa estavam sempre alinhadas e de acordo com as políticas de Estado da época.

O patrimônio líquido da Petrobrás apresentou ter baixo potencial financiador das atividades da empresa, muito influenciado pelo fato de o mesmo não ser a principal fonte de recursos. Uma vez amparada pelas políticas governamentais, o grande volume de capital de terceiros não teve influência nas decisões estratégicas da Companhia, uma vez que boa parte era proveniente da concessão de crédito público.

No que se refere aos ativos da empresa, que multiplicaram o volume de saldos em quase cinco vezes, o grupo de contas que mais cresceu foi o imobilizado, que compõe o saldo de ativos permanente junto dos investimentos e dos ativos intangíveis. Foi verificado, também, que os valores referentes aos ativos imobilizados vinham sendo inflados por meio de contratos fechados por altos executivos da Companhia, nos quais o preço justo de mercado não era praticado. Assim, um montante maior era pago via cláusulas contratuais, e desviados para ex-diretores, empreiteiras, fornecedores, partidos políticos e políticos envolvidos nessa prática irregular.

Tais ações fraudulentas e antiéticas vieram à tona em 2014, com a Operação Lava-Jato, operação da Polícia Federal Brasileira que investiga, desde 2009, práticas ilegais de lavagem de dinheiro que atuavam em diversos setores da economia. Neste ano, assim como em 2015, diversas denúncias e depoimentos prestados levaram a Companhia a rever suas demonstrações financeiras, de modo a adequar os valores contabilizados. Dessa forma, R\$ 6,194 bilhões de reais foram baixados relacionados a valores adicionais pagos em contratos que foram desviados da empresa em 2014; Outros R\$ 44,636 bilhões em 2014 e R\$ 47,676 em 2015 foram baixados por conta da necessidade de ajuste dos valores contabilizados no imobilizado e intangível, por meio do teste de recuperabilidade de ativos (*impairment*), que “prioriza o emprego do valor em uso dos ativos”, segundo consta na DFP da Petrobrás de 2014.

Tais revelações e consequências geraram um forte impacto no resultado do exercício da Petrobrás dos dois últimos anos analisados, que, intensificados pela queda dos preços do petróleo, pela recessão econômica no Brasil e a desvalorização da moeda nacional, encerraram com a divulgação prejuízos de grande magnitude: R\$ 21,9 bilhões em 2014, e R\$ 35,17 em 2015.

Dados esses fatos, e analisando os índices econômicos de rentabilidade, foi corroborado que a Petrobrás teve uma perda de margem líquida ao longo dos últimos dez anos, causados principalmente pelo aumento de custos de produção (despesas), e por variações no preço do petróleo internacional. A perda de margem líquida, somada aos desdobramentos da Operação Lava-Jato, levaram a prejuízos nos últimos dois anos, que vêm se acumulando sem que haja perspectiva de reversão e retomada dos lucros. Sob esta conjuntura, os índices econômicos de rentabilidade apresentaram declínio em resultados, expondo as dificuldades enfrentadas pela empresa no momento atual.

Sem perspectiva concreta de retomada dos investimentos, a Petrobrás se mostra fragilizada por todos os fatos ocorridos na última década, e imersa numa crise ética e moral da qual tenta se recuperar. Vale ressaltar que a Companhia continua sendo alvo de investigação tanto pela Polícia Federal Brasileira, quanto da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e da SEC (*Securities and Exchange Commission*), órgãos reguladores do mercado de ações brasileiro e norte-americano, respectivamente. Desse modo, é possível que existam evidências de negociações ilegais e pagamentos indevidos envolvendo a empresa que ainda não foram revelados, e que podem causar danos ainda maiores para as contas da Petrobrás.

Conclui-se, assim, que, apesar dos desafios e dificuldades que o setor petroquímico apresenta, a Petrobrás teve êxito, ao longo de sua história, em se tornar uma empresa de alta qualidade, tecnologia e competitividade a nível global, sendo reconhecida mundialmente pelo pioneirismo no desenvolvimento pesquisas e aplicações de novas energias, novas formas de captação de petróleo, etc. A mesma apresenta, também, uma estrutura de financiamento muito bem fundamentada, que traz respaldo e confiança para o mercado e seus investidores. Entretanto, na última década, a Companhia mostrou ter profundas deficiências de missão, visão e valores, que culminaram nos escândalos de corrupção e desvio de dinheiro, ocasionados não por falta de preparo técnico dos profissionais da alta diretoria envolvidos, mas pela falta de ética, respeito e seriedade na conduta dos negócios.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. (2010). **Estrutura e Análise de Balanços: um Enfoque Econômico-Financeiro**. São Paulo: Atlas.

ASSAF NETO, A. (2009). **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas.

BANCO CENTRAL. **Taxas de Câmbio**. Acesso em 08/01/2017. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpesq.asp?id=txcotacao>

CARNEIRO, R. (2002). **Desenvolvimento em Crise – A economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Editora UNESP e IE UNICAMP.

CONSTITUIÇÃO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. (1988). Acessado em 22/01/2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Constituicao.htm#art177i

DIAS, J. L. M.; QUAGLINO, M. A. (1993) **A Questão do Petróleo no Brasil – Uma História da Petrobrás**. Rio de Janeiro: CPDOC: Fundação Getúlio Vargas – Petróleo Brasileiro S.A..

EMENDA CONSTITUCIONAL BRASILEIRA. (1995). Acessado em 22/01/2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc09.htm

FIPECAFI (2010). **Manual de Contabilidade Societária**: Aplicável a todas as Sociedades de Acordo com as Normas Internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas.

FORTUNE. 28 **Petrobrás**. Acesso em 19/03/2016. Disponível em: <http://fortune.com/global500/petrobras-28/>

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. (1999) Have Financial Statements Lost Their Relevance? **Journal of Accounting Research**, 37, 319–352.

FURTADO, C. (2005). **Formação Econômica do Brasil**. 32ª edição. São Paulo: Companhia Editora Nacional. Acesso em 26/11/2016. Disponível em: https://cei1011.files.wordpress.com/2010/05/feb_celsofurtado.pdf

FURTADO, C. (1966). **Subdesenvolvimento e Estagnação na América Latina**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

GOUVEA, M. (2015). Estratégias de Políticas de Desenvolvimento Industrial Pós Abertura Econômica. Araraquara – SP: Biblioteca da UNESP. Acessado em 21/01/2017. Disponível em: <http://repositorio.unesp.br/handle/11449/136556>

IUDÍCIBUS, S. (2009) **Análise de Balanços**. São Paulo: Atlas.

MARION, J. C. (2010). **Contabilidade Como Instrumento para Tomada de Decisões**. Campinas: Editora Alínea.

MATARAZZO, D. C. (2010). **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Gerencial**. São Paulo: Atlas.

PAULANI, Leda. (2011). **A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre o papel do Estado e sobre a situação atual à luz da história**. Colóquio de Logros e Retos del Brasil Contemporáneo, UNAM – Cidade do México.

PETROBRÁS. Fatos e dados. Acesso em 19/03/2016. Disponível em: <http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/ranking-fortune-estamos-em-28-lugar-entre-as-500-maiores-empresas-do-mundo.htm>

PETROBRÁS. Quem somos: Nossa história. Acessado em 27/10/2016. Disponível em: <http://www.petrobras.com/pt/quem-somos/nossa-historia/>

PETROBRÁS. Relatórios da Administração. Acessado em 04/01/2017. Disponível em: www.investidorpetrobras.com.br/pt/relatorios-anuais/relatorio-de-administracao

PETROBRÁS. Resultados Financeiros Holding (2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015). Acessado em 22/01/2017. Disponível em: <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/resultados-financeiros/holding>

SILVA, J. P. (1988). **Análise Financeira das Empresas**. São Paulo: Atlas.

SKIDMORE, T. (1982). **Brasil: de Getúlio Vargas a Castelo Branco (1930-1964)**. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra.

TAVARES, M. C. (1998). **Ciclo e Crise – O Movimento Recente da Industrialização Brasileira**. Campinas: Unicamp IE.

VIANNA, S. B. (1995a). **Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951**. In: ABREU, M. (1995) *A Ordem do Progresso - Cem Anos de Política Econômica Republicana*. Campinas: Editora Campus, p. 105-122.

_____ (1995b) **Duas Tentativas de Estabilização: 1951-1954**. In: ABREU, M., A. (1995) *Ordem do Progresso - Cem Anos de Política Econômica Republicana*. Campinas: Editora Campus, p. 123-150.