



Revista Científica Hermes

ISSN: 2175-0556

hermes@fipen.edu.br

Instituto Paulista de Ensino e Pesquisa  
Brasil

Franco de Godoi, Alexandre; dos Santos, José Odílio  
CONTRARIANDO OS FUNDAMENTOS DE FINANÇAS CORPORATIVAS:  
ANÁLISE DA DESTRUIÇÃO DE VALOR NA PETROBRAS A PARTIR DE 2010  
Revista Científica Hermes, vol. 21, 2018, pp. 295-315  
Instituto Paulista de Ensino e Pesquisa  
Brasil

Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=477656634004>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em redalyc.org

UAEM  redalyc.org

Sistema de Informação Científica Redalyc  
Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal  
Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa  
acesso aberto

**CONTRARIANDO OS FUNDAMENTOS DE FINANÇAS CORPORATIVAS:  
ANÁLISE DA DESTRUIÇÃO DE VALOR NA PETROBRAS A PARTIR DE 2010**

**CONTRARY THE FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE: ANALYSIS OF  
THE VALUE DESTRUCTION IN PETROBRAS FROM 2010**

***Recebido: 21/10/2017 – Aprovado: 06/05/2018 – Publicado: 31/05/2018***

***Processo de Avaliação: Double Blind Review***

Alexandre Franco de Godoi<sup>1</sup>

Doutorando em Administração pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP)

José Odálio dos Santos<sup>2</sup>

Livre-docente em Administração pela Universidade de São Paulo (USP)

Professor no PEPG em Administração e Coordenador do Núcleo de Estudos em Administração e Finanças (NEAF) da PUC-SP.

**RESUMO**

Esta pesquisa de abordagem qualitativa é desenvolvida para explorar e entender a destruição de valor ocorrida na Petrobras S.A. – este um dos casos mais intrigantes envolvendo uma empresa de capital aberto no país. Os objetivos da pesquisa, de natureza exploratória, buscam identificar os principais fatores que contribuíram para a expressiva perda de valor de mercado ocorrida na empresa a partir de 2010. Utilizando-se do método de estudo de caso, é possível explicar ainda as variáveis causais preponderantes da destruição de valor promovida na companhia. Os resultados da pesquisa indicam que a Petrobras S.A. esteve submetida nos últimos anos a más decisões estratégicas que contrariaram os fundamentos de finanças corporativas. Além disso, a exposição a riscos sistêmicos e não sistêmicos e problemas de governança corporativa foram outros fatores determinantes para queda no preço das ações da companhia e para sua destruição de valor. Com a empresa no centro de um dos maiores escândalos de corrupção e fraudes envolvendo políticos e empresários deste país, o descrédito no mercado financeiro e o cenário de expectativas futuras pouco otimistas projetado pelos potenciais investidores, foram aspectos

---

<sup>1</sup> Autor para correspondência: PUC-SP – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. R. Monte Alegre, 984 – Perdizes, São Paulo – SP, 05014-901, Brasil. E-mail: [godoi\\_franco@hotmail.com](mailto:godoi_franco@hotmail.com)

<sup>2</sup> Autor para correspondência: E-mail: [j.odalio@pucsp.br](mailto:j.odalio@pucsp.br)



adicionais que intensificaram o cenário de destruição de valor e que levaram a perdas financeiras significativas para seus acionistas. Embora algumas medidas estratégicas para recuperação do valor de mercado da companhia venham sendo adotadas pela administração da empresa desde 2015, o interesse pelo tema de destruição de valor em uma das maiores empresas brasileiras de capital aberto merece ser analisado com o devido rigor metodológico pelas pesquisas acadêmicas.

**Palavras chave:** Fundamentos de finanças corporativas; governança corporativa; gestão baseada em valor; risco sistêmico e não sistêmico.

## **ABSTRACT**

This qualitative research is developed to explore and understand the destruction of value occurred in Petrobras S.A. – this is one of the most intriguing cases involving a publicly traded company in the country. The exploratory nature of research objectives seek to identify the main factors that contributed to the significant loss of market value occurred in the company from 2010. Using the case study method, it is possible to explain the preponderant causal variables of the value destruction promoted in the company. The results of the research indicate that Petrobras S.A. has been subjected in recent years to bad strategic decisions that have run counter to the fundamentals of corporate finance. In addition, exposure to systemic and non-systemic risks and Corporate Governance issues were other determining factors for the Company's share price decline and its destruction of value. With the company at the center of one of the largest corruption and fraud scandals involving politicians and businessmen in this country, financial market discredit and the scenario of unrealistic future expectations projected by potential investors were additional aspects that intensified the value destruction scenario and which led to significant financial losses for its shareholders. Although some strategic measures to recover the company's market value have been adopted by the company's management since 2015, the interest in the topic of value destruction in one of the largest Brazilian publicly traded companies deserves to be analyzed with due methodological rigor by academic research.

**Keywords:** Fundamentals of corporate finance; corporate governance; value-based management; systemic and non-systemic risk.

## 1. INTRODUÇÃO

Uma empresa deve ter como objetivo a criação de valor econômico para seus acionistas. Com base na moderna teoria de finanças, a criação de valor seria um dos principais objetivos a ser perseguido pelas empresas em geral, sendo o preço de mercado das ações negociadas em Bolsa de Valores no caso das empresas de capital aberto, um indicativo de criação ou destruição de valor para os acionistas e demais *stakeholders*.

Para isso, decisões são tomadas na esfera da administração financeira pelos gestores no desempenho de suas funções visando à criação de valor, as quais de acordo com Copeland, Weston e Shastri (2005) estão representadas na teoria de finanças por: (i) política de investimentos; (ii) políticas de financiamentos; e (iii) política de dividendos.

Da relação entre as políticas financeiras mencionadas, surgem quatro decisões tomadas pela gestão da empresa consideradas muito simples em sua estrutura, porém de julgamento complexo (SANTOS; XAVIER, 2009), sendo elas: (i) seleção de ativos; (ii) endividamento; (iii) aporte de capital próprio; e (iv) pagamento de dividendos. São essas decisões financeiras que vão afetar o fluxo de caixa futuro da firma (LOSS; SARLO NETO, 2006), e uma combinação ótima entre elas é o que torna possível a criação de valor na empresa. Por outro lado, outros aspectos também influenciam a criação de valor, e estão relacionados ao risco sistêmico e risco não sistêmico a que estão expostas as empresas de modo geral e aos sistemas de governança corporativa.

O risco sistêmico ou conjuntural (risco não diversificável) trata-se do risco de mercado que afeta todas as empresas dentro de um mesmo ambiente, sendo ele determinado por eventos de natureza política, econômica e social, enquanto o risco não sistêmico (risco diversificável) trata-se daquele risco que pode ser eliminado ou reduzido por meio de diversificação de investimentos ou plano de contingência (ASSAF NETO, 2014).

Como risco sistêmico podem ser mencionadas crises políticas, inflação, taxas de juros, convulsões sociais, guerras, oscilação de preços de *commodities* entre outros fatores, enquanto como risco não sistêmico, mencionam-se aqueles decorrentes de variáveis que podem afetar especificamente cada empresa, tais como sua própria operação, volume de vendas, estratégias de *marketing*, entre outros fatores (PADOVEZE, 2011).

Quanto aos sistemas de governança corporativa, sua função principal é mitigar os conflitos de interesses existentes entre gestores, acionistas e demais *stakeholders*, assegurando que a companhia seja gerenciada em consonância com os interesses de todos aqueles que com ela se relacionam (CORREIA; AMARAL, 2006).

Um dos casos de destruição bilionária de valor, em que é possível observar como os principais fundamentos de finanças corporativas foram simplesmente negligenciados, é o da Petrobras S.A. Entre os anos de 2010 a 2015, a companhia praticamente liderou em menção o noticiário nacional e internacional quando se discutia casos de destruição de valor para os acionistas envolvendo uma empresa de capital aberto (DAMODARAN, 2015).

Considerada uma das maiores empresas brasileiras de capital aberto do setor energético, a Petrobras S.A. por muito tempo esteve sujeita, e se ainda não continua, a forte influência política em sua gestão, principalmente em relação à nomeação de cargos na companhia visando atender a objetivos políticos e tomada de decisões de interesses do acionista controlador (Governo Federal), em detrimento dos demais investidores (MOURA et al., 2014).

Más decisões financeiras em sua gestão, a exposição ao risco sistêmico e risco não sistêmico e problemas de governança corporativa acirraram ainda mais o conflito de interesses entre empresa e acionistas – especialmente com os minoritários. Com a empresa no centro de um dos maiores escândalos de corrupção, fraudes e irregularidades envolvendo políticos e empresários deste país, seu descrédito no mercado financeiro e o cenário de expectativas futuras pouco otimistas para os papéis negociados pela companhia em bolsas de valores, foram alguns aspectos que contribuíram para um cenário de destruição de valor.

Diante disso, possibilita-se formular o seguinte **problema de pesquisa**: Quais decisões tomadas no âmbito da empresa que contrariam os fundamentos de finanças corporativas foram determinantes para a destruição de valor de mercado na Petrobras S.A. a partir do ano de 2010? A fim de buscar respostas para o problema de pesquisa formulado, são definidos os objetivos deste estudo.

O **objetivo geral** da pesquisa busca analisar, qualitativamente, o histórico de destruição de valor que teve início na Petrobras S.A. a partir de 2010. Quanto aos **objetivos específicos**, procura-se identificar os fatores associados a: (i) más decisões financeiras na gestão do negócio; (ii) exposição pela empresa ao risco sistêmico e risco não sistêmico; e (iii) problemas de governança corporativa na organização, que explicam e possam ter sido determinantes para a expressiva perda de valor de mercado ocorrida na empresa.

As **justificativas para a pesquisa** baseiam-se nos seguintes aspectos: (i) representatividade da empresa para a economia do país e para o investidor no mercado de capitais; (ii) característica de empresa de capital aberto com o Governo Federal sendo o acionista controlador e interferindo diretamente na gestão da companhia; (iii) importância da atividade desenvolvida e o monopólio de exploração de petróleo pela empresa; (iv) importância para a arrecadação de impostos, contribuições e *royalties*; e, principalmente, (v) o próprio interesse pela destruição

de valor na companhia, como um dos casos mais intrigantes envolvendo uma empresa de capital aberto no país.

Este artigo está estruturado em seis seções, sendo: Introdução; Referencial Teórico; Metodologia; Resultados; Considerações Finais; e Referências. Na Introdução é apresentada uma breve contextualização do tema; define-se o problema de pesquisa; identificam-se os objetivos; e as justificativas para a pesquisa. O Referencial Teórico realiza uma abordagem dos principais fundamentos de finanças corporativas (decisões financeiras; risco e retorno associados às decisões; e governança corporativa) como aspectos que refletem na criação de valor nas empresas. A seção dedicada à Metodologia trata da classificação do estudo, delineamento da pesquisa, técnica utilizada e coleta de dados. Por fim, são apresentados os Resultados da pesquisa, as Considerações Finais e as Referências utilizadas.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 AS DECISÕES FINANCEIRAS NAS EMPRESAS**

A Moderna Teoria de Finanças, de enfoque positivista, questiona os efeitos das decisões financeiras sobre o valor da empresa (ASSAF NETO, 2014). Em outras palavras, avalia as possíveis consequências das decisões financeiras para a agregação de valor para a empresa e seus acionistas. Qualquer que seja a atividade operacional desempenhada, uma empresa é avaliada como tomadora de três grandes decisões financeiras capazes de determinar o seu valor, sendo: (i) investimentos (aplicação de recursos); (ii) financiamentos (captação de recursos); e (iii) distribuição de dividendos (alocação do resultado líquido da empresa) (ASSAF NETO, 1997; COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

Como princípio básico de finanças, boas decisões financeiras possibilitam agregar valor para a empresa e seus acionistas, enquanto más decisões financeiras provocam a destruição de valor (ROSS et al., 2015). As decisões financeiras na gestão das empresas afetam o seu fluxo de caixa futuro, logo a criação ou destruição de valor pode ser compreendida a partir da maturidade das decisões de investimentos compatíveis com as decisões de financiamentos e de distribuição de dividendos (LOSS; SARLO NETO, 2006).

Estas políticas de investimentos, financiamentos e dividendos, controladas pela gestão da empresa, são dependentes entre si, e o custo de capital é o principal elemento que promove uma integração entre elas (SOUSA; ALMEIDA, 2006). Uma combinação ótima entre essas políticas financeiras, de modo a obter resultados operacionais superiores ao custo total de capital, é o

que torna possível a criação de valor para a empresa. Em outras palavras, a definição de políticas financeiras deve obedecer a um critério racional a fim de promover a maximização de riqueza para acionistas e demais *stakeholders* (ASSAF NETO, 2014).

## 2.2 RISCO E RETORNO NAS DECISÕES FINANCEIRAS

As decisões financeiras nas empresas não são tomadas em ambiente de total certeza em relação aos resultados esperados. Em razão das decisões estarem relacionadas ao futuro da empresa, é imprescindível a introdução da variável incerteza como um dos mais significativos aspectos dentro das finanças corporativas (ASSAF NETO, 2014).

Lima (2015) aborda que nunca se destacou tanto a presença de incertezas nas decisões financeiras como no momento atual. Para o autor, dois fatores são preponderantes: (i) cada vez mais os ativos de empresas não financeiras incorporam proporções maiores de ativos financeiros, ficando ela exposta às oscilações dos indicadores no mercado de capitais; e (ii) crises recentes no mundo corporativo têm sido determinadas pela avaliação equivocada do risco nas decisões financeiras e por relevantes perdas de mercado dos ativos financeiros. A quantificação destas incertezas nas decisões financeiras dá origem à medida de risco.

O risco pode ser definido como a variabilidade ou a probabilidade de perda em relação ao retorno esperado (MEGLIORINI; VALLIM, 2009). Sendo maior o risco inerente a qualquer investimento, maior será o retorno esperado pelo investidor em razão da possibilidade de se obter retornos livres de risco em termos nominais, embora não o sejam em termos reais por meio de outras opções, como é o caso dos títulos públicos negociados pelos governos dos países (SANTOS, 2011).

A premissa de que maiores retornos esperados requerem riscos mais elevados, deve ser levada em consideração pelo administrador financeiro ao avaliar o impacto de suas decisões financeiras sobre o valor da empresa. As empresas ao incorrerem em riscos mais elevados poderão aumentar a possibilidade de dificuldades financeiras nas situações em que os retornos obtidos estejam muito abaixo do esperado e, conseqüentemente, prejudicar a geração de caixa. Portanto, um equilíbrio entre risco e retorno deve sempre ser levado em conta durante a tomada de decisões financeiras. Não se exige, de tal modo, que as empresas tenham por obrigatoriedade minimizar sempre os riscos a que estão expostas, mas sim, que operem dentro da expectativa de promover um retorno sobre seus investimentos e para seus investidores condizentes aos riscos assumidos (ASSAF NETO, 2014). Analisando-se a empresa como uma opção de investimento dentro do mercado, e levando-se em conta a realidade sistêmica em que se

encontra inserida, é possível realizar uma classificação para a exposição ao risco em dois aspectos fundamentais, sendo: (iii) risco sistêmico; e (iv) risco não sistêmico.

O risco sistêmico é o risco de mercado que afeta todas as empresas dentro de um mesmo ambiente, sendo resultante de aspectos conjunturais e sistêmicos de uma economia, como instabilidade política, inflação, recessões, taxas de juros, convulsões sociais, guerras, oscilações de preços de *commodities* entre outros, enquanto o risco não sistêmico decorre de variáveis específicas que afetam cada empresa, por exemplo, sua própria operação, grandes vendas, campanhas de *marketing* entre outros (PADOVEZE; BERTOLUCCI, 2008). O risco sistêmico não é possível ser diversificável no negócio, enquanto o risco não sistêmico pode ser mitigado ou diversificável na empresa e em seus investimentos.

## 2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em razão de diversos escândalos financeiros ocorridos nas últimas décadas, cada vez mais tem sido dado destaque para a adoção de práticas de governança corporativa, gerando assim importantes questionamentos entre organizações e *stakeholders* sobre temas como ética empresarial, transparência, responsabilidade social e sustentabilidade empresarial, os quais definem de forma clara a atuação e a responsabilidade nas empresas (ASSAF NETO, 2014).

Como nas grandes empresas de capital aberto, a propriedade, geralmente, encontra-se diluída em um grande número de acionistas, tal dispersão pode significar que o controle da empresa esteja nas mãos de administradores ou do acionista controlador, aspecto esse que pode levá-los a não agirem em prol do melhor interesse dos acionistas, especialmente daqueles não controladores (ROSS et al., 2015). Em outras palavras, a administração ou o acionista controlador poderiam priorizar apenas seus próprios objetivos e interesses em detrimento dos demais acionistas da empresa e outras partes interessadas.

O conflito de interesse existente nas corporações modernas tem origem no problema de agência, o qual pode surgir em razão da abertura de capital e oferta pública de ações promovida pelas empresas de capital aberto, aspecto esse que torna a propriedade neste tipo de empresa bastante pulverizada, ou então, pela separação de papéis entre a propriedade (acionista controlador/proprietário) e a gestão da companhia (executivos/gestores).

A Teoria de Agência de Jensen e Meckling (1976) trata do conflito de agência que surge quando proprietários e gestores apresentam interesses distintos na condução dos negócios, com o administrador (agente) nem sempre optando pela tomada de decisões na gestão dos negócios



que beneficiem o acionista controlador (principal). Outros tipos de conflitos de interesses também se originam entre acionistas minoritários, credores, gestores e empregados.

Um dos papéis da governança corporativa é o de superar esse tipo de conflito, assegurando que ao ser gerenciada a companhia, o comportamento dos administradores ou executivos esteja alinhado aos interesses dos acionistas e dos demais interessados, evitando-se assim possíveis abusos que possam ser cometidos pela diretoria executiva.

Há uma linha de entendimento para a governança corporativa que prevê a proteção de interesses de *stakeholders* financeiros, assegurando a eles um desempenho aceitável mediante retorno atrativo dos investimentos e a mitigação da possibilidade de oportunismo nas ações daqueles que controlam a empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CORREIA; AMARAL, 2006; OECD, 2016). Outra visão mais abrangente para a governança corporativa amplia essa atuação para a proteção de interesses envolvendo categorias de *stakeholders* não financeiros (DONALDSON; PRESTON, 1995; TURNBULL, 1997; GRINBLATT; TITMAN, 2002).

No modelo de governança corporativa adotado no Brasil, dada a estrutura de propriedade bastante concentrada e a forte presença do acionista controlador atuando na gestão da empresa ou indicando um agente para a execução desta função, o principal problema a ser resolvido é o alinhamento de interesses entre acionistas controladores e outros grupos de fornecedores de recursos financeiros – acionistas minoritários e credores de longo prazo (SILVEIRA, 2002).

Boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas que possibilitam alinhar interesses com vistas à: (i) preservar e otimizar o valor da empresa e o retorno para seus acionistas (IBGC, 2009); (ii) ajudar a atrair maiores investimentos ao inspirar confiança ao mercado e propiciar maior segurança aos acionistas e potenciais investidores (CORREIA, 2008); e (iii) conquistar o apoio da sociedade em que a empresa se encontra inserida (MOURA et al., 2014). Portanto, um bom sistema de governança corporativa pode fortalecer a empresa, reforçar as competências para enfrentar novos níveis de complexidade, ampliar bases estratégicas para a criação de valor e contribuir para que os resultados se tornem menos voláteis, aumentando a confiança dos investidores (PRADO et al., 2014).

### 3. METODOLOGIA

A pesquisa apresenta uma abordagem qualitativa, como meio de explorar e de entender o significado atribuído a um determinado problema. Este processo de pesquisa pode envolver questões e procedimentos emergentes, coleta de dados no ambiente dos participantes, análise de dados indutivamente indo de dados particulares para uma conclusão geral, interpretação dos significados dos dados e elaboração do relatório final com uma estrutura de redação flexível (CRESWELL, 2010).

Quanto aos objetivos, a pesquisa classifica-se como exploratória, pois é orientada para a descoberta e não tem a intenção de testar hipóteses específicas de pesquisa (HAIR JR. et al., 2005). Uma pesquisa exploratória tem como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições, sendo seu planejamento bastante flexível, possibilitando a consideração dos mais variados aspectos em relação ao fato estudado (GIL, 2002).

Como delineamento da pesquisa, optou-se pelo estudo de caso, método amplamente utilizado, principalmente nas Ciências Sociais, por permitir explicar as variáveis causais de determinados fenômenos contemporâneos (GIL, 2002; YIN, 2005). A classificação, quanto ao levantamento de informações prévias sobre o campo de interesse da pesquisa, pode ser definida como longitudinal. Nos estudos longitudinais os dados são coletados ao longo do tempo em períodos ou pontos especificados, buscando estudar a evolução ou as mudanças de determinadas variáveis, ou, ainda, as relações entre elas (SAMPIERI et al., 1991).

Quanto à técnica utilizada, o estudo apoia-se na pesquisa documental e na pesquisa bibliográfica. Na pesquisa documental a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denominam fontes primárias de dados, podendo ser obtidas as informações no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou então depois, enquanto, na pesquisa bibliográfica, caracterizada como fontes secundárias de dados, é possível analisar a bibliografia já tornada pública sobre o tema de estudo (MARCONI; LAKATOS, 2003).

A fim de se obter os subsídios necessários para a análise da destruição de valor ocorrida na Petrobras S.A., a pesquisa efetua uma revisão de trabalhos empíricos anteriores em que foram analisadas questões relacionadas a investimentos, endividamento, *value-based management* e governança corporativa na companhia. Os dados para análises e comentários realizados sobre a evolução do valor de mercado e do valor patrimonial, os investimentos realizados, o nível de endividamento e a política de dividendos, foram extraídos dos relatórios financeiros divulgados no período de 2001 a 2015, em especial o Relatório da Administração.

Informações adicionais em relação à cotação do barril de petróleo, depreciação da moeda real perante o dólar americano e cotação dos papéis negociados pela companhia na bolsa de valores brasileira e americana, foram extraídas de sites especializados como Nasdaq.com, Reuters e Google Finance, respectivamente. Além disso, consultas foram realizadas no noticiário econômico em busca de reportagens veiculadas que tenham feito algum tipo de menção sobre a destruição de valor ocorrida na Petrobras S.A.

#### 4. RESULTADOS

Indiscutivelmente a Petrobras é o grupo empresarial de maior relevância em termos de investimentos diretos e indiretos para o Brasil, de considerável capacidade tecnológica reconhecida internacionalmente e com um expressivo potencial multiplicador para a economia como um todo, consolidando-se como uma das cinco maiores empresas de petróleo do mundo na categoria *National Oil Companies (NOCs)* – Empresas de Petróleo com participação majoritária dos Estados Nacionais (BARBOSA, 2013).

Considerada uma petroleira pequena para os padrões internacionais em meados do ano de 2002, com um valor de mercado de aproximadamente R\$ 54,0 bilhões, seu valor chegou a alcançar ao final do ano de 2007 a expressiva cifra de R\$ 430,0 bilhões, ano do anúncio da descoberta do Pré-Sal, período a partir do qual a empresa deixa de ser uma petroleira de mercado emergente para uma das maiores do setor. Posteriormente, no ano de 2010, a empresa chega aos mercados globais de capital com uma ambição de captação de recursos em torno de USD 72,8 bilhões, mediante a emissão de ações no mercado internacional, e seu valor de mercado alcança neste mesmo ano a cifra de R\$ 380,0 bilhões.

Segundo Damodaran (2015), três principais fatores são capazes de explicar essa ascensão da Petrobras S.A., sendo: (i) a descoberta de grandes reservas de petróleo no Brasil no início da década passada, colocando a empresa entre as companhias com maiores volumes de reservas comprovadas para exploração, apesar de maiores custos envolvidos para sua produção; (ii) a forte alta do preço do petróleo no mercado internacional que chegou a ultrapassar USD 100.00 o barril, mantendo a exploração nos novos campos de reservas de petróleo descobertos no país como economicamente viáveis e possibilitando a redução dos elevados custos de exploração; e (iii) a queda do risco Brasil de um *default credit spread* de 14,34% em 2001 para 1,43% em 2010, indicando que o país poderia até atingir o nível de país quase desenvolvido.

Por outro lado, ao final do ano de 2014, o valor de mercado da empresa chegou a atingir aproximadamente R\$ 128,0 bilhões, o que gerou especulações no mundo inteiro entre

especialistas, analistas econômicos e pesquisadores da área de Óleo & Gás, quanto aos fatores que poderiam ter impactado os negócios da companhia. Seu valor de mercado continuou em queda, alcançando em 2015 o valor de R\$ 101 bilhões. A Figura 1, a seguir, apresenta a evolução do valor de mercado e do valor patrimonial da empresa, em bilhões de reais, entre o período de 2001 a 2015.

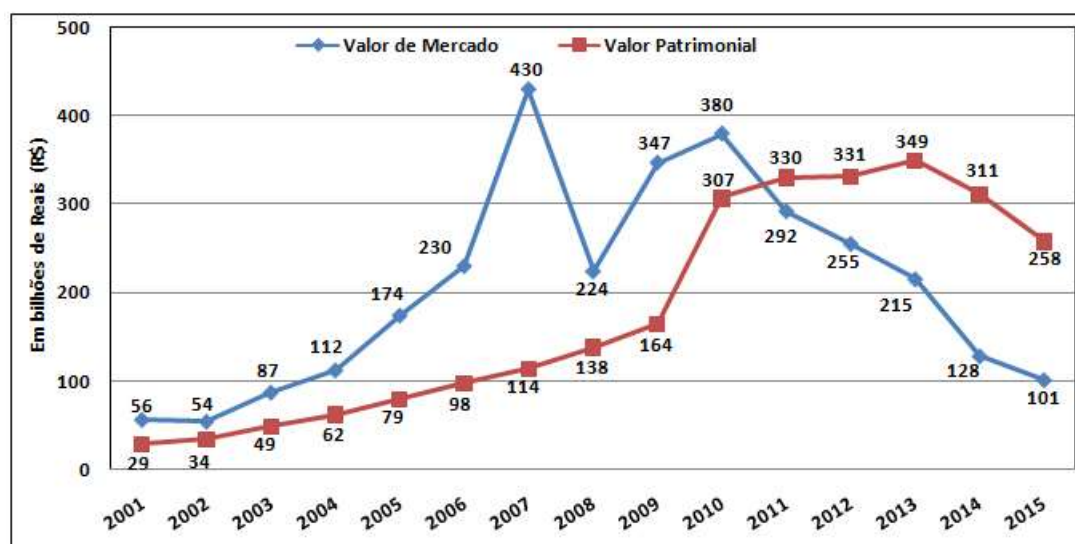


Figura 1 Evolução do Valor de Mercado e do Valor Patrimonial da Petrobras S.A.

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos Relatórios da Administração da Petrobras S.A.

Essa perda expressiva do valor de mercado da Petrobras S.A., que se acentua a partir de 2011 em relação ao seu valor patrimonial, está associada a alguns aspectos principais, como: (i) queda do preço do barril de petróleo no mercado internacional; (ii) excesso de confiança que levou à oferta pública de ações do Pré-Sal, podendo ter sido o gatilho para a queda do valor da empresa; (iii) emissão pelo governo federal de ações preferenciais, visando manter sua participação de 50% nas ações ordinárias para não perder o controle da empresa, contando ainda com o apoio de outras empresas estatais com mais de 11% de participação; (iv) desvalorização do Real perante o Dólar Americano; (v) composição de um conselho de administração com a missão de manter a estrutura de controle e proteger aos interesses do governo e da classe política a todo o custo, ignorando assim os representantes dos minoritários; (vi) constantes intervenções governamentais nas decisões da empresa; e (vii) envolvimento da empresa em investigações de escândalos políticos e casos de corrupção.

Más decisões estratégicas relacionadas a investimentos, financiamentos e distribuição de dividendos, também podem ser sinalizadas como sendo outros aspectos que contribuíram para a destruição de valor de mercado na companhia a partir de 2011, mesmo antes de ter ocorrido a queda do preço de cotação do barril de petróleo no mercado internacional. Dentre elas, podem

ser mencionadas: (i) investir primeiro e preocupar-se com os retornos apenas depois; (ii) ter foco no crescimento das operações, sem se importar com as margens de lucro; (iii) pagar dividendos elevados como se a empresa fosse exclusivamente uma empresa de serviços públicos; e (iv) fazer a captação de dinheiro para cobrir o *déficit* anual de caixa (DAMODARAN, 2015).

Entre os anos de 2006 a 2010, seguindo o plano estratégico da companhia, o objetivo era tornar a Petrobras S.A. uma das cinco maiores companhias integradas de energia do mundo até o ano de 2020. Portanto, investimentos relevantes foram realizados na expansão dos negócios englobando refino de petróleo, energias renováveis, entre outras operações, e na internacionalização da companhia por meio da aquisição de outras empresas.

O aumento nos gastos de capital e nos custos de exploração da empresa, estes bem acima da média das empresas do setor no período, principalmente em razão de viabilização, exploração e desenvolvimento do Pré-Sal entre os anos de 2009 a 2014, resultou na queda do retorno sobre o capital da empresa, mesmo com o preço do barril de petróleo apresentando uma cotação acima dos USD 100.00. A evolução dos investimentos realizados pela Petrobras S.A. entre os anos de 2003 a 2015 pode ser observada na Figura 2.

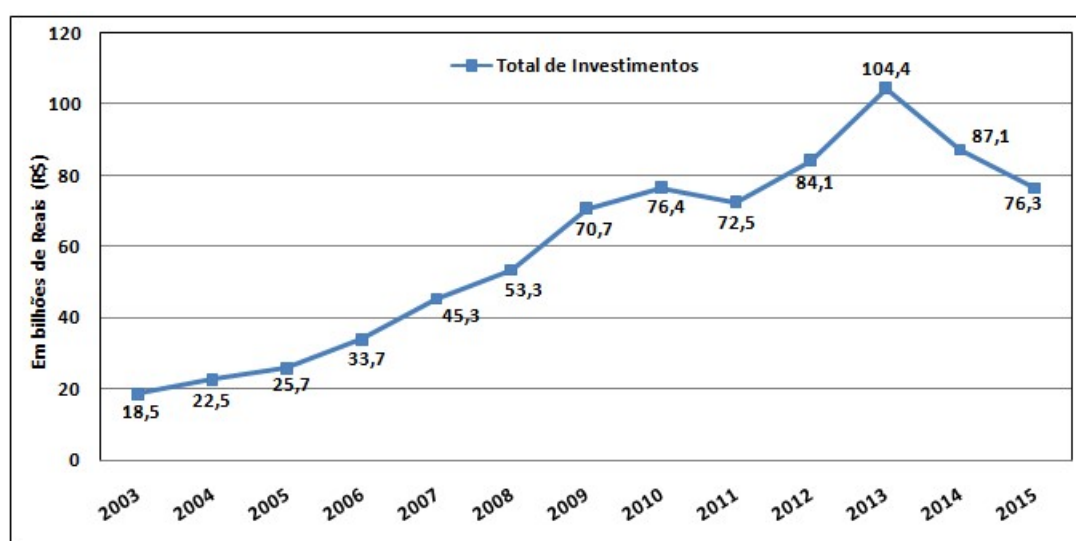


Figura 2 Evolução dos Investimentos realizados pela Petrobras S.A.

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos Relatórios da Administração da Petrobras S.A.

Para o financiamento das decisões de investimentos pela companhia, a captação de recursos se deu por meio da retenção de lucros, capital de terceiros obtido junto ao mercado bancário asiático e nacional, a renegociação de prazos de dívidas anteriormente contraídas e a emissão de ações – especialmente ações preferenciais para suprir suas necessidades de caixa.

A decisão de financiamento mediante a emissão de ações preferenciais para manter a estrutura acionária de voto na empresa, aumentou ainda mais a obrigatoriedade de distribuição regular de dividendos, decisão esta que pode ter sido considerada onerosa para uma companhia com planos estratégicos ambiciosos de crescimento no futuro.

Mesmo com uma captação de recursos por meio de ações preferenciais, a empresa ainda continuou mantendo elevados níveis de endividamento, especialmente por meio de operações de empréstimos bancários. A Figura 3, a seguir, evidencia a acentuada elevação do endividamento da empresa a partir do ano de 2009, chegando a atingir em 2015 o montante de R\$ 492,9 bilhões (sendo R\$ 435,5 bilhões a Longo Prazo e R\$ 57,4 bilhões a Curto Prazo), o qual pode ser considerado um dos maiores níveis de endividamento entre as empresas do setor de petróleo no mundo.

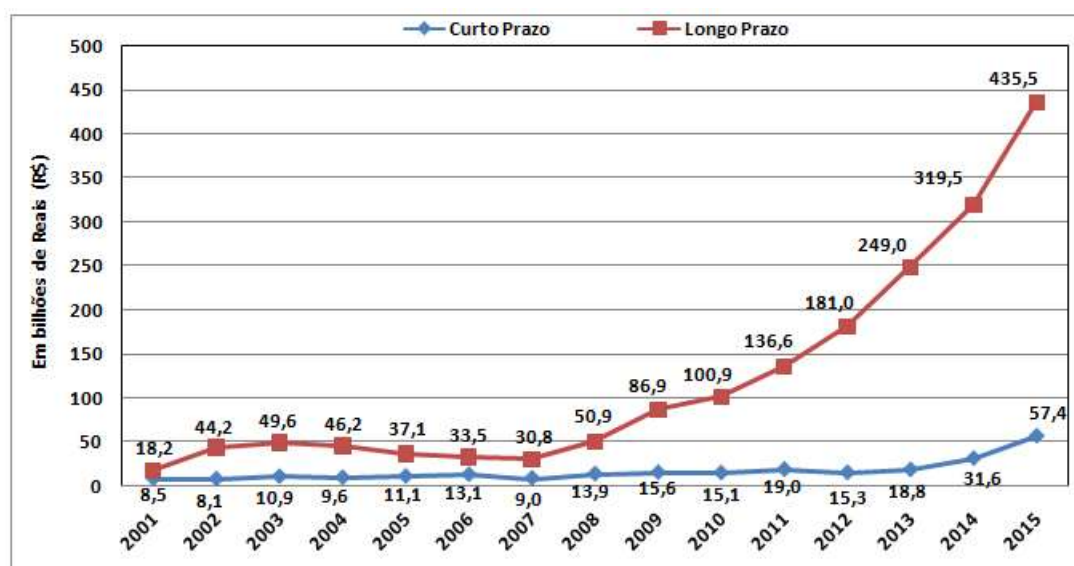


Figura 3: Evolução do Endividamento na Petrobras S.A.

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos Relatórios da Administração da Petrobras S.A.

Como consequência desse elevado endividamento, o custo de captação de recursos para a empresa seguiu uma trajetória de elevação, principalmente em razão do aumento do risco atribuído à empresa pelas agências de análise de riscos por meio de *ratings* de crédito. Em razão da fragilidade financeira apresentada pela empresa, seu Conselho de Administração decide pela suspensão do pagamento de dividendos em 2015, considerando-se a inexistência de lucros e com vistas a preservar o caixa da empresa que estava em torno de USD 25,6 bilhões.

Portanto, ao investir em excesso e crescer sem se preocupar com a rentabilidade; incorrer na obrigatoriedade de pagamento de mais dividendos quando as condições financeiras e econômicas da empresa não se mostravam favoráveis; seguir aumentando sua alavancagem

financeira com a captação de novos recursos por meio de operações de empréstimos e financiamentos bancários para cobrir *déficits* de caixa; e não se preocupar em mitigar ou diversificar a exposição aos riscos não sistêmicos; criaram-se perfeitas condições para a destruição de valor na Petrobras S.A.

Ademais, a exposição da empresa aos riscos sistêmicos também pode ter contribuído para o agravamento da destruição de valor na companhia. A queda do preço da cotação do barril de petróleo tipo Brent no mercado internacional acumulou perdas expressivas a partir do primeiro semestre de 2014, chegando a ser negociado abaixo de USD 40.00 o barril no início de 2016. Destaque-se que antes deste período, o valor de cotação mantinha-se acima dos USD 100.00, chegando a ser cotado próximo dos USD 125.00 o barril (NASDAQ.COM, 2016).



Figura 4: Cotação do Barril de Petróleo tipo Brent no período de 2011 a 2016.

Fonte: Nasdaq.com (2016)

O preço do barril de petróleo abaixo de USD 60.00 impactou diretamente os investimentos em projetos de extração menos econômicos da Petrobras S.A. Com relação ao preço das ações da empresa, a queda na cotação do barril de petróleo pode ter exercido pouca influência, uma vez que o mercado já precificava isso em seus papéis (DAMODARAN, 2015). A depreciação da moeda Real perante o Dólar Americano entre 2011 a 2016 (Figura 5) foi outro fator que também pode ter contribuído para a destruição de valor na Petrobras S.A.



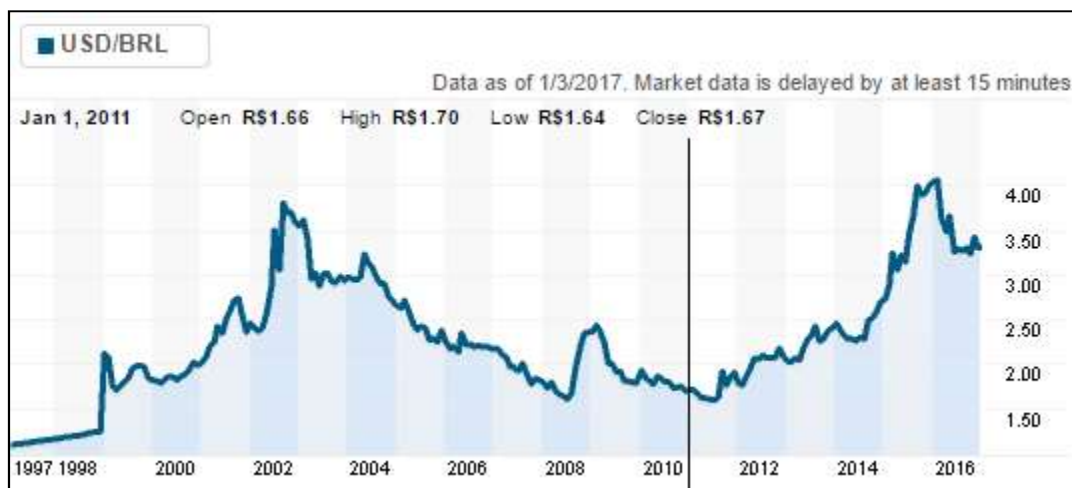


Figura 5 Depreciação do Real (R\$) perante o Dólar Americano (USD) entre 2011 a 2016.

Fonte: Reuters (2017).

Em razão do elevado nível de alavancagem financeira da companhia, com grande parte da dívida indexada ao dólar americano, a desvalorização do Real perante a moeda americana levou ao aumento de seu endividamento no período, alcançando no ano de 2014 o valor de R\$ 351,04 bilhões – um aumento de aproximadamente 31% em relação ao ano anterior que também pode ter contribuído para a destruição de valor na empresa.

Problemas relacionados à governança corporativa na empresa, por exemplo, a interferência governamental em sua gestão para atingir objetivos macroeconômicos (MOURA et al. 2014), seu uso como instrumento de obtenção da meta de *superávit* primário (BARBOSA, 2013) e sucessivos escândalos políticos e casos de corrupção que atingiram a companhia, são outros aspectos que também podem ter influenciado nesta destruição de valor.

A interferência governamental mediante o controle da política de preços dos combustíveis que se estendeu até o ano de 2014, com vistas a subsidiar os proprietários de veículos e auxiliar no posicionamento da inflação dentro da meta estabelecida pelo governo, impactou de forma negativa os resultados da empresa, consequentemente, na desvalorização de seu valor de mercado, pois a impossibilidade de repassar a elevação dos custos decorrentes da importação de gasolina ao preço praticado no mercado interno acabou comprometendo econômica e financeiramente o desempenho da empresa (MOURA et al., 2014).

Essa excessiva interferência governamental na gestão da empresa atendeu apenas aos interesses do Governo Federal, prejudicando os acionistas minoritários e demais *stakeholders*. Isso resultou em perda de legitimidade pela empresa em suas ações e decisões, criando, portanto, dificuldades para que as metas estabelecidas pudessem ser alcançadas. Tal aspecto é contrário



aos princípios de governança corporativa, causando impactos negativos sobre a reputação da empresa e afetando a relação da companhia com acionistas e demais *stakeholders*.

De certo modo, essa forma de expropriação de riqueza realizada pelo acionista controlador em detrimento dos demais *stakeholders*, ocasionou ao longo dos últimos anos grande desconforto entre empresa e acionistas, especialmente entre os acionistas minoritários, por contrariar interesses e afetar diretamente o preço das ações negociadas em Bolsa de Valores, consequentemente, contribuindo para a destruição do valor de mercado da companhia. Portanto, a insatisfação destes acionistas com os rumos adotados pela gestão da empresa refletiu sobre o valor das ações negociadas em Bolsa de Valores e no desempenho financeiro da companhia, o que acabou dificultando o acesso a recursos essenciais para a continuidade dos negócios.

Em razão disso, a partir de 2008, começa a destruição de valor na empresa, alcançando o preço dos papéis negociados pela companhia a mais acentuada cotação mínima no início de 2016, sendo: (i) PETR3 cotada a R\$ 6,31 em 12.02.2016; (ii) PETR4 cotada a R\$ 4,45 em 12.02.2016; (iii) ADR PBR cotada a USD 3,03 em 22.01.2016; e (iv) ADR PBR.A cotada a USD 2,10 em 22.01.2016 (GOOGLE FINANCE, 2016).

O envolvimento da empresa em investigações relacionadas a escândalos políticos e casos de corrupção e o fato de ter servido como máquina arrecadatória de recursos financeiros com o superfaturamento de obras, por si só já são aspectos suficientemente capazes de contribuir para a destruição de valor. Para Damodaran (2015), embora a corrupção possa ser considerada um mau investimento por proporcionar péssimos resultados aos acionistas de uma empresa, dada a estrutura de gestão montada para a administração da Petrobras S.A., a companhia estaria seguramente destinada à trajetória que se assistiu nos últimos anos.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste artigo pôde ser observado como a Petrobras S.A. esteve submetida nos últimos anos a más decisões estratégicas em relação a investimentos, financiamentos e distribuição de dividendos. A empresa se manteve excessivamente exposta a fatores relacionados a riscos sistêmicos e não sistêmicos, bem como, problemas de governança corporativa associados ao excesso de interferência governamental em sua gestão e a escândalos políticos e casos de corrupção. Todos esses aspectos, os quais contribuíram negativamente para a reputação da empresa no mercado financeiro e para a destruição de valor desencadeada sobre a companhia, foram abordados ao longo deste artigo.

Ao contrariar os fundamentos de finanças corporativas, um cenário de incertezas e de expectativas pouco favoráveis a respeito do futuro da companhia se materializou, principalmente a partir de 2010, refletindo diretamente na desvalorização do preço das ações negociadas pela empresa em Bolsas de Valores. Como o valor de uma ação negociada leva em conta as expectativas futuras em relação ao desempenho econômico e financeiro de uma empresa, para a Petrobras S.A. isso acabou pesando de forma desfavorável nos últimos anos, em razão da crise de reputação a que esteve submetida e do declínio deste tipo de negócio no cenário mundial, afastando o interesse de investidores privados ao redor do mundo.

Medidas estratégicas adotadas para recuperação do valor de mercado da empresa foram observadas a partir de 2015, iniciando-se com a troca da diretoria executiva na companhia; menor intervenção governamental nas decisões; criação de uma gestão profissionalizada com a indicação de nomes de representantes do Governo Federal para administração da empresa mais bem aceita pelo mercado financeiro; redução de novos investimentos e planos de desinvestimentos para ativos que não pertencem ao *core business* da empresa; redução dos níveis de endividamento com acionistas e Instituições Financeiras; cortes significativos de despesas e redução de custos na companhia; e adoção de uma política de preços mais transparente, deixando de lado a prática de preços subsidiados, entre outras medidas.

Em razão disso, o valor de mercado da Petrobras S.A. já tem mostrado sinais de recuperação para o investidor no ano 2016, o qual, segundo dados do Google Finance (2016), se manteve próximo de USD 62,40 bilhões. A redução de alguns riscos macroeconômicos no país a partir do 2º semestre de 2016, o afastamento definitivo da ex-Presidente, a suavização dos efeitos dos riscos sistêmicos sobre a empresa e a adoção de medidas de combate à corrupção, são também outros aspectos que têm favorecido este cenário de recuperação do desempenho operacional, econômico e financeiro da companhia.

As limitações deste artigo estão relacionadas à própria natureza da pesquisa realizada, a qual é de abordagem qualitativa, ao período contemplado nas análises, este delimitado entre 2010 a 2015, e à análise dos fundamentos de finanças corporativas, estes relacionados com decisões de financiamentos, investimentos, distribuição de dividendos, riscos e governança corporativa, os quais foram determinantes para a destruição de valor na Petrobras S.A.

Para pesquisas futuras, recomenda-se: (i) analisar, de forma pormenorizada, as políticas financeiras adotadas pela Petrobras S.A. durante o período de destruição de valor e as novas medidas estratégicas tomadas para recuperação do valor de mercado da empresa a partir de 2015; (ii) analisar o sistema de governança corporativa e as medidas adotadas para mitigar os problemas de governança ocorridos na companhia que contribuíram para sua destruição de

valor; e (iii) examinar os riscos sistêmicos e riscos não sistêmicos a que estão expostas empresas como a Petrobras S.A. e que podem impactar na gestão de valor da empresa.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. A dinâmica das decisões financeiras. **Caderno de estudos** – FIPECAFI, São Paulo, v. 16, p. 9-25, jul./dez. 1997.

\_\_\_\_\_. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BARBOSA, P. O endividamento da Petrobras com o BNDES no período pós-2008 e impactos contábeis e econômico-financeiros. Rio de Janeiro. **TD n. 36**. FGV/IBRE, 2013. 65p.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 4. ed. Boston: Pearson Addison-Wesley, 2005.

CORREIA, L. F. **Um índice de governança para empresas no Brasil**. 2008. 269f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

\_\_\_\_\_.; AMARAL, H. F. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. **Revista de gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 43-55, jan./mar. 2006.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.

DAMODARAN, A. How low can you go? Doing the Petrobras Limbo! **Musings on markets**, fev. 2015. Disponível em: <<http://aswathdamodaran.blogspot.com.br/2015/02/how-low-can-you-go-doing-petrobras-limbo.html>>. Acesso em: 1 maio 2015.

DONALDSON, T.; PRESTON L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. **Academy of management review**, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOOGLE FINANCE. **Petróleo Brasileiro S.A.** Disponível em: <<https://www.google.com/finance?ei=suJnWMmgF8GredDwtqgE>>. Acesso em: 30 dez. 2016.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Financial markets and corporate strategy**. 3rd ed. New York: The McGraw-Hill Companies, 2002.

HAIR JR, J. F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LIMA, F. G. **Análise de riscos**. São Paulo: Atlas, 2015.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista de contabilidade e finanças – USP**, São Paulo, n. 40, p. 52-66, 2006.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MEGLIORINI, E.; VALLIM, M. A. **Administração financeira: uma abordagem brasileira**, São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

MOURA, F. V. et al. Conflitos de agência, legitimidade e o discurso sobre governança corporativa: o caso Petrobras. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 11, 2014, São Paulo. **Anais...** São Paulo, USP, 2014. 15p.

NASDAQ.COM. The NASDAQ stock market. **Crude oil brent:** latest price & chart for crude oil brent. New York. Disponível em: <<http://www.nasdaq.com/markets/crude-oil-brent.aspx?timeframe=6y>>. Acesso em: 31 dez. 2016.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (2016). **Corporate governance**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/>>. Acesso em: 15 maio 2016.

PADOVEZE, C. L. **Introdução à administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

\_\_\_\_\_.; BERTOLUCCI, R. G. **Gerenciamento de risco corporativo em controladoria**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

PETROBRAS. **Relatórios Anuais:** Relatórios de Administração, 2016. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/relatorios-anuais/relatorio-de-administracao>>. Acesso em: 5 jan. 2017.

PRADO, E. V. et al. Gerenciamento de riscos: prática essencial para a boa gestão financeira. **Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep**, Piracicaba, v. 1, n. 1, p. 48-67, jul/dez. 2014.

REUTERS. **Currencies Quote:** Currency Converter – Currencies Chart US Dollar (USD)/Brazil Real (BRL), 2017. Disponível em: <<http://www.reuters.com/finance/currencies/quote?srcAmt=1.00&srcCurr=USD&destAmt=&destCurr=BRL>>. Acesso em: 3 jan. 2017.

ROSS, S. A. et al. **Administração Financeira**. Versão brasileira de Corporate Finance. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

SAMPIERI, R. H. et al. **Metodología de la Investigación**. México: McGraw-Hill, 1991.

SANTOS, J. O. **Valuation, um guia prático:** metodologias e técnicas para análise de investimentos e determinação do valor financeiro de empresas. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_.; XAVIER, M. Análise da relação entre o preço de mercado das ações ordinárias e as políticas de investimento, financiamento e dividendos – Um estudo de caso da Petrobras, da Companhia Brasileira de Distribuição, do Bradesco e da Walmart. **Gestão e Regionalidade**, v. 25, n. 75, p. 91-104, 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. LII, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 2002. 152f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2002.

SOUSA, A. F.; ALMEIDA, R. J. **O valor da empresa e a influência dos stakeholders**. São Paulo: Saraiva, 2006.

TURNBULL, S. Corporate Governance: Its scope, concerns & theories. **Corporate Governance An International Review**, United States of America, Wiley Online Library. v. 5, n. 4, p. 180-205, 1997.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Tradução Daniel Grassi; Consultoria, Supervisão e Revisão Técnica Cláudio Damacena. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.