



## 5 Contrapontos para Entender a Estratégia da Atual Direção da Petrobrás

AEPET\*, julho de 2020

A Associação dos Engenheiros da Petrobrás (AEPET) analisa, ponto a ponto, o documento “5 Pontos para Entender Nossa Estratégia” apresentado pela atual Direção da Petrobrás no blog Fatos e Dados. (1)

### 1) “Foco no aumento do retorno em nossa base de ativos”

A alta administração da Petrobrás argumenta:

“A Petrobras que está sendo planejada é uma empresa em crescimento, com foco em exploração e produção em águas profundas e ultra profundas, com uma dívida sustentável, com excelência operacional no refino, gás e energia e posicionada para maior criação de valor econômico. Precisamos focar nas atividades e nos ativos que proporcionam maiores retornos e menores riscos. Buscamos esse foco tanto por meio de uma gestão ativa de nosso portfólio quanto por adequações na forma como conduzimos nosso negócio (por exemplo: incessante busca por custos competitivos).” (1)

A direção alega que o foco em exploração e produção se justificaria por gerarem maiores retornos e menores riscos. A pergunta que precisa ser feita é: **Para qual preço do petróleo?**

As maiores petrolíferas internacionais são integradas desde a exploração e produção, ao refino, transporte, comercialização, distribuição e petroquímica. Muitas com presença na produção de biocombustíveis, das energias potencialmente renováveis e de energia termoelétrica. A integração se justifica porque garante a geração de caixa diante da inevitável variação dos preços do petróleo.

Quanto menor o grau de integração, maior a exposição de uma petroleira à choques de oferta, que derrubam o preço, destruindo a lucratividade da atividade de Exploração e Produção (E&P), conforme observado nos anos de 2015, 2016 e no primeiro semestre de 2017. Durante esses 30 meses de preços moderados do petróleo, os balanços trimestrais da indústria internacional apresentaram prejuízos bilionários do segmento de E&P,



enquanto os lucros extraordinários do refino, transporte e comercialização garantiram a resiliência das petroleiras integradas.

**O somatório do lucro operacional do Abastecimento da Petrobrás nos anos de 2015, 2016 e 2017 registrou US\$ 23,7 bilhões, em valores corrigidos para 2018, enquanto o E&P obteve US\$ 9,4 bilhões no mesmo período, quando o preço do petróleo médio foi de US\$ 52,68 por barril.**

Em síntese, a privatização de refinarias, terminais, dutos e distribuidora traz prejuízos muito mais graves à resiliência e sobrevivência da Petrobrás, na conjuntura de preços relativamente moderados de petróleo, do que presumíveis benefícios pela redução dos gastos com juros decorrentes da antecipação da redução da sua dívida. (2)

O comunicado da Petrobrás segue:

“As descobertas no pré-sal estão entre as mais importantes da indústria nas últimas décadas. O pré-sal é caracterizado por grandes acumulações de óleo leve, de excelente qualidade e com alto valor comercial. É nessa área que temos reconhecimento internacional por nossa presença, capacidade técnica e tecnologia desenvolvida. Esta realidade nos coloca em uma posição privilegiada frente à demanda de energia mundial. Precisamos aproveitar. Vamos concentrar esforços nesses ativos de E&P que somos donos naturais.” (1)

A nota da direção da Petrobrás desqualifica a atuação da companhia nos segmentos que permitem sua verticalização e agregam valor ao petróleo cru. O argumento falacioso aponta que a Petrobrás seria natural e geneticamente ineficiente no Refino, Transporte Comercialização, Distribuição e no processamento de Gás Natural, por exemplo, e assim se poderia justificar as privatizações nestes segmentos onde a Petrobrás não seria “dona natural”.

Vamos aos verdadeiros fatos e dados:

O custo de refino médio da Petrobrás varia em torno de US\$ 2,40 por barril processado. O custo do parque de refino do Golfo do México nos Estados Unidos, no período 2015 – 2018, foi de US\$ 4,70 por barril. Para o parque de refino da Costa Leste dos Estados Unidos (outra referência internacional) o custo de refino foi de US\$ 5,50 por barril.



Em 2018 a margem bruta do refino no Brasil foi de US\$ 15 por barril (4T18). No Golfo dos Estados Unidos (USGC) a margem foi de US\$ 10 por barril de refino a partir de petróleo pesado. Ou seja, o parque de refino da Petrobrás obteve lucratividade acima de refinarias típicas de alta complexidade do parque de refino de maior competitividade do mundo.

Na Europa e em Cingapura o refino mais complexo (tipo HCC) obteve margem bruta de US\$ 8 por barril processado.

A comparação internacional dos custos para o processamento do petróleo nas refinarias e de suas margens de resultados brutos demonstram que as refinarias da Petrobrás, integradas vertical e nacionalmente, são muito eficientes.

Entre 2010 e 2018, a geração de caixa (EBITDA ajustado) do segmento de Gás e Energia da Petrobrás foi de US\$ 15,5 bilhões e o lucro operacional foi de US\$ 8,8 bilhões.

A Petrobrás desenvolveu consumidores para o gás natural e investiu na construção de milhares de quilômetros de gasodutos nas malhas do Sudeste (NTS) e Nordeste (TAG). (3)

Voltemos ao comunicado da direção da Petrobrás:

“O momento de investir em E&P é agora. No futuro, outras fontes de energia podem ser mais rentáveis que o petróleo. Então, para maximizar o valor dessa produção, precisamos agir hoje.

Não temos preferência por localização geográfica: vamos onde o petróleo e a criação de valor estiver. As nossas melhores oportunidades estão no mar, em água profundas e ultraprofundas.” (1)

As fontes primárias de origem fóssil - carvão, petróleo e gás natural - responderam por 80,2% da demanda total em 2000. Em 2017, a participação dos fósseis se elevou para 80,8%.

A participação das energias de origem fóssil na demanda de energia mundial se manteve estável nos últimos 25 anos. É improvável que percam importância relativa nas próximas décadas, considerando sua qualidade (flexibilidade, facilidade de uso, densidade energética e confiabilidade) e quantidade (disponibilidade), em comparação com as demais fontes primárias de energia. (4)



São contraditórios os argumentos relativos às boas perspectivas futuras das energias de origem potencialmente renováveis, ao se constatar a decisão da atual administração da companhia de sair dos segmentos de produção dos biocombustíveis: etanol e biodiesel. Além da divulgação do processo de privatização da sua subsidiária integral deste segmento, a Petrobrás Biocombustível (PBIO). (5)

## **2) “Redução do endividamento, do custo do capital e aumento da resiliência”**

O comunicado da Petrobrás segue assim:

“Nossa dívida é muito superior às de outras empresas do setor. Isso leva a um alto pagamento de juros, o que tornam ainda mais desafiadores para a Petrobras os períodos de preços baixos do Brent. Como regra geral, empresas de commodities não devem ter dívida elevada já que são mais suscetíveis aos ciclos econômicos e à elevada volatilidade dos preços de venda dos seus produtos. Precisamos pelo menos igualar nossa dívida às das demais empresas do segmento para reduzir o nosso custo de capital e competir em pé de igualdade.

Quanto menor for nossa dívida, mais atrativas serão nossas condições de crédito (ver Figura acima), aumentando assim o potencial de retorno de nossos projetos de investimento. Já adotamos um regramento para seleção de investimentos no qual todos os projetos têm que apresentar criação de valor inclusive no cenário de resiliência. Dessa forma, todo o nosso planejamento foi construído com o objetivo de nos preparar para os momentos em que o preço do Brent não fosse favorável. Nossos projetos são resilientes” (1)

A vulnerabilidade aos preços baixos do petróleo é decorrente da desintegração vertical das petrolíferas que focam em Exploração e Produção e não agregam valor ao petróleo cru que produzem, através dos segmentos de Refino, Transporte, Comercialização, Distribuição e Petroquímica.

O endividamento é resultado do empréstimo de recursos de terceiros para alavancar investimentos e aumentar a produção no desenvolvimento da província do pré-sal e na agregação de valor ao petróleo cru.



Se os juros de US\$ 7 bilhões anuais são equivalentes a 1 sistema de produção de 150 mil barris por ano, a dívida bruta de US\$ 101 bilhões é equivalente a instalação de 14 sistemas de produção. Seriam necessários 14 anos economizando com o não pagamento de juros para instalar o número de sistemas que se pôde antecipar com esses recursos de terceiros.

Com a alavancagem por recursos de terceiros foi possível a antecipação dos investimentos a partir dos quais foram gerados empregos, pagos impostos e foi antecipado o aumento da produção e da geração de caixa da Petrobrás.

A participação da Petrobrás no desenvolvimento do campo de Lula, na Cessão Onerosa e nos cinco primeiros leilões de partilha do pré-sal foi potencializada pelo acesso aos recursos de terceiros e endividamento.

### **Falácia da privatização para redução da dívida da Petrobrás**

As reduções da dívida e da alavancagem da Petrobrás têm sido utilizadas como pretexto para a privatização dos ativos da companhia.

Desde 2016 afirmamos que não é necessário vender ativos para administrar e reduzir a dívida da Petrobrás. (6)

A Petrobrás reduziu sua dívida líquida de US\$ 115,4 para US\$ 69,4 bilhões e sua alavancagem (dívida líquida / EBITDA ajustado) de 4,25 para 2,20, entre o final de 2014 e de 2018.

Nesse mesmo período de quatro anos, a Petrobrás vendeu ativos no valor de US\$ 18,72 bilhões. Deste total, os valores efetivamente recebidos em caixa totalizaram US\$ 11,81 bilhões.

Esta dívida poderia ser reduzida, mesmo sem a entrada no caixa dos US\$ 11,81 bilhões. Na realidade, as privatizações tiveram influência pouco relevante na redução do endividamento líquido da companhia.

Limitou-se a 25,65% da redução da dívida líquida, entre 2015 (final de 2014) e 2019 (final de 2018), que pode ser atribuída a venda de ativos. Cerca de três quartos (74,35%) da redução da dívida teve origem na geração operacional de caixa da Petrobrás. (7)



## **Relação entre endividamento e custo de capital**

A alta administração argumenta que seria necessário reduzir a dívida para diminuir o custo de capital da Petrobrás.

Em 2014, o endividamento da Petrobrás era de US\$ 132,1 bilhões e a taxa média dos financiamentos de 5,6% ao ano. Em 2018, a dívida foi reduzida para US\$ 84,4 bilhões e taxa se elevou para 6,1% ao ano.

Não existe evidência de relação de causa e efeito entre redução do endividamento e diminuição do custo de capital. Outros fatores determinam a disponibilidade de recursos e seus custos, como por exemplo a perspectiva de crescimento e de lucratividade da companhia, além das condições econômicas do Brasil e do mundo. (8)

### **3) “Gestão ativa do nosso portfólio viabilizando grandes investimentos”**

O comunicado segue assim:

“A gestão ativa de portfólio com desinvestimento é uma ferramenta para execução da estratégia da Petrobras. O desinvestimento ajuda a reduzir o endividamento e a financiar investimentos nas operações que geram mais valor. O maior foco dos investimentos será a área de Exploração e Produção, que receberá 85% dos US\$ 76 bilhões que a empresa planejou investir entre 2020 e 2024. A Petrobras também continuará com participação relevante no refino nacional (50%), nas operações logísticas da indústria e na produção e comercialização de parcela significativa do gás nacional. Nosso valor de investimento será mais que o dobro do que a companhia estima receber com os desinvestimentos no período (20-24).” (1)

Entre 2009 e 2014 a Petrobrás investiu cerca de US\$ 300 bilhões (em valores atualizados), média anual de US\$ 50 bilhões. Entre 2020 e 2024, o planejamento da Petrobras projeta investimento médio anual de US\$ 15 bilhões (PNG 2020-2024). (8)

Como já foi dito, a maior rentabilidade alegada do segmento de Exploração e Produção depende do preço internacional do petróleo cru. O foco neste segmento traz riscos empresariais desnecessários para a Petrobrás e é prática incomum entre as maiores petrolíferas do mundo que preservam



atuação integrada, com capacidades de Refino, Transporte, Comercialização e Distribuição iguais ou superiores às suas capacidades de produção de petróleo cru.

#### **4) “Adequação de custos corporativos”**

Ainda do comunicado.

“Assim como a nossa dívida, nossas despesas corporativas são superiores a de nossos pares... Reduzir nossas despesas corporativas já era uma meta que estávamos perseguindo. O programa de desligamento voluntário, os cortes de despesas, como publicidade e patrocínio, e a otimização do uso de prédios administrativos são algumas iniciativas em andamento que já contribuíram para a redução de custos em 2019. Em 2020, planejamos reduzir em 15% os gastos corporativos (custos e despesas, excluindo-se matéria-prima) e em 10% os custos de forma geral. Estamos também capturando oportunidades de redução de custos decorrentes do processo de gestão de portfólio. Frente aos desafios impostos pela recente retração na demanda em decorrência da pandemia implementamos novas medidas que contribuirão para a redução dos custos e preservação do caixa. Ajustamos nossa produção hibernando algumas plataformas que não apresentam condições econômicas para operar com preços baixos de petróleo e são ativos em processos de venda, postergamos pagamento de dividendos e de remuneração variável referente à 2019, estamos renegociando grandes contratos com fornecedores e ajustando a remuneração por funções gratificadas de nossos gestores. Tudo isso para preservar nossa companhia neste cenário de baixíssima demanda mundial por combustíveis e por petróleo.” (1)

O controle deste tipo de gasto é preocupação constante em todas as empresas, trata-se de uma obrigação, não tem caráter estratégico.

Adequação de gastos corporativos é prática rotineira e gradual com a evolução dos negócios. Mudanças profundas só acontecem quando a estrutura da empresa é modificada radicalmente. A possível necessidade de redução significativa das despesas corporativas é provocada por modificação estrutural. O que precisa ser explicado são os motivos para a referida modificação estrutural.



Algumas questões não tratadas são: qual a importância dos Custos Corporativos em relação aos Custos Totais? Em termos de Custos Totais qual a posição relativa da Petrobrás? Entre os Custos Corporativos quais são os mais relevantes? Qual o peso da superestrutura administrativa em relação aos custos operacionais? Para que se saiba se a direção corta os custos onde deveria.

Na indústria onde a matéria prima é tão relevante quanto a do petróleo, chega a representar mais de 4/5 do total dos custos dos produtos, o que significa reduzir custos administrativos?

A experiência de quase toda atual alta direção da companhia, presidente e conselheiros de administração, na área de serviços, a torna limitada para entender a profunda diferença existente na avaliação entre os custos de uma empresa de petróleo e de um banco.

A atual direção da Petrobrás tenta justificar a necessidade de redução dos gastos corporativos apresentando a relação destes gastos com a receita em diversas petrolíferas, em 2019.

Nenhuma explicação detalhada é fornecida sobre como os números foram apurados. Trata-se apenas SG&A/Receita somada dos segmentos. Qual a discriminação dos gastos chamados SG&A?

A receita é a receita total da empresa? É receita bruta ou receita líquida?

Em 2015 a receita líquida da Petrobrás foi de US\$ 97,3 bilhões e em 2019 foi de US\$ 76,6 bilhões. Portanto uma queda de 21% no período.

A Shell, por exemplo, em 2015 registrou receita líquida de US\$ 264,9 bilhões e em 2019 de US\$ 344,9 bilhões. Portanto um crescimento de 30% no período.

Em 2016 a Shell comprou a BG que tinha posição privilegiada no pré-sal brasileiro, dispendendo cerca de US\$ 70 bilhões. Excelente negócio que proporcionou crescimento de suas receitas, lucros e geração de caixa.

Já a Petrobrás em 2016 implantou uma nova política de preços chamada de Preço Paritário de Importação-(PPI) que resultou na perda de mercado, e na ociosidade de suas refinarias, de até 30%. Além disto, em 2019, transferiu para terceiros o controle da BR Distribuidora, perdendo mais de 10% de sua receita.



Estas foram as recentes modificações estruturais da Shell e da Petrobrás. As mudanças implantadas pelas recentes e a atual alta direção da Petrobrás reduzem sua capacidade de agregar valor ao petróleo cru e comprometem suas receitas de vendas e resultados operacionais. Esta reestruturação pode demandar cortes nas despesas corporativas, no entanto o mais importante é que transferem a renda petrolífera da Petrobrás e do Brasil para as multinacionais estrangeiras.

### **5) “Manutenção da estratégia de longo prazo de ser a melhor em geração de valor”**

A atual administração da Petrobrás conclui a tentativa de justificar sua estratégia.

“Vamos continuar monitorando o cenário de forma a garantir que continuemos nossas atividades de forma sustentável. Nesse sentido, o plano estratégico não deve se alterar substancialmente com respeito a estratégia de longo prazo. Em qualquer tempestade, é preciso que o barco faça ajustes em sua rota, mas permaneça firme em sua trajetória para chegar ao seu destino. Continuamos mantendo a nossa consistência. A Petrobras já venceu várias crises e vencerá mais essa. Os cinco pilares que sustentam nossa estratégia permanecem: maximização do retorno do portfolio, redução do custo de capital, busca incessante por custos baixos, meritocracia e respeito às pessoas, meio ambiente e segurança.” (1)

O que precisamos efetivamente é tratar dos **objetivos e da eficiência das petrolíferas, em especial das estatais.**

A avaliação da eficiência das estatais deve considerar seus objetivos sócio econômicos:

- 1- Segurança e autossuficiência energética nacional,
- 2- Redução dos custos de abastecimento,
- 3- Maior recuperação e reposição de reservas,
- 4- Apropriação pelo Estado de maior fração da renda petroleira,
- 5- Acesso às informações de investimentos e operacionais para maior eficiência tributária e regulatória do setor,



6 - Garantia de vantagens geopolíticas ao Estado por dispor do petróleo em suas relações internacionais e

7 - Desenvolvimento nacional resultante das políticas de investimento com conteúdo local, bem como em pesquisa e desenvolvimento tecnológico, com a resultante geração de empregos e soberania tecnológica.

Vê-se que é diferente da avaliação da eficiência das petrolíferas controladas pelo capital privado que deriva da geração de valor para os acionistas, expressa pela relação entre o pagamento de dividendos e o preço das ações e/ou pela simples valorização do preço das ações no mercado.

As comparações da eficiência, entre as petrolíferas estatais e destas com as petrolíferas de capital privado, devem ponderar a complexidade dos objetivos perseguidos pelas estatais, em comparação com a simples maximização do retorno aos acionistas sobre o capital aplicado, que é a perseguida pelas companhias privadas.

Em suma, o desempenho de uma estatal deve ser medido com referência à sua função objetivo, e não a partir do objetivo das companhias privadas. A aceleração das vendas dos ativos da Petrobrás é resultado de decisão puramente ideológica, não tem coerência com as tendências da indústria internacional e não se justificam diante da realidade empresarial e financeira da companhia e de sua condição de estatal. (9)

**\* Associação dos Engenheiros da Petrobrás (AEPET)**

<https://aepet.org.br/w3/>

Julho de 2020

## Referências

1. **Petrobras.** *5 Pontos para Entender Nossa Estratégia.* 2020.
2. **AEPET.** *Importância do Refino, do Transporte e da Distribuição do Petróleo e de seus Derivados para o Brasil e a Petrobrás.* 2019.
3. **Coutinho, Felipe.** *Castello Branco desqualifica segmentos de Refino e Gás Natural da Petrobrás com argumentos falaciosos.* 2020.



4. —. *Brasil e o ciclo extrativo do petróleo - Nova colônia em pleno século 21*. 2019.
5. **Petrobras**. *Petrobras divulga teaser para venda da Petrobras Biocombustível*. 2020.
6. **Coutinho, Felipe e Assis, José Carlos de**. *Existe alternativa para reduzir a dívida da Petrobrás sem vender seus ativos*. 2016.
7. **AEPET**. *A falácia da privatização para redução da dívida da Petrobrás - Avaliação econômico-financeira da influência das privatizações na redução da dívida da Petrobrás*. 2019.
8. **Coutinho, Felipe**. *Castello Branco usa dívida e pagamento de juros para tentar justificar privatizações e redução dos investimentos da Petrobrás*. 2020.
9. —. *Direção da Petrobrás acelera na contramão com privatizações*. 2019.
10. **Branco, Roberto Castello**. *Palestra na Comissão de Infraestrutura do Senado de Roberto Castello Branco*. Agosto de 2019.
11. **Petrobras**. *Central de Resultados*.
12. **Oliveira, Cláudio e Coutinho, Felipe**. *O Mito da Petrobrás Quebrada*. 2017.