

Insper

GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Thomas Georg Grübber

Um Estudo dos Impactos da Operação Lava Jato na Petrobras

São Paulo

2018

THOMAS GEORG GRÜBBER

Um Estudo dos Impactos da Operação Lava Jato na Petrobras

Trabalho de Conclusão de Curso para
graduação em Ciências Econômicas
no INSPER.

Orientadora: Camila Boscov

São Paulo

2018

Grübber, Thomas Georg
Um Estudo dos Impactos da Operação Lava Jato
na Petrobras
Thomas Georg Grübber – São Paulo, 2018

Monografia para Graduação em Ciências Econômicas –
Insper, 2018
Orientador: Camila Boscov

1. Lava-Jato 2. Petrobras 3. Impactos contábeis
4. Demonstrações financeiras

I. HOOG, Wilson; LOPES DE SÁ, Antonio II. Corrupção,
fraude e contabilidade, 2012

THOMAS GEORG GRÜBBER

Um Estudo dos Impactos da Operação Lava Jato na Petrobras

Trabalho de Conclusão de Curso para
graduação em Ciências Econômicas
no INSPER.

Data de Aprovação: __/__/____

Banca Examinadora

Camila Boscov

Professora Doutora em Controladoria e Contabilidade - USP
INSPER

Adriana Bruscato Bortoluzzo

Professora Doutora em Estatística - USP
INSPER

Ricardo Humberto Rocha

Professor Doutor em Administração - USP
INSPER

DEDICATÓRIA

Dedico esse estudo à minha Oma, Senta Berns, que me inspirou a cursar Economia e me apoiou nas minhas escolhas. Uma mulher incrível, que sempre se dedicou a aprender mais, seguir seus sonhos e a nunca desistir, me fazendo admirar, cada vez mais, sua determinação e inúmeras conquistas.

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, Camila Boscov, por todo apoio e tempo dedicado durante este último ano no Insper. Sou grato por ter tido a oportunidade de ser seu aluno.

Aos examinadores, Professora Doutora Adriana Bortoluzzo e Professor Doutor Ricardo Rocha, obrigado pelo valioso tempo dedicado ao meu estudo.

À minha mãe e minha avó, que estão sempre comigo, me encorajando a superar os desafios e me inspirando cada dia mais.

Ao meu pai, pelo apoio e confiança que sempre teve em mim.

Meus sinceros agradecimentos.

RESUMO

Esse estudo acadêmico tem como objetivo estudar quais os impactos contábeis que a Operação Lava Jato causou na Petrobras, seguido pela análise das medidas tomadas por seus executivos e estudo de seus resultados.

Para tal, será realizada uma análise das Demonstrações Financeiras da Petrobras, de modo a identificar alterações em seus métodos contábeis e destacar os impactos gerados ao longo das investigações. Também serão observadas as mudanças de práticas e padrões de Governança Corporativa, relacionados com os impactos gerados sobre a Diretoria Executiva e Conselho de Administração.

Ao final desse trabalho, será possível concluir que, inicialmente, houve impactos contábeis negativos na Petrobras, mas que resultaram em diversas mudanças positivas, tanto financeiras quanto relacionadas à Governança Corporativa e gestão de recursos, auxiliando na retomada de uma das maiores petrolíferas do mundo.

Palavras-chave: 1. Lava-Jato; 2. Petrobras; 3. Impactos Contábeis; 4. Demonstrações Financeiras

ABSTRACT

The objective of this academic study is to analyze the accounting impacts that the Car Wash Operation caused on Petrobras, followed by the analysis of the measures taken by its executives and its outcomes.

In order to achieve this objective, Petrobras' Financial Statements will be analyzed, so that the changes in the accounting methods can be observed and its impacts identified. In addition, modifications in Corporate Governance standards and practices related to the investigations' impacts on the Executive Directors and Board of Directors will be deeply studied.

At the end of this academic study, it will be possible to conclude that, initially, there were negative accounting impacts on Petrobras. However, they have resulted in several positive changes, either financial or related to Corporate Governance and resources management, supporting the rebound of one of the world's largest oil companies.

Keywords: 1. Lava-Jato; 2. Petrobras; 3. Accounting Impacts; 4. Financial Statements

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Receita por Unidade de Negócio

Gráfico 2 – Dívida Líquida / EBITDA

Gráfico 3 – Endividamento Bruto

Gráfico 4 – Índice de Cobertura de Juros

Gráfico 5 – Câmbio Histórico BRL / USD

Gráfico 6 – Histórico do Preço da Ação e Ibovespa

Gráfico 7 – Histórico de Recomendação de Analistas

TABELAS

Tabela 1 – Objetivos x Métodos de Análise

Tabela 2 – Despesas com Impairment – resultados trimestrais

Tabela 3 – Despesas com Impairment – resultados anuais

Tabela 4 – Gastos Adicionais Capitalizados Indevidamente – 3T14

Tabela 5 – Gastos Adicionais Capitalizados Indevidamente – descritivo

Tabela 6 – Histórico de Despesas Tributárias

Tabela 7 – Dividendos

Tabela 8 – Diretoria Executiva e Conselho de Administração

Tabela 9 – Ativos classificados como mantidos para venda

Tabela 10 – Investimentos em áreas de negócios

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| 1. Introdução | 12 |
| 2. Revisão de Literatura | 15 |
| 3. Metodologia | 18 |
| 4. Resultados Finais | 21 |
| 4.1. Análise das Demonstrações Financeiras | 21 |
| 4.1.1. Despesas com Impairment | 21 |
| 4.1.2. Baixa de Gastos Adicionais Capitalizados Indevidamente | 23 |
| 4.1.3. Endividamento, Despesas Financeiras e Variações Cambiais | 25 |
| 4.1.4. Despesas Tributárias | 29 |
| 4.1.5. Dividendos | 31 |
| 4.2. Governança Corporativa | 31 |
| 4.3. Programa de Desinvestimento | 34 |
| 4.4. Reações de Mercado | 36 |
| 5. Conclusão | 39 |
| Referências | |

1. Introdução

Há alguns anos que se ouve falar com uma certa frequência entre a população brasileira sobre os temas “corrupção”, “desvio de recursos públicos” e “Operação Lava Jato”. Em 14 de Março de 2014, iniciou-se o que seria a maior investigação anticorrupção e de lavagem de dinheiro da história do Brasil, a Operação Lava Jato. Esta não afetou somente políticos ou pequenos empresários, mas também grandes empresas, incluindo a Petrobras (“Companhia”, “empresa”, “Petrobras” ou “Estatal”), Odebrecht e Camargo Corrêa, por exemplo, além de políticos de alto escalão, como o ex-presidente Luís Inácio Lula da Silva e a ex-presidente Dilma Rousseff. A empresa em questão sofreu imensamente com as delações, o que pode ser evidenciado em suas Demonstrações Financeiras (DFs), analisadas posteriormente.

Como uma das primeiras organizações criminosas investigadas utilizava uma rede de postos de combustíveis e lava a jato de Brasília para armazenar e movimentar os recursos, a Operação ficou conhecida por este nome, segundo o Ministério Público Federal (MPF), mesmo abrangendo outros setores em fases adiante. O início da Lava Jato se deu pela integração de quatro ações da Polícia Federal contra doleiros¹ que utilizavam recursos públicos para crimes financeiros. O mais conhecido foi Alberto Youssef, que conectou parte dos desvios de recursos públicos à Paulo Roberto Costa, ex-diretor da Petrobras. Foi a partir dele que se começou a entender o complexo esquema por trás das grandes empresas e funcionários públicos.

Segundo apuramento do MPF, o esquema tinha início com os partidos políticos, que recebiam promessas de doações de empreiteiras, como a Odebrecht, durante as campanhas eleitorais, em troca de contratos e vantagens para suas empresas caso o candidato em questão fosse eleito. Uma das possíveis vantagens era ter contratos com a maior estatal do Brasil e uma das maiores empresas petrolíferas do mundo, a Petrobras que, por sua vez, tem seus diretores indicados pelo Governo.

Assim, estes tinham um alinhamento com as promessas de campanha feitas pelo candidato aos doadores de recursos. Os diretores, como Paulo Roberto Costa, cobravam

¹ Indivíduo que realiza negociações de moeda estrangeira em mercado paralelo. Esta atividade é considerada crime pela Polícia Federal por não ser fiscalizado nem regulamentado pelo Governo.

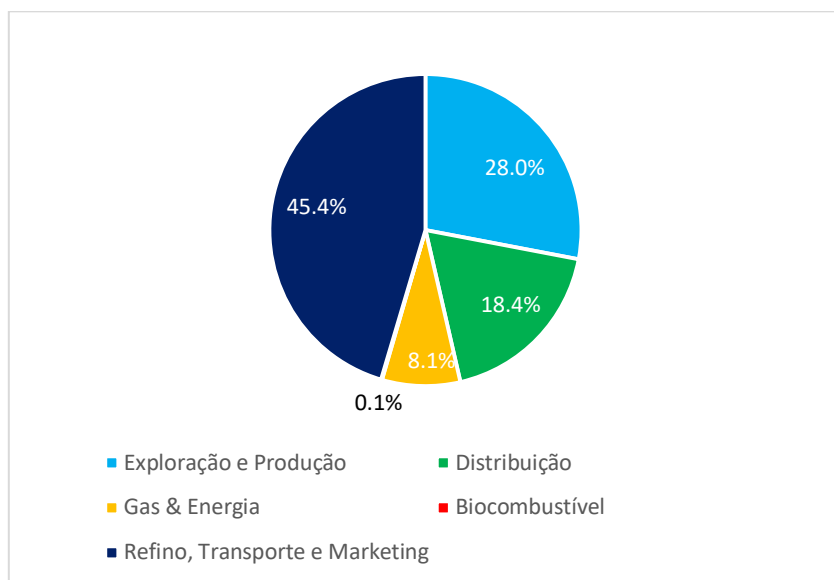
então propina de empreiteiras e diversos outros fornecedores em troca de negócios com a Estatal. Os contratos estabelecidos eram superfaturados, o que facilitava o desvio de recursos da Petrobras para lobistas e doleiros, como Alberto Youssef, que os repassava para políticos e funcionários públicos envolvidos no esquema. Portanto, isso se tornava um ciclo, dado que todos os envolvidos se beneficiavam de tais operações e saíam impunes.

Conforme declaração do MPF, a Operação Lava Jato tem como objetivo colocar um fim no esquema, ao encontrar todos os envolvidos e auxiliar em suas devidas punições. Não se sabe ao certo quando o elaborado esquema teve início, mas de acordo com o Ministério Público Federal, até Julho de 2017 foram recuperados mais de R\$ 6 bilhões, sendo que outros R\$ 10,3 bilhões ainda são alvos de recuperação.

Tendo em vista a grandiosidade do esquema em questão, diversas empresas sofreram financeiramente com as descobertas, seja por perda de clientes, pagamento de multas referentes aos repasses, entre outros. A principal pode ser considerada a Petrobras, dado que foi onde se iniciou todo esquema e por sua importância para o país. Os resultados da empresa têm efeito direto sobre o Brasil, principalmente pelo fato de que a Companhia está entre os dez maiores parques de refino do mundo, além de atuar em mais de dezessete países e ser líder mundial em tecnologia para exploração e produção de petróleo em águas profundas, tornando o estudo sobre os acontecimentos recentes mais relevantes ainda.

A Petrobras foi fundada em 1953 e é uma Companhia estatal, integrada e especializada em petróleo, gás natural e energia. Está presente nos segmentos de exploração e produção, refinamento, marketing, transporte, petroquímicos, distribuição de derivados do petróleo, gás natural, eletricidade, gás químico e biocombustíveis. Além do Brasil, a Companhia atua em diversos países nas Américas, e África, incluindo Estados Unidos, México, Nigéria e Argentina. Atualmente sua receita é concentrada principalmente no refino, transporte e exploração e produção, que representam mais de 70% da receita total da estatal como pode ser observado no gráfico abaixo.

Gráfico 1 – Receita por Unidade de Negócio



Fonte: RI Petrobras

Portanto, é importante analisar qual o impacto da Operação Lava Jato nos resultados da Estatal, ou seja, após o escândalo tornar-se público, o que aconteceu com a empresa financeiramente, como foram contabilizadas as perdas e quais as medidas que foram tomadas até o momento para reduzir o impacto negativo das investigações sobre seus resultados.

O objetivo deste estudo é investigar os impactos contábeis da Operação Lava Jato na Petrobras.

Dessa forma, o estudo acadêmico em questão tem como objetivos específicos (i) aprofundar nas questões financeiras e contábeis da empresa, desde seus maiores ativos e suas maiores fontes de receita até as novas contas que surgiram após o escândalo, de modo a realizar comparações antes e depois do início da Operação Lava Jato e identificar quais os impactos contábeis na Petrobras. Além disso, este estudo tem como objetivo (ii) observar as medidas tomadas pela Petrobras após o escândalo se tornar público, identificando se a Companhia apresentou indícios de recuperação ou estagnação.

Assim, será possível esclarecer, por exemplo, como que a Companhia conseguiu aumentar sua receita de R\$ 304 bilhões em 2013 para R\$ 337 bilhões em 2014, ano de

início das investigações, enquanto seu lucro passou de R\$ 21 bilhões em 2013 para um prejuízo de R\$ 21 bilhões em 2014. Para realizar tais análises, serão utilizadas principalmente as Demonstrações Financeiras da Petrobras a partir de 2013 até 2017, com o objetivo de observar os métodos de contabilização antes da Lava Jato e depois; Formulário de Referência; notícias de jornais, da mídia e artigos acadêmicos disponíveis relacionados à empresa e à Operação, que contribuam para uma análise mais profunda do tema.

Mesmo não havendo muitos estudos sobre o assunto, considerando que é um acontecimento recente e as investigações ainda estão em andamento, será possível observar que a Petrobras, em específico, já está tomando medidas para reaver as perdas ocorridas, tanto financeiras e operacionais quanto relacionadas à Diretoria e seu Conselho de Administração, envolvidos anteriormente no esquema de corrupção. Deste modo, a Companhia planeja passar mais confiança a seus investidores e clientes, em um processo de eliminação da imagem corrupta, e gerando, assim, um crescimento sustentável e com maior criação de valor.

2. Revisão de Literatura

É importante definir o conceito de corrupção, constantemente utilizado, assim como sua relação com fraudes e a contabilidade. Hoog e Lopes de Sá (2012) descrevem, em seu estudo, a corrupção como “tudo o que envolve a desonestidade e a falta de caráter”. No caso da Operação Lava Jato, o desvio de recursos por parte dos envolvidos pode ser caracterizado como corrupção. Segundo os autores, o veículo mais utilizado atualmente para cometer tais atos é a fraude contábil, que caminha desde os mais altos níveis das organizações até os mais baixos. Além disso, esta tende a aumentar significativamente na presença de corrupção, principalmente quando no setor público (Mendes e Oliveira, 2012).

Independentemente do nível de tal ato, o Código Penal Brasileiro, que contém a Lei Complementar 101/00, conhecida como a Lei de Responsabilidade Fiscal, tem como objetivo auxiliar na punição de quaisquer atos ilícitos relacionados à fraude fiscal. No

entanto, mesmo com a existência desta Lei, é possível observar que tais fraudes têm sido bastantes presentes atualmente na sociedade brasileira.

A fraude contábil é considerada um tema importante, uma vez que diversos investidores ou até indivíduos em Pessoa Física têm interesse em verificar informações sobre empresas e, para isso, analisam suas Demonstrações Financeiras. Estas contêm todas as informações financeiras, incluindo por exemplo as Receitas, Ativos, Passivos e Fluxo de Caixa e devem ser divulgadas, segundo o Art. 3º da Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007, por todas as empresas de capital aberto na Bolsa de Valores e também pelas de capital fechado que tenham um ativo total superior a R\$240mi ou Receita Bruta anual superior a R\$300mi.

Além disso, as empresas devem divulgar suas Demonstrações Financeiras auditadas; ou seja, a Companhia tem a obrigação de contratar uma auditoria independente para revisar todas as informações a serem divulgadas e entregar um parecer, para que assim haja mais confiança por parte do leitor nas informações expostas. A auditoria externa, no entanto, utiliza métodos mais genéricos, segundo os argumentos de Hoog e Lopes de Sá, não sendo possível identificar tão facilmente fraudes contábeis e indícios de corrupção. A auditoria interna, por outro lado, apesar de ser capaz de identificar tais falhas, pode ter um viés favorável aos indivíduos corruptos da Companhia em questão.

Assim, uma fraude nas demonstrações é caracterizada, conforme os autores, como “uma distorção entre os valores que foram contabilizados nas demonstrações financeiras e os que foram recebidos pela empresa e suas partes envolvidas.” Estas divergências podem surgir de várias frentes, como nos recebíveis, caixa, estoques, ativo permanente, exigibilidades e patrimônio líquido. Mais adiante, neste estudo, serão observadas em quais dos quesitos apresentados se encaixam as diversas fraudes cometidas pela Petrobras.

Estas, explicitadas por Hoog e Lopes (2012), tendem a começar com pequenos desvios, de modo a testar se o sistema realmente possui alguma falha aparente. Com o passar do tempo, se os indivíduos continuam impunes, estes aumentam a quantidade

desviada, até chegar a patamares altíssimos, como o apurado pela Operação Lava Jato. Segundo os autores, a maioria dos casos de corrupção tem início com indivíduos caracterizados como de “influência” em uma organização; ou seja, que tem autoridade para executar e representar ações em nome da Companhia. A partir do momento em que este utiliza dos recursos da empresa para benefício próprio, o mesmo está praticando um ato corrupto, passível das penas inclusas no Código Penal citado anteriormente.

Desde o início da Operação Lava Jato, em 2014, já foram percebidas pela população brasileira diversas punições contra os atos ilícitos cometidos pelos indivíduos de “influência” nas organizações ou na política descritos anteriormente. No entanto, por se tratar de um assunto recente e ainda em andamento, são escassos os estudos retratando os impactos nas empresas envolvidas, como no caso da Petrobras.

Com o objetivo de embasamento teórico para o estudo em questão, estuda-se aqui o caso “Mãos Limpas” (*Mani Pulite*, em italiano). Na Itália, na década de 1990, foi deflagrado um dos maiores esquemas de corrupção, conforme o estudo de Sargiacomo et. al. (2015), onde mais de 1000 indivíduos foram condenados. De acordo com Chemim (2017), este foi o caso que inspirou Sérgio Moro, juiz Federal brasileiro encarregado da Operação Lava Jato, pelo alcance que a “Mãos Limpas” teve em relação aos cargos políticos e empresariais atingidos. Além disso, a investigação teve um impacto direto sobre diversas empresas do país e seus executivos, como a petroquímica Montedison e a estatal ENI (Ente Nacional de Hidrocarbonetos).

Ainda durante a Operação, a ENI, um dos maiores conglomerados petroquímicos do mundo da época, teve como método de melhorar seu desempenho e confiança para com seus investidores a mudança de toda sua Diretoria Executiva, que além de poder ter algum envolvimento com o escândalo, mostrava-se ineficiente na gestão, de acordo com Das e Mukherjee (2006).

No âmbito da Operação Lava Jato, ainda não é possível afirmar qual será o desfecho e consequências finais das investigações. No entanto, este estudo pretende preencher a lacuna que existe atualmente com relação às análises sobre o assunto, principalmente no que se refere aos impactos específicos nas operações e

Demonstrações Financeiras da Petrobras, assim como sua reação e posicionamento frente a todas mudanças. Os estudos utilizados até o momento servirão como referencial teórico para auxiliar na identificação de práticas contábeis relacionadas à fraude fiscal e como a Companhia deve lidar com as mesmas.

3. Metodologia

Com o objetivo de endereçar o tema desse estudo acadêmico serão utilizados para análise o *website* institucional e de relação com investidores da Petrobras, assim como seus documentos públicos, tanto os que são arquivados na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) quanto os liberados pela empresa. Além disso, em todos os documentos será observada a Petrobras consolidada. O período analisado será de 2013 a 2017, que compreende o espaço de tempo desde antes das investigações até o momento de divulgação dos últimos dados financeiros de 2017. Para fins de uma análise mais objetiva, será definido como o período antes da Operação Lava Jato como até a divulgação dos resultados do 2º Trimestre de 2014, quando as investigações atingiram a Companhia mais profundamente. Como a Operação ainda está em andamento, esse período se estende até o final de 2017. Além disso, outro critério determinado será a utilização de periodicidade trimestral, intervalo mínimo de divulgação de resultados.

O motivo por trás de tal escolha pode ser explicado pelas diversas mudanças que ocorreram na Companhia em um intervalo de tempo muito pequeno, que podem ter seu impacto compensado por outras contas, e conseqüentemente reduzido, caso fossem analisadas anualmente. Além disso, ao utilizar dados trimestrais também é possível observar a sazonalidade, efeito da crise econômica, mudanças no cenário político e alterações no preço do petróleo, por exemplo, de modo que tal evento não seja mal interpretado posteriormente como parte do impacto da Lava Jato.

Assim, um dos principais documentos a ser analisado é o que contém as demonstrações financeiras da Companhia. Nele é possível identificar todas as contas que compõem a Demonstração dos Resultados (“DRE”), Fluxo de Caixa e Balanço Patrimonial, entre outros. Com o auxílio das notas explicativas será possível entender

como eram contabilizadas as atividades da empresa e como são agora, para que sejam identificados quaisquer acréscimos ou decréscimos em suas contas.

Para realizar tal estudo será utilizada inicialmente a análise vertical e horizontal em suas demonstrações financeiras, com o âmbito de identificar as contas mais representativas e que apresentaram mudanças mais abruptas ao longo do tempo analisado.

Após isso, as contas que forem as mais representativas, ou que surgiram durante as investigações serão analisadas mais a fundo. A partir da leitura das notas explicativas – seção das demonstrações financeiras que contém detalhamento dos valores de determinadas contas – será possível compreender o que ocorreu neste espaço de tempo para que tais mudanças ocorressem. Portanto, as notas explicativas, em conjunto com veículos de notícias, *website* e o canal de Relacionamento com Investidores e o parecer dos auditores independentes serão suficientes para responder os questionamentos desse estudo acadêmico, ou seja, qual foi o impacto da Operação Lava Jato na Petrobras, e como a Companhia reagiu após o escândalo se tornar público. O parecer de auditores independentes mostra-se extremamente importante, visto que Hoog e Lopes (2012) abordam a importância dessa ferramenta em seu estudo.

Além das ferramentas descritas anteriormente, serão também utilizados indicadores de liquidez e endividamento, entre outros, com o âmbito de medir o tamanho do impacto que a Lava Jato trouxe para a Companhia. Estes auxiliarão tanto na quantificação do tema em questão quanto na identificação dos impactos causados e as consequências de curto e longo prazo para a empresa.

Alguns dos principais indicadores utilizados são: índice de endividamento, que mostra quão endividada está a empresa ($\text{Passivos Totais/Ativos Totais}$) e o índice de cobertura de juros ($\text{EBIT/Despesas Financeiras}$) que evidencia se o lucro operacional da Petrobras é capaz ou não de cobrir despesas com juros.

Após realizadas as análises descritas acima, será possível identificar os impactos contábeis que a Operação Lava Jato teve na Petrobras, objetivo (i) deste estudo acadêmico.

Assim, serão observadas as mudanças realizadas pela empresa para conter tais impactos. Isso será realizado novamente pelo acompanhamento das mesmas fontes e métodos utilizados anteriormente. Com a combinação dos resultados obtidos antes e depois das investigações, será possível responder à parte do objetivo (ii), relacionado aos procedimentos adotados pela Companhia que podem, ou não, evidenciar sua recuperação sustentável.

Além de abordar o tema pelo lado da contabilidade, será também feita uma análise qualitativa da governança corporativa da Petrobras, que além de incluir sua Diretoria e Conselho de Administração, engloba a área de fiscalização da empresa, afim de identificar quais as mudanças que já foram feitas e que ainda deveriam ser anunciadas para transmitir mais confiança aos investidores e auxiliar na retomada da Companhia, também relacionado ao objetivo (ii) deste estudo.

A tabela abaixo resume e ilustra os objetivos específicos desse estudo, assim como os principais métodos utilizados para análise:

Tabela 1 – Objetivos x Métodos de Análise

| Objetivo | Método |
|--|--|
| Identificar e analisar o impacto contábil da Operação Lava Jato na Petrobras | Análise detalhada das Demonstrações Financeiras da Petrobras, com auxílio de suas Notas Explicativas e notícias publicadas, com o objetivo de maior aprofundamento |
| Identificar as práticas adotadas pela Petrobras após o início das investigações e analisar seu impacto na confiança do mercado | Análise de mudanças na Governança Corporativa e criação do Programa de Desinvestimento |

4. Resultados Finais

Os resultados da análise de qual o impacto da Operação Lava Jato na Petrobras serão apresentados nas seguintes seções: (i) análise das Demonstrações Financeiras e os impactos das investigações na Companhia; (ii) mudanças na Governança Corporativa;

(iii) Programa de Desinvestimento; e (iv) reações de mercado durante o período analisado.

4.1. Análise das Demonstrações Financeiras

Após análise das demonstrações financeiras trimestrais e anuais consolidadas da Companhia dos anos de 2013 à 2017, foi possível observar quais as contas que sofreram maiores alterações ao longo do período analisado. Os critérios utilizados para definir o que seriam mudanças significativas foram os seguintes: caso certa conta sofra uma mudança positiva ou negativa superior a 30% com relação ao período anterior, esta seria analisada mais a fundo.

Assim, as contas que sofreram a alteração destacada acima podem ser consolidadas e analisadas pelos seguintes tópicos: despesas com Impairment; baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente; endividamento, despesas financeiras e variações cambiais; despesas tributárias; e dividendos.

4.1.1. Despesas com Impairment

No momento em que a Operação Lava Jato atingiu a Companhia, foram analisadas todas suas Demonstrações Financeiras novamente, com base nas declarações dos investigados e documentos apreendidos que pudessem dar algum indício de esquemas de corrupção na Petrobras.

Assim, um dos primeiros e mais significativos impactos foi a criação da conta de Impairment na DRE, que anteriormente aparecia esporadicamente nesse demonstrativo, ou dentro de “Outras receitas (despesas), líquidas”, por ser um valor muito pequeno. Logo no 4º Trimestre de 2014, essa conta atingiu o valor de mais de R\$44 bilhões, como é possível observar na tabela abaixo.

Tabela 2 – Despesas com Impairment – resultados trimestrais

| | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| Receita Líquida | 72.535 | 73.626 | 77.700 | 81.028 | 81.545 | 82.298 | 88.377 | 85.040 | 74.353 | 79.943 | 82.239 | 85.103 |
| Custos | (53.679) | (54.919) | (61.115) | (64.445) | (62.382) | (63.283) | (67.936) | (63.025) | (51.943) | (54.381) | (58.484) | (58.254) |
| Lucro Bruto | 18.856 | 18.707 | 16.585 | 16.583 | 19.163 | 19.015 | 20.441 | 22.015 | 22.410 | 25.562 | 23.755 | 26.849 |
| Despesas com Impairment | 0 | 0 | 0 | (1.238) | 15 | 0 | (306) | (44.345) | (3) | 0 | 0 | (46.390) |
| Outras despesas | (9.007) | (7.366) | (11.091) | (8.309) | (11.601) | (10.167) | (25.056) | (10.496) | (9.072) | (16.102) | (17.710) | (21.354) |
| Lucro Operacional | 9.849 | 11.341 | 5.494 | 7.036 | 7.577 | 8.848 | (4.921) | (32.826) | 13.335 | 9.460 | 6.045 | (40.895) |

Fonte: DFP Petrobras

A partir da tabela acima, análise do relatório dos auditores independentes e das Demonstrações Financeiras Padronizadas (“DFP”) da Companhia de 2014, os motivos indicados para tais resultados anormais foram os seguintes:

i) redução das receitas operacionais esperadas no futuro devido ao declínio dos preços do petróleo no mercado internacional; ii) desvalorização do Real, que aumenta a necessidade de caixa para cumprir com o serviço de suas dívidas em moeda estrangeira no curto prazo; iii) dificuldades de acesso ao mercado de capitais; e iv) insolvência de empreiteiras e fornecedores, com carência no mercado de fornecedores qualificados disponíveis (como resultado das investigações da Operação Lava Jato ou por outros motivos).

No entanto, os três primeiros motivos, mesmo estando corretos, são externos às ações da Estatal e já estavam presentes no mercado brasileiro antes desse período. Assim, o Impairment contabilizado foi resultado das descobertas das investigações, devido a problemas de planejamento dos projetos e utilização de uma taxa de desconto com maior prêmio de risco, ou seja, manipulando o valor dos ativos em questão.

Nos períodos subsequentes, o Impairment continuou presente na DRE, especialmente no 4º Trimestre de 2015, quando o valor de tal conta atingiu mais de R\$46 bilhões de reais, pelos mesmo motivos destacados anteriormente.

Contudo, é possível observar na tabela abaixo, a qual mostra os resultados anuais, que o Impairment tem impacto direto sobre o Lucro da Companhia.

Tabela 3 – Despesas com Impairment – resultados anuais

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Receita Líquida | 304.889 | 337.260 | 321.638 | 282.589 | 283.695 |
| Custos | (234.158) | (256.626) | (223.062) | (192.611) | (192.100) |
| Lucro Bruto | 70.731 | 80.634 | 98.576 | 89.978 | 91.595 |
| Despesas com Impairment | (1.238) | (44.636) | (46.393) | (18.819) | (3.883) |
| Outras despesas | (35.773) | (51.126) | (64.238) | (54.048) | (52.088) |
| Lucro Operacional | 33.720 | (15.128) | (12.055) | 17.111 | 35.624 |

Fonte: DFP Petrobras

Assim, dentro do período analisado, fica claro que o Impairment causou um grande impacto na Estatal nos anos de 2014 a 2016, mesmo que não tenha sido o único. Nos anos de 2013 (antes das investigações) e 2017 (após grande parte das descobertas), a Petrobras apresentou Lucro ao invés de prejuízo, em parte pela redução da conta em questão e por outros motivos que serão discutidos posteriormente.

4.1.2. Baixa de Gastos Adicionais Capitalizados Indevidamente

Outra significativa descoberta ao longo da Operação Lava Jato foi o sobre preço calculado nos contratos entre a Petrobras e as empreiteiras, pagos adicionalmente na aquisição de ativos imobilizados em períodos anteriores. Assim como explicado no início desse estudo acadêmico, o preço que excedia o valor justo do contrato era direcionado em grande parte aos políticos e donos das construtoras, usado em benefício próprio.

Ao longo das investigações, tanto pela busca em relatórios das empresas envolvidas quanto pelas delações, foi possível calcular uma estimativa do valor desviado pela Petrobras superior a R\$6 bilhões, o qual foi subtraído do exercício contábil do terceiro trimestre de 2014, de modo a ajustar o resultado para um valor que reflete melhor a realidade. O valor estimado pela Companhia considerou os valores específicos de pagamentos indevidos ou o percentual sobre o contrato citados nos depoimentos.

Como é possível observar na tabela abaixo, a Companhia reportou um prejuízo de aproximadamente R\$6 bilhões de reais, em parte pelo acréscimo de uma linha representando a baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente.

Tabela 4 – Gastos Adicionais Capitalizados Indevidamente – 3T14

| Em R\$mi | 3T14 |
|---|----------------|
| Receita de vendas | 88.377 |
| Custo dos produtos e serviços vendidos | (67.936) |
| Lucro bruto | 20.441 |
| Vendas | (6.733) |
| Gerais e administrativas | (2.707) |
| Custos exploratórios para extração de petróleo e gás | (2.314) |
| Custos com pesquisa e desenvolvimento tecnológico | (665) |
| Tributárias | (552) |
| Baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente | (6.194) |
| Reversão/Perda no valor de recuperação de ativos - Impairment | (306) |
| Outras receitas (despesas), líquidas | (5.891) |
| Lucro (Prejuízo) operacional | (4.921) |
| Receitas financeiras | 1.174 |
| Despesas financeiras | (2.282) |
| Var. monetárias e cambiais, líquidas | 136 |
| Resultado financeiro líquido | (972) |
| Resultado de participações em investimentos | 198 |
| Participação nos lucros ou resultados | (127) |
| Lucro (Prejuízo) antes dos impostos | (5.822) |
| Imposto de renda e contribuição social | (117) |
| Lucro líquido (Prejuízo) | (5.939) |

Fonte: DFP Petrobras

De modo a aprofundar nessa questão, a tabela abaixo mostra detalhadamente como a Estatal calculou a estimativa de mais de R\$6 bilhões capitalizados indevidamente. Assim, é possível concluir que a maior parte dos contratos que tiveram o sobre preço aplicado foram relacionados aos segmentos de Exploração e Produção e Abastecimento. Também é importante destacar que o cálculo foi baseado em um sobre preço de 3% sobre o valor total do contrato. Tal porcentagem foi obtida a partir das delações dos envolvidos na Operação Lava Jato e documentos encontrados durante as investigações.

Tabela 5 – Gastos Adicionais Capitalizados Indevidamente – descritivo

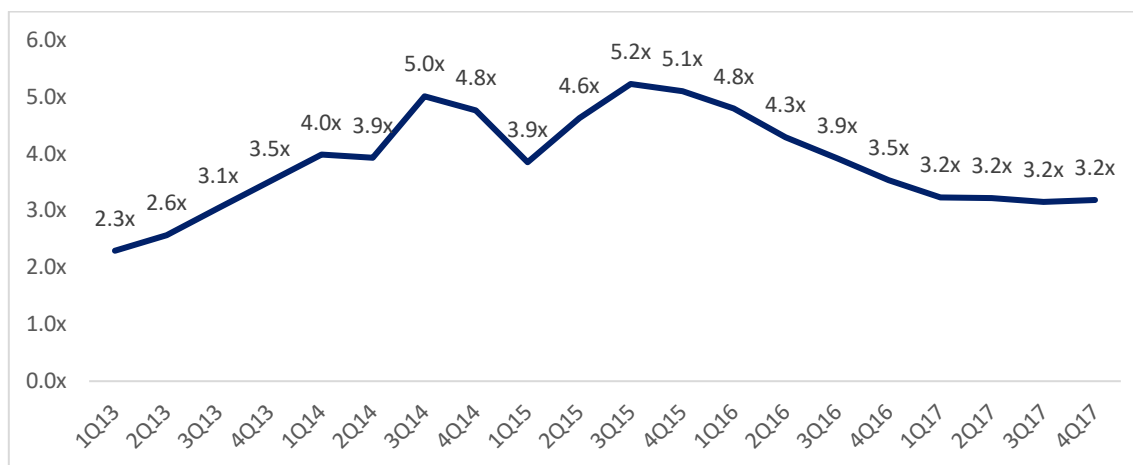
| | Consolidado | | | | | | Valor Total |
|--|---------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| | E&P | Abastecimento | Gas & Energia | Distribuição | Intenacional | Corporativo | |
| Valor total dos contratos | 62.679 | 110.867 | 21.233 | 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 | 139 | 1 | 10 | | | | 150 |
| Total Parcial | 2.019 | 3.327 | 647 | 23 | 23 | 99 | 6.138 |
| Reversão da depreciação dos referidos ativos | (87) | (198) | (52) | | | (9) | (346) |
| Impacto no ativo imobilizado | 1.932 | 3.129 | 595 | 23 | 23 | 90 | 5.792 |
| Baixa de crédito 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 |

Fonte: DFP Petrobras

4.1.3. Endividamento, Despesas Financeiras e Variações Cambiais

Outro tópico relevante para esse estudo é relacionado às dívidas da Petrobras. Mesmo sendo a maior estatal do Brasil e uma das maiores petrolíferas do mundo, a Petrobras não apresentava um endividamento muito alto, dado sua enorme geração de caixa. O índice Dívida Líquida/EBITDA, que mede a capacidade de uma empresa honrar seu endividamento frente a sua geração de caixa, era de 2,3x antes das investigações, como pode ser observado no gráfico abaixo.

Gráfico 2 – Dívida Líquida / EBITDA

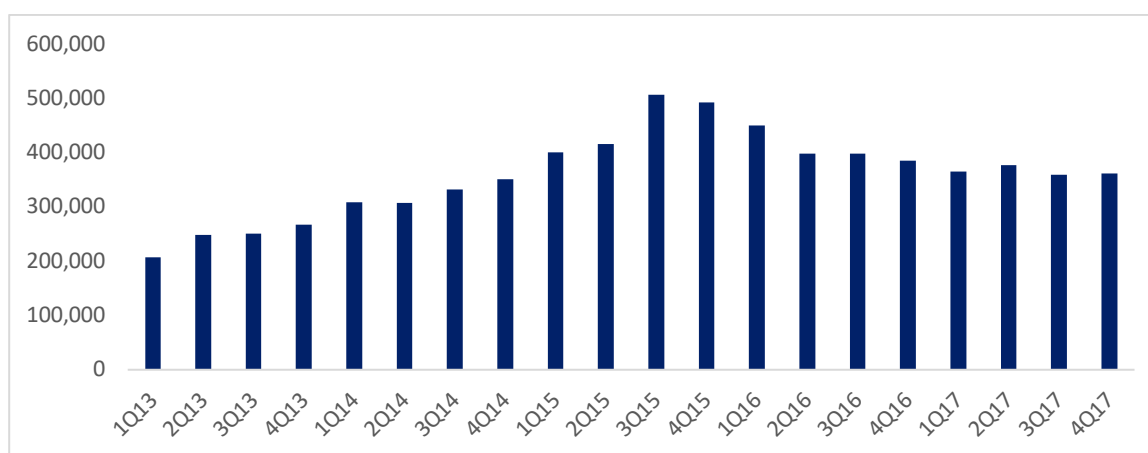


Fonte: DFP Petrobras

Tal valor está consideravelmente abaixo quando comparado com o índice durante a Lava Jato. O motivo para tal resultado pode ser explicado por uma combinação de fatores.

O primeiro seria o aumento do endividamento da Estatal, que alcançou mais de R\$500 bilhões em 2015, apresentado no gráfico abaixo.

Gráfico 3 – Endividamento Bruto



Fonte: DFP Petrobras

A partir da análise das informações financeiras da Companhia, é possível observar que o aumento significativo dos financiamentos, evidenciados no gráfico acima, foram causados pela renegociação de dívidas existentes que não poderiam ser pagas pela fraca geração de caixa resultante das investigações da Lava Jato e pelo efeito da depreciação cambial, que afeta diretamente o endividamento da Petrobras, visto que grande parte é em dólar. O segundo seria a deterioração das operações da Companhia, em parte pelo Impairment discutido anteriormente. Este ocorrido auxiliou na piora dos índices de endividamento da Estatal, que chegaram a dobrar em 2015.

Ainda assim, estas quase aumentaram em mais US\$50 bilhões no início de 2015. No ano anterior a este (2014), a Companhia atrasou a divulgação de suas demonstrações financeiras do terceiro trimestre. O problema que este acontecimento poderia causar é que nos contratos de diversas dívidas emitidas da Petrobras existem cláusulas em que a

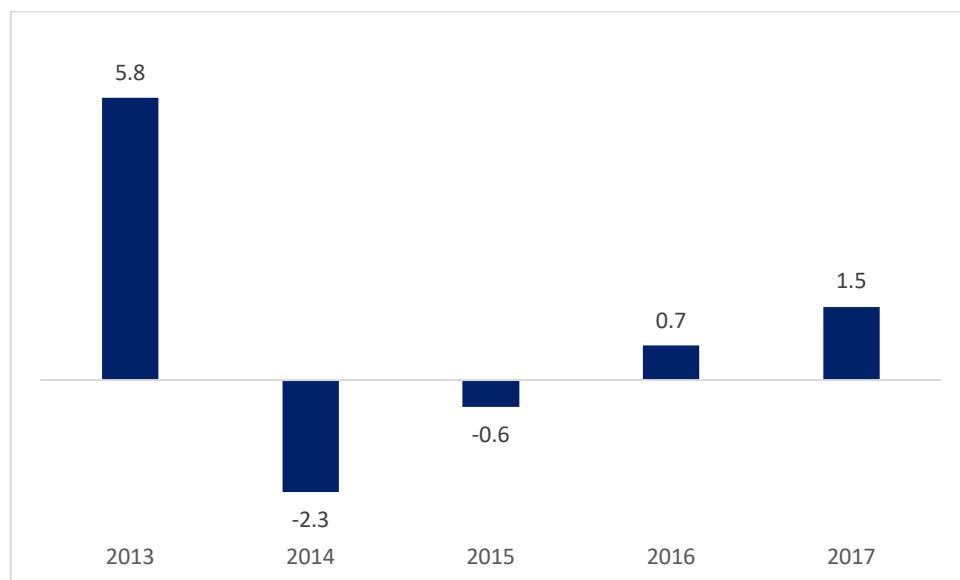
Companhia garante que cumprirá certas metas, medidas ou métricas estabelecidas para que o credor se sinta mais confortável em financiar a Estatal (“covenants”). Se a Petrobras não tivesse divulgado suas demonstrações financeiras até 31 de janeiro de 2015, diversos contratos de dívida que continham o covenant de prazo de divulgação das mesmas teriam seu vencimento antecipado, e os credores poderiam pedir pagamento imediato de toda dívida acordada. Além de aumentar significativamente o endividamento da Companhia, este fato poderia levar a um caso de *cross default*, no qual outras dívidas poderiam ter seus vencimentos antecipados devido ao grau de alavancagem da empresa, por exemplo.

Contudo, é importante notar que o endividamento bruto vem diminuindo desde o 4º Trimestre de 2015, momento em que a Companhia iniciou seu programa de desinvestimento, que tem como um dos objetivos desalavancar a Companhia. No entanto, este assunto será tratado mais adiante neste estudo acadêmico.

Outro fator essencial a ser analisado ao tentar identificar o impacto causado pela Operação Lava Jato são suas despesas financeiras, que estão correlacionadas com o endividamento da Companhia. Sendo assim, essa conta também sofreu aumento ao longo do período analisado.

Ao observar o gráfico abaixo, que mostra o Índice de Cobertura de Juros histórico da Petrobras, é possível observar que tal métrica deteriorou durante o auge da Operação Lava Jato, sendo que em 2014 e 2015, por conta do Lucro Operacional negativo, o índice também apresentou resultado inferior a zero. De acordo com Ben Graham, autor do livro “The Intelligent Investor”, uma empresa é considerada como geradora de caixa e, portanto, com capacidade de pagar suas dívidas, quando tal índice é superior a 5,0. Sendo assim, durante o período analisado, a Petrobras seria considerada uma empresa com capacidade de pagar dívidas somente em 2013.

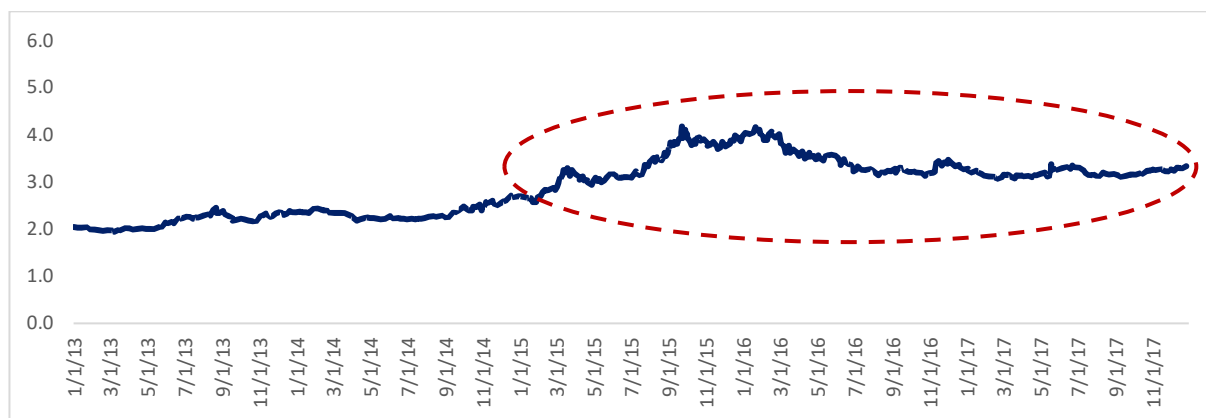
Gráfico 4 – Índice de Cobertura de Juros



Fonte: DFP Petrobras

Também é importante destacar o fato de a Companhia ter arcado com altas despesas de variações cambiais durante o período analisado. No entanto, tais despesas não são diretamente decorrentes do envolvimento da Estatal na Operação Lava Jato, mas sim da desvalorização que o Real sofreu frente ao Dólar neste período, como pode ser observado no gráfico abaixo. Tal variação teve impacto negativo nos resultados da Companhia, dado que grande parte da dívida existente é em dólar.

Gráfico 5 – Câmbio Histórico BRL / USD



Fonte: Bloomberg

4.1.4. Despesas Tributárias

Além do sobre preço nos contratos entre a Petrobras e outras empresas, foram identificadas práticas ilegais relacionadas à contabilidade de tributos. No primeiro semestre de 2015, a Estatal sofreu uma decisão judicial desfavorável relacionada ao recolhimento de tributos relacionados à impostos atrasados e ao não recolhimento de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) em remessas à uma de suas subsidiárias, chamada Petrobras International Finance Company para pagamento por importações de petróleo e derivados. As autuações incluíam sonegação de impostos desde 1999.

Portanto, a Companhia aderiu ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS). Ao fazer parte do programa em questão, a Estatal passa a receber descontos por ter aceitado o pagamento dos impostos em questão, diminuindo assim o risco de pagamento elevado futuramente em caso de outra decisão judicial desfavorável. Assim, como mostra a tabela abaixo, a Petrobras incluiu aproximadamente R\$ 9 bilhões em suas despesas tributárias, refletindo um aumento de mais de 400% com relação ao ano anterior, sendo que as maiores parcelas foram de não recolhimento de IRRF, como discutido acima, e de IOF, nos anos de 2007 à 2013, quando a Companhia decidiu mudar suas práticas para evitar que essas despesas ocorressem novamente.

Tabela 6 – Histórico de Despesas Tributárias

| Em R\$mi | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Receita de vendas | 304.889 | 337.260 | 321.638 | 282.589 | 283.695 |
| Custo dos produtos e serviços vendidos | (234.158) | (256.626) | (223.062) | (192.611) | (192.100) |
| Lucro bruto | 70.731 | 80.634 | 98.576 | 89.978 | 91.595 |
| Vendas | (10.600) | (15.974) | (15.893) | (13.825) | (14.510) |
| Gerais e administrativas | (10.752) | (11.223) | (11.031) | (11.482) | (9.314) |
| Custos exploratórios para extração de petróleo e gás | (6.445) | (7.135) | (6.467) | (6.056) | (2.563) |
| Custos com pesquisa e desenvolvimento tecnológico | (2.427) | (2.589) | (2.024) | (1.826) | (1.831) |
| Tributárias | (1.721) | (1.801) | (9.238) | (2.456) | (5.921) |
| | | 5% | 413% | -73% | 141% |
| Baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente | | | | | |
| Reversão/Perda no valor de recuperação de ativos - Impairment | (1.238) | (44.636) | (46.393) | (18.819) | (3.883) |
| Outras receitas (despesas), líquidas | (3.828) | (12.404) | (19.585) | (18.403) | (17.949) |
| Lucro (Prejuízo) operacional | 33.720 | (21.322) | (12.055) | 17.111 | 35.624 |
| Receitas financeiras | 3.911 | 4.634 | 4.867 | 3.638 | 3.337 |
| Despesas financeiras | (5.795) | (9.255) | (21.545) | (24.176) | (23.612) |
| Var. monetárias e cambiais, líquidas | (4.318) | 721 | (11.363) | (6.647) | (11.324) |
| Resultado financeiro líquido | (6.202) | (3.900) | (28.041) | (27.185) | (31.599) |
| Resultado de participações em investimentos | 1.095 | 451 | (797) | (629) | 2.149 |
| Participação nos lucros ou resultados | (460) | (1.045) | (336) | 0 | 0 |
| Lucro (Prejuízo) antes dos impostos | 28.153 | (25.816) | (41.229) | (10.703) | 6.174 |
| Imposto de renda e contribuição social | (5.146) | 3.892 | 6.058 | (2.342) | (5.797) |
| Lucro líquido (Prejuízo) | 23.007 | (21.924) | (35.171) | (13.045) | 377 |

Fonte: DFP Petrobras

A partir da tabela acima também é possível observar que esta linha aumentou novamente em 2017, desviando de seu padrão prévio ao início das investigações. O motivo para tal aumento difere de 2015. Em junho de 2017, a Companhia aderiu ao Programa Especial de Regularização Tributária (PERT), com o objetivo de regularizar suas dívidas relacionadas à processos tributários ligados ao Plano Petros. Este plano é caracterizado como o principal item do fundo de pensão Petros, dos funcionários da estatal. O rombo causado no fundo tem diversas causas, entre elas o investimento na empresa Eldorado Celulose, da J&F, também envolvida na Operação Lava Jato.

Ao aderir ao PERT, a Petrobras conseguiu descontos de até 80% nos juros da dívida, o que reduziu as despesas totais em aproximadamente R\$2 bilhões, com o restante de quase R\$6 bilhões que a Estatal pagou em 2017 e que afetou negativamente seu Lucro Líquido, também observado na tabela acima.

4.1.5. Dividendos

Antes de entrar no âmbito da relação de dividendos e a Operação Lava Jato, é importante estabelecer a definição de dividendos. Estes são caracterizados como uma remuneração paga pelas companhias à seus acionistas e que normalmente é definida por uma porcentagem de seus lucros referentes a um período pré-estabelecido.

Assim, como as investigações na Petrobras afetaram significativamente seu Lucro Líquido, em grande parte pelos motivos apresentados anteriormente, a distribuição de dividendos também sofreu grandes alterações. Como os anos fiscais de 2014 à 2016 apresentaram prejuízo, a Petrobras reduziu drasticamente o pagamento de dividendos, sendo que em 2015 a Companhia chegou a declarar que não pagaria dividendos, de modo a “preservar o caixa da Companhia”, conforme entrevista concedida pelo então Presidente da Petrobras, Aldemir Bendine ao G1, portal de notícias da Globo.

Nos anos subsequentes, como pode ser identificado na tabela abaixo, a Petrobras voltou a pagar dividendos, mas em quantidade significativamente inferior quando comparado com o início das investigações.

Tabela 7 – Dividendos

| Em R\$mi | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|---------|---------|------|-------|-------|
| Dividendos pagos a Acionistas Não Controladores | (5.776) | (8.735) | 0 | (239) | (538) |

Fonte: DFP Petrobras

4.2. Governança Corporativa

A segunda seção dos resultados que pôde ser observada é com relação à Governança Corporativa da Petrobras, também extremamente impactada pela Operação Lava Jato.

Como a Companhia é listada na Bolsa de Valores, ela deve seguir regras impostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Como

também negocia suas ações nos Estados Unidos, Espanha e Argentina, deve seguir também as regras impostas por esses órgãos.

Antes mesmo das investigações de corrupção atingirem a Estatal, ela já tinha medidas de Governança Corporativa em prática, que incluíam a Reunião Anual de Acionistas, Comitê de Auditoria, Ouvidoria, Diretoria Executiva e Comitê de Negócios. Mesmo com essas práticas, grande parte das decisões eram concentradas no alto escalão da Companhia, sem passar por algum comitê específico, além de grande parte dos membros de comitês e Diretoria estarem envolvidos com corrupção.

Um dos exemplos é o ponto de partida das investigações da Operação Lava Jato e como elas atingiram a Petrobras, que vieram da delação de um membro do alto escalão da Estatal, Paulo Roberto Costa, ex-diretor de Abastecimento da Petrobras, o segmento que mais teve gastos adicionais capitalizados indevidamente, também conhecidos como “gastos com corrupção” como foi apontado nesse estudo acadêmico na seção acima “Baixa de Gastos Adicionais Capitalizados Indevidamente”.

Com o aprofundamento da Operação, foram identificados diversos outros membros da Diretoria Executiva e Conselho Administrativo que estavam envolvidos no esquema de corrupção, incluindo a CEO, Maria Foster e o Presidente do Conselho Administrativo, Guido Mântega.

Assim, após a identificação dos membros da Companhia envolvidos e sua devida exclusão da Petrobras, foram adotadas diversas medidas para melhora da Governança Corporativa. A primeira delas foi a renovação de sua Diretoria e Conselho, nos quais foram trazidos em grande parte membros externos e nenhum com envolvimento na Operação. A tabela abaixo mostra claramente a renovação gerada, evidenciando que grande parte dos membros estavam envolvidos com corrupção na época que as investigações atingiram a Companhia e que agora nenhum membro esteve envolvido no esquema.

Tabela 8 – Diretoria Executiva e Conselho de Administração

| Antes da Lava Jato | | | Depois da Lava Jato | | | | |
|---------------------------|---|------------------------|---------------------------|---|------------------------|--|--|
| Diretoria Executiva | | | Diretoria Executiva | | | | |
| Nome | Posição | Implicado na Lava Jato | Nome | Posição | Implicado na Lava Jato | Fucionário Petrobras Durante as Investigações? | Breve Descrição |
| Maria Foster | CEO | ✓ | Pedro Parente | CEO | ✗ | ✗ | Ocupa o cargo desde 2016. Já ocupou cargos executivos em outras companhias multinacionais. Foi membro do Conselho de Administração a Petrobras de 1999 a 2002 |
| Almir Barbassa | CFO e Diretor de RI | ✓ | Ivan Monteiro | CFO e Diretor de RI | ✗ | ✗ | Ocupa o cargo desde 2015. De 2009 a 2015 foi Vice-Presidente de Relação com Investidores do Banco do Brasil e membro do Conselho de Administração do PREVI |
| José Figueiredo | Diretor de Produção e Tecnologia | ✓ | Roberto Moro | Diretor de Produção e Tecnologia | ✗ | ✓ | Está na Petrobras há 35 anos, tendo ocupado diversas posições relacionadas à Engenharia. Na época das investigações, Sr. Moro era gerente de Engenharia da Subsea Developments. |
| José Filho | Diretor de E&P | ✓ | Solange Guedes | Diretor de E&P | ✗ | ✓ | Está na Petrobras há 30 anos, tendo ocupado posições de gerente na área de E&P. Na época das investigações era gerente de E&P Corporativa |
| José Martins | Diretor de Refino e Gás Natural | ✓ | Jorge Celestino | Diretor de Refino e Gás Natural | ✗ | ✓ | Está na Petrobras desde 1983, tendo ocupado posições de gerência nas áreas de exploração da Petrobras e BR Distribuidora. Na época das investigações era gerente de operações logísticas |
| José Dutra | Diretor de Estratégia | ✓ | Hugo Repsold | Diretor de Recursos Humanos | ✗ | ✓ | Está na Petrobras há 32 anos, tendo ocupado diversas posições relacionadas à E&P, Energia e Gás. Na época das investigações era gerente de Gás Corporativo e Energia |
| | | | Paulo José Alves | Diretor de Governança e Compliance | ✗ | ✓ | Está na Petrobras desde 1989 e ocupou diversas posições relacionadas à contabilidade. Na época das investigações era gerente de Contabilidade e Controle |
| | | | Nelson Costa Silva | Diretor de Estratégia | ✗ | ✗ | Ocupou diversas posições antes de entrar na Petrobras, como Gerente Geral da Embraes Europa, CEO Global da BHP Billiton e Presidente do Conselho da Comgás |
| Conselho de Administração | | | Conselho de Administração | | | | |
| Nome | Posição | Implicado na Lava Jato | Nome | Posição | Implicado na Lava Jato | Fucionário Petrobras Durante as Investigações? | Breve Descrição |
| Guido Mântega | Presidente do Conselho de Administração | ✓ | Luiz Carvalho | Presidente do Conselho de Administração | ✗ | ✗ | Ocupou diversas posições antes de entrar na Petrobras, como membro do conselho da CBD e presidente do conselho da IASB |
| Mauro da Cunha | Diretor | ✗ | Pedro Parente | Diretor | ✗ | ✗ | Ocupa o cargo desde 2016. Já ocupou cargos executivos em outras companhias multinacionais. Foi membro do Conselho de Administração a Petrobras de 1999 a 2002 |
| Francisco Albuquerque | Diretor | ✓ | Jerônimo Antunes | Diretor | ✗ | ✗ | Diretor independente da Petrobras. Já foi diretor da Sabesp |
| José Monforte | Diretor | ✗ | Francisco Petros | Diretor | ✗ | ✗ | Ocupou diversas posições antes de entrar na Petrobras. Trabalhou por mais de 25 anos em <i>asset managements</i> e foi CEO da ABAMEC-SP |
| Silvio Pinheiro | Diretor | ✗ | Segen Estefan | Diretor | ✗ | ✗ | É diretor da BR Distribuidora desde 2015. Já foi presidente do Conselho da BR Distribuidora de Novembro de 2015 à Abril de 2016 |
| Luciano Coutinho | Diretor | ✓ | Durval Soledade | Diretor | ✗ | ✗ | É diretor da BR Distribuidora e Petrobras desde 2016. Já foi diretor da CVM e trabalhou por 30 anos no BNDES |
| Marcio Zimmerman | Diretor | ✗ | Guilherme Ferreira | Diretor | ✗ | ✗ | Ocupou diversas posições antes de entrar na Petrobras. Foi membro do conselho do Pão de Açúcar, Unibanco e Banco Industrial |
| Sergio Quintella | Diretor | ✗ | Marcelo Filho | Diretor | ✗ | ✗ | Ocupou diversas posições antes de entrar na Petrobras. Tem 25 anos de experiência no mercado financeiro (UBS e Banco Garantia) além de conselheiro da Mills |
| Miriam Belchior | Diretor | ✗ | Betânia Rodrigues | Diretor | ✗ | ✓ | Está na Companhia há 12 anos nas áreas de Gerência Técnica e foi indicada pelos funcionários |
| Maria Foster | Diretor | ✓ | | | | | |

Fonte: RI Petrobras, Formulário de Referência 2014 e 2017

A partir da tabela acima também é possível concluir que os membros que já trabalhavam na Petrobras antes do início das Investigações não eram parte do alto escalão da Companhia e ocupavam no máximo cargos de gerência, tornando menor a possibilidade de envolvimento com corrupção.

Além das medidas tomadas na renovação de seu Conselho e Diretoria, a Estatal adotou diversas outras medidas para garantir melhor eficácia e transparência em suas decisões, incluindo ações de diligência de integridade e criação do Programa Petrobras de Prevenção da Corrupção (PPPC), o qual tem como objetivo detectar e corrigir atos de fraude e corrupção dentro da empresa. A gestão do PPPC é realizada pela Gerência Executiva de Conformidade que avalia diversos critérios que poderiam ser caracterizados

como atos ilícitos, incluindo lavagem de dinheiro, relacionamento com terceiros, presentes, brindes, hospitalidade e doações.

No final de 2017, com o objetivo de aumentar ainda mais suas medidas de Governança, foi decidido que a Petrobras elevaria seu nível na B3, passando ao Nível 2 de Governança Corporativa. Para atingir os requisitos mínimos foram realizadas mudanças em seu Estatuto Social, o qual passou a incluir a expansão de atribuições do comitê de acionistas minoritários, garantia de 100% de *tag along* para ações preferenciais (sob as mesmas condições garantidas às ações ordinárias) e uso de arbitragem para resolver disputas corporativas.

Os resultados das medidas implementadas surtiram efeito imediato com relação à imagem da Petrobras perante aos investidores e a mídia, tendo recebido diversos reconhecimentos, incluindo o certificado de Governança Corporativa da B3 para empresas estatais, o prêmio “Estadão Empresas Mais Award” e o certificado de excelência em Governança Corporativa pela IG-SEST.

Portanto, a partir da análise acima, é possível concluir que as investigações de corrupção afetaram significativamente a Petrobras, que passou por diversas mudanças relacionadas ao seu comando, substituindo todos envolvidos na Operação Lava Jato por membros distantes dos ocorridos, além de criar novas segmentações em sua estrutura organizacional e adotar melhores práticas de Governança Corporativa. Todas alterações realizadas foram reconhecidas, seja por aumento da confiança do investidor ou por prêmios recebidos por entidades respeitadas pelo mercado.

4.3. Programa de Desinvestimento

Após mudanças na Governança Corporativa, foram criadas outras medidas que visam melhorar a estratégia de investimento e geração de caixa da Companhia, através de desinvestimentos estratégicos.

Antes das investigações atingirem a Petrobras, esta tinha um dos maiores planos de investimento do mundo, expandindo para diversos países e setores da Economia.

Após a crise que atingiu a Companhia, foi implementado um plano de ação focado em algumas iniciativas, incluindo um plano de desinvestimento para vender ativos que não se encaixam em sua atividade principal. Além disso, o CEO Pedro Parente alegou que a Estatal diminuirá sua participação na indústria, para que outros participantes possam entrar e favorecer o setor de Óleo e Gás no Brasil. Tais iniciativas favorecem tanto a Petrobras, que não precisará de tantos investimentos como atualmente e o país, que será menos dependente da Companhia para o desenvolvimento da indústria de Óleo e Gás.

Com relação ao programa de desinvestimento, segundo a Companhia, seu objetivo é atingir o total de US\$21 bilhões em vendas e parcerias até o final de 2018. Em 2017, a Petrobras já alcançou US\$4.5 bilhões, principalmente pelo IPO de BR Distribuidora (R\$ 5 bilhões), parceria no campo Roncador, na Bacia de Campos (US\$ 2.9 bilhões) e a venda do Campo Azulão (US\$55 milhões).

O Programa de Desinvestimento pode ser observado também de forma contábil, pela linha contida no Balanço Patrimonial da Companhia, chamada de “Ativos Classificados Como Mantidos Para Venda”, evidenciada na tabela abaixo.

Tabela 9 – Ativos classificados como mantidos para venda

| Em R\$mi | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Circulante | 123.351 | 135.023 | 169.581 | 145.907 | 155.909 |
| Ativos classificados como mantidos para venda | 5.638 | 13 | 595 | 18.669 | 17.592 |

Fonte: DFP Petrobras

A partir da análise da tabela, em conjunto com as Notas Explicativas da Petrobras, é possível determinar que nela são inclusos somente ativos que já tiveram sua venda aprovada, e portanto, não chega a somar os US\$ 21 bilhões do plano total. Em 2016, ano em que o Programa de Desinvestimento foi lançado, a conta aumenta em mais de 3.000% com relação ao ano anterior, visto que houve a adição dos seguintes ativos: Petrobras Chile Distribución LTDA (PCD), Nova Transportadora do Sudeste, Liquigás, PetroquímicaSuape e Citepe, Guarani S.A, Nova Fronteira, cessão de direitos das áreas

de concessão denominadas Iara e Lapa e Térmicas Rômulo Almeida e Celso Furtado. Em 2017 foram adicionados o campo Roncador e Azulão na mesma conta, que mesmo assim sofreu um decréscimo devido à conclusão da venda e transferência de alguns ativos antes listados.

Ainda contribuindo para essa análise, pode ser observada a conta de “Investimentos em Área de Negócios”, presente no Fluxo de Caixa da Companhia e destacado na tabela abaixo.

Tabela 10 – Investimentos em áreas de negócios

| Em R\$mi | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Investimentos em área de negócios | (98.038) | (81.795) | (70.781) | (48.137) | (42.403) |

Fonte: DFP Petrobras

Esta linha evidencia o discurso de Pedro Parente de que pretendem diminuir gradualmente os investimentos em área de negócios, mantendo somente ativos essenciais para suas atividades principais. Os investimentos sofreram queda de mais de 30% de 2015 para 2016 e mais de 12% de 2016 para 2017, com perspectivas de diminuir mais até a conclusão do Plano de Desinvestimento mencionado anteriormente.

Contudo, com base na análise acima, é possível argumentar que o impacto da Operação Lava Jato nesse quesito levou à um plano de ação com mais foco nas atividades principais da Estatal, de modo que a geração de caixa volte a ser forte, com menores investimentos e crescimento mais sustentável.

4.4. Reações de Mercado

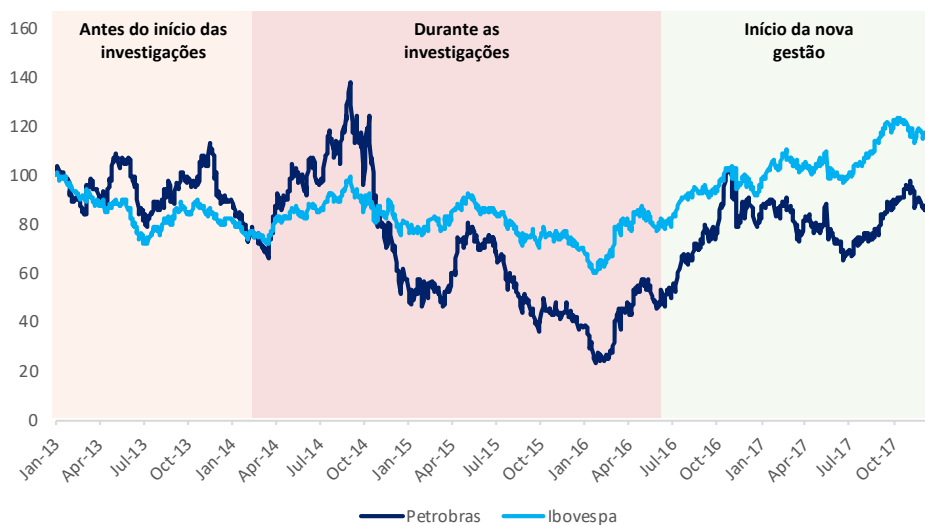
Com o âmbito de concluir a discussão sobre os resultados apresentados, é importante identificar quais as reações que o mercado teve conforme os diversos ocorridos atingiam a Petrobras. Assim, tanto as análises contábeis quanto as

relacionadas à Governança Corporativa e parte do Desinvestimento da Petrobras podem ser exemplificadas e ilustradas com as opiniões de investidores e especialistas de mercado, a partir de gráficos históricos do preço da ação e recomendações de analistas de *Equity Research*.

A partir do gráfico do histórico do preço da ação da Petrobras abaixo, é possível observar que a ação desvalorizou drasticamente a partir do segundo semestre de 2014 até o primeiro semestre de 2016, período no qual as investigações da Operação Lava Jato mais atingiram a Companhia. O gráfico abaixo também evidencia a melhora da confiança dos investidores na Estatal a partir do segundo semestre de 2016, marcado pela área verde no gráfico como o início da gestão de Pedro Parente, que instituiu as diversas mudanças mencionadas anteriormente, tanto de Governança Corporativa e Desinvestimento, como melhores práticas contábeis e de gestão de recursos.

Gráfico 6 – Histórico do Preço da Ação e Ibovespa

(Preço da ação indexado a 100)

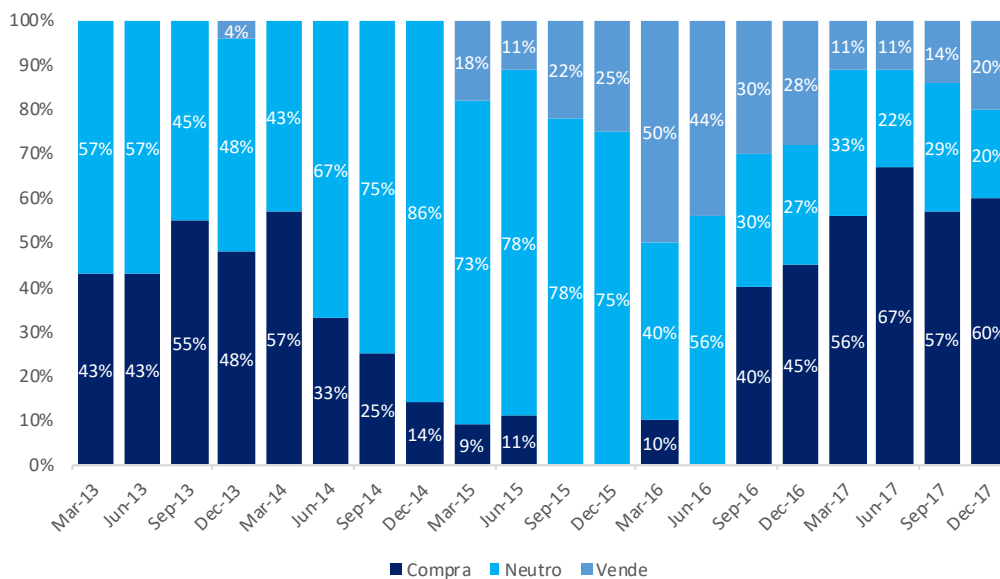


Fonte: Economática

Também, como parte da análise de mercado, é importante observar a recomendação dos analistas de *Equity Research* de diversos bancos de investimento,

que também indicam o mesmo período como o mais crítico para a Companhia, onde mais de 50% dos analistas recomendam a venda ou são neutros com relação às suas ações, como pode ser observado no gráfico abaixo.

Gráfico 7 – Histórico de Recomendação de Analistas



Fonte: Bloomberg. Amostra definida com base nas recomendações disponibilizadas e divulgadas pelos analistas de *Equity Research* que têm parceria com a plataforma Bloomberg.

A partir do gráfico acima é possível identificar que a reação dos analistas segue o mesmo movimento indicado pelo gráfico histórico das ações da Companhia, mostrado anteriormente. A Petrobras apresentou um período de pouca confiança para especialistas de mercado, que recomendaram manter ou vender ações da Estatal durante o período de investigações.

No entanto, o mercado e especialistas tem reagido positivamente às novas determinações e mudanças na Companhia. Em dezembro de 2017, 60% dos analistas de mercado recomendavam a compra de ações, ao mesmo tempo que o preço da ação se recuperava, atingindo patamares próximos ao período antes da Operação Lava Jato ter início.

5. Conclusão

Desde março de 2014 o Brasil passou por diversas mudanças causadas pela Operação Lava Jato, que não atingiram somente a Companhia estudada, mas também outras empresas relevantes no mercado brasileiro.

Na Petrobras, foram descobertas diversas práticas referentes à corrupção e lavagem de dinheiro. Esse estudo acadêmico teve como objetivo identificar qual o impacto contábil que tais práticas ilegais apontadas durante a Operação Lava Jato tiveram na Estatal e, após isso, analisar se houve medidas para melhorar sua situação financeira.

Durante a análise das Demonstrações Financeiras foi possível identificar vários impactos contábeis na Companhia que afetaram negativamente seus resultados ao longo das investigações, entre eles aumento nas despesas com Impairment, despesas tributárias e baixa de gastos adicionais contabilizados indevidamente.

Além dos impactos contábeis, foram evidentes as mudanças na Governança Corporativa, caracterizada pela eliminação dos antigos membros da Diretoria Executiva e Conselho de Administração e a instituição de diversas práticas de Governança respeitadas no Brasil e internacionalmente, aumentando o grau de confiança dos investidores. Como consequência de uma melhor gestão, foi instituído o Programa de Desinvestimento da Petrobras, com o âmbito de melhorar a gestão de recursos e geração de caixa da Estatal.

Tanto os impactos contábeis quanto as mudanças de Governança e foco de investimentos foram identificados pelo mercado ao longo do tempo analisado e retratados por mudanças no preço da ação e recomendação de analistas de mercado.

Assim, com base em toda análise realizada nesse estudo acadêmico, é possível concluir que a Operação Lava Jato teve impactos contábeis iniciais desfavoráveis para a Companhia, levando a resultados negativos. No entanto, estes foram contornados por uma melhora nas práticas de Governança Corporativa e estratégia. A Petrobras tem mostrado retomada de crescimento frente ao mercado, impulsionada por demonstrações financeiras sem práticas de corrupção e uma gestão mais eficiente combinada com

estratégia de crescimento com maior foco e menor escala, levando a um crescimento sustentável de longo prazo.

Referências

Art. 3º da Lei 11.638. Brasil, 2007. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acessado em: 19 de Setembro de 2017.

CHEMIM, Rodrigo. **Mãos Limpas e Lava Jato.** 2017. Lido em 21 de Setembro de 2017.

Código Penal. 38. ed. São Paulo: Saraiva, 2000. 760 p.

DAS, Ranjan; MUKHERJEE, Kajari. **Complex Issues Management: Strategies and Tactics.** 2006. Acessado em 21 de Setembro de 2017.

Folha de São Paulo. **Folha Explica – Operação Lava Jato.** 2017. Disponível em <<http://arte.folha.uol.com.br/poder/operacao-lava-jato/>> Acessado em 14 de Setembro de 2017.

FUSCO, Eugenio. **Selected Notes on The Fight Against Corruption in Italy After the So-Called “Mani Pulite” (“Clean Hands”) Investigation.** 2011. Acessado em 21 de Setembro de 2017.

G1. **Petrobras anuncia que não pagará dividendos a acionistas em 2015.** 2015. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2015/04/petrobras-anuncia-que-nao-pagara-dividendos-acionistas-em-2015.html>> Acessado em 15 de Maio de 2018.

GRAHAM, Benjamin. **The Intelligent Investor.** 2006. Disponível em <<http://www.fxf1.com/english-books/The%20Intelligent%20Investor%20-%20BENJAMIN%20GRAHAM.pdf>> Acessado em 20 de Abril de 2018.

HOOG, Wilson; LOPES DE SÁ, Antônio. **Corrupção, Fraude e Contabilidade.** 2012. Lido em 19 de Setembro de 2017.

MENDES, Cassandro; OLIVEIRA, Jailson. **Money Laundering and Corrupt Officials: A Dynamic Model.** 2012. Acessado em 20 de Setembro de 2017.

Ministério Público Federal. **Caso Lava Jato**. 2017. Disponível em <<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>> Acessado em 14 de Setembro de 2017.

Petróleo Brasileiro SA. **Resultados Financeiros de 2013 à 2017**. Acessado em 13 de Março de 2018.

SARGIACOMO, Massimo; IANNI, Luca; D'ANDREAMATTEO, Antonio; SERVALLI, Stefania. **Accounting and the Fight Against Corruption in Italian Government Procurement: A Longitudinal Critical Analysis (1992-2014)**. 2015. Acessado em 20 de Setembro de 2017.

TRAVAGLIO, M. **La scomparsa dei fatti. Si prega di abolire le notizie per non disturbare le opinioni**. 2008. Lido em 19 de Setembro de 2017.

VANNUCCI, Alberto. **The Controversial Legacy of 'Mani Pulite': A Critical Analysis of Italian Corruption and Anti-Corruption Policies**. 2009. Acessado em 22 de Setembro de 2017.