



28 · 29 · 30  
de OUTUBRO

**XII SEGET**  
SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
TEMA 2015  
Otimização de Recursos e Desenvolvimento



# O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO RISCO DA EMPRESA PETROBRAS

**LUCIMEIRE CORDEIRO DA SILVA FARIA**  
lucimeire.silva@foa.org.br  
UniFOA

**DEBORA AMANDIO KRAMER**  
deborakramer@yahoo.com.br  
UniFOA

**VIVIANE MONSORES DO NASCIMENTO**  
vivimn\_29@yahoo.com.br  
UniFOA

**PATRICIA NUNES COSTA REIS**  
patricia.nunes@foa.org.br  
UniFOA

**AGAMÊMNON ROCHA SOUZA**  
Agamemnom.Souza@foa.org.br  
UniFOA

**Resumo:** Diante dos conflitos existentes entre os interesses dos acionistas e dos administradores das organizações, houve a necessidade de uma regulamentação para a governança. Em resposta aos escândalos foi criada a Lei Sarbanes-Oxley que determinou que os relatórios financeiros das empresas com ações em bolsas norte-americanas devam conter uma declaração do presidente e do diretor financeiro se responsabilizando pelas informações e procedimentos de divulgação, de forma que possam responder por possíveis fraudes. Foi criado também o código e Melhores Práticas de Governança Corporativa que possui como principal objetivo: transparência, equidade, prestação de contas com responsabilidade, respeito ao cumprimento das leis. Este artigo buscou identificar se o risco da empresa é afetado quando há quebra dos princípios da Governança Corporativa. Para tanto foi utilizado os dados históricos da empresa Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás e foi comparado suas atitudes com o código de melhores práticas e em seguida foi analisado o impacto disso na medida de risco (beta) da empresa. A metodologia adotada foi descritiva, bibliográfica e documental. De acordo com os resultados encontrados observa-se que o conceito de equidade não foi seguido. A estatal ainda tem um acionista majoritário, que é o Governo Federal, e este com mais de 51% das ações têm o poder de decisão podendo desconsiderar o interesse dos demais acionistas minoritários e outros stakeholders. Conclui-se que o não cumprimento das normas de boa governança corporativa prejudicou a imagem da empresa e isso se refletiu na confiança dos investidores provocando a queda do preço de suas ações.

**Palavras Chave: Governança corporati - Petrobras - Risco. - -**



28 · 29 · 30  
de OUTUBRO

**XII SEGET**  
SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
TEMA 2015  
Otimização de Recursos e Desenvolvimento



## 1. INTRODUÇÃO

Com o passar do tempo as organizações cresceram em número e em competitividade. Verificou-se a necessidade da abertura do capital para diversos acionistas. Os mesmos podem ser portadores de ações ordinárias (com direito a voto) e ações preferenciais (sem direito a voto). A eleição do Administrador passa a ser privilégio somente dos acionistas com direito a voto, o que provocou, ao longo da história, muita discussão sobre os conflitos de interesses entre os acionistas e administradores.

Com diversos escândalos financeiros e geração de alto custos, chamados de “custos de agência” para os acionistas, houve a necessidade de uma regulamentação de governança, a mesma é chamada de corporativa por ser governada por todos os acionistas ou seja, todos tem direito a voto, inexistindo acionistas preferenciais e/ou acionista majoritário (detentor de mais de cinquenta por cento das ações), sendo esta uma das premissas a ser seguidas pelas empresas optantes por este tipo de governança.

Este modelo surge em defesa dos interesses dos acionistas e *stakeholders* (grupos de interesse). Os escândalos ocorridos nos últimos tempos remete o acadêmico a uma reflexão sobre o impacto da governança no risco da empresa. Presenciou-se ao longo da história, um escândalo de uma empresa de grande importância para o Brasil: a Petrobras.

Verifica-se que o problema de governança e corrupção gerou um clima de incerteza no mercado, tornando relevante este estudo que realizará a reflexão sobre:

Qual a influência da governança no risco da empresa Petrobras?

Para responder este problema, o trabalho se pautará em referências bibliográficas e um estudo de caso. Tendo como objetivo final analisar o impacto do desempenho da governança no risco da empresa Petrobras e como objetivos intermediários: analisar as normas para realização de uma boa governança corporativa e analisar a evolução do risco da Petrobras através do cálculo do beta.

## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 2.1 Conceito de Governança Corporativa

Tirole (2006) conceitua governança como sendo o caminho em que os suprimentos das finanças das corporações asseguram-se de obter um retorno sobre o investimento deles. Porém estudiosos juntamente com acadêmicos, consultores e gestores criticam essa visão de economistas, que se preocupam somente com o retorno dos investimentos e argumentam que outros *stakeholders* também possuem interesse na situação da empresa e que esses grupos deveriam ser incluídos nos estudos.

Já para Oliveira (2011, p 16) Governança Corporativa se define como:

Governança Corporativa é o conjunto de práticas administrativas para otimizar o desempenho das empresas – com seus negócios, produtos e serviços – ao proteger, de maneira equitativa, todas as partes interessadas – acionistas, clientes, fornecedoras, credores, funcionários, governos - , facilitando o acesso às informações básicas da empresa e melhorando o modelo de gestão.

Pitzer (2011, p. 21) cita a visão de Tricher (2000) segundo Álvares, Giacometti e Gusso (2008), que diz que a idéia de Governança Corporativa vem desde Adam Smith, apesar de não ter essa denominação ainda. Em 1776, já se discutia sobre que não se pode confiar que os gestores cuidassem dos interesses da empresa da mesma forma como fariam para interesse

próprio. Apesar de ser um questionamento antigo o termo Governança Corporativa ganhou mais destaque recentemente.

Conforme relatado no site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa<sup>1</sup> – IBGC (2015), ao longo do século 20, a economia dos diversos países tornou-se cada vez mais marcada pela integração aos dinamismos do comércio internacional e também pela expansão das transações financeiras em escala global. As companhias foram objetivo de sensíveis transformações, uma vez que o acentuado ritmo de crescimento das atividades promoveu uma readequação de sua estrutura de controle, vinda da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O começo dos debates sobre Governança Corporativa refere-se a conflitos relacionados à propriedade dispersa e à diferença de interesses dos sócios, gestores e o melhor interesse da empresa.

Uzeda e Monteiro (2014, p. 469) mencionam que em resposta a fraudes fiscais, foi instituída pelos Estados Unidos, a Lei *Sarbanes-Oxley* que também é um dos pilares da Governança Corporativa. Esta determinou que os relatórios financeiros das empresas com ações em bolsas norte-americanas devam conter uma declaração do presidente e do diretor financeiro se responsabilizando pelas informações e procedimentos de divulgação, de forma que possam responder por possíveis fraudes.

Ainda falando sobre a história da Governança Corporativa, Carvalhal da Silva (2005, p. 15) *apud* Uzeda e Monteiro (2014, p. 469), destaca que, em 1992, foi elaborado o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Neste e em outros códigos, os principais objetivos e princípios básicos descritos são:

- I. **Transparência (*disclosure*):** com a qual a administração deverá zelar por uma eficiente comunicação interna e externa;
- II. **Equidade (*fairness*):** que está centrada na obrigação empresarial de fornecer um tratamento justo e igualitário para os seus stakeholders;
- III. **Prestação de contas com responsabilidade (*accountability*):** todos os agentes da Governança Corporativa devem responder integralmente pelos atos praticados e devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticam no exercício de seus mandatos;
- IV. **Respeito ao cumprimento das leis ou responsabilidade corporativa (*compliance*):** os conselheiros executivos devem zelar pela visão de longo prazo e sustentabilidade da organização, inclui-se neste princípio a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumo) oferecidos pela própria comunidade, entre outras vantagens.

Para designar uma forma de gestão que tornasse as companhias abertas mais confiáveis e socialmente mais responsáveis, o termo Governança Corporativa começou a ser utilizado nos Estados Unidos, no final da década de 1980, para indicar uma forma de gestão e desenvolver mecanismos que conferissem maior visibilidade e transparência ao processo decisório. Com a ampliação do movimento pela governança corporativa, outros temas como ética e responsabilidade social foram sendo incorporados ao debate. (CARLSSON, 2001) *apud* BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira, BERNARDES Patrícia, BRANDÃO Mônica Mansur (2006, p.185)

Silva *et al* (2009, p. 41) explicam que para aumentar o valor da empresa e assegurar os investimentos e aportes de novos recursos, tornou-se fundamental posturas, ações e atitudes

---

<sup>1</sup> Informação obtida através do site <http://www.ibgc.org.br>, último acesso em 10/03/2015

como a transparência das informações contábeis e da gestão, a equidade no tratamento dos acionistas e a periódica prestação de contas, assim como a criação do Conselho de Administração nas empresas e de comitês que o assessoram, bem estruturados, competentes e responsáveis, voltados para uma gestão ética, transparente e igualitária entre os acionistas, compreendendo, enfim, toda uma estrutura de órgãos e agentes e a adoção de práticas de Governança Corporativa modernamente propugnadas nos mercados de capitais mais consolidados.

Ainda de acordo com Silva *et al* (2009, p 43):

Embora a Governança Corporativa seja comumente associada principalmente a aspectos da estrutura da alta gestão, em certa medida ela só é eficaz se também produz resultados positivos em todos os níveis internos da organização, compreendendo essencialmente a boa performance na gestão de riscos e controles internos, incluídas nisso as questões de comportamento e conduta ética, bem como a elaboração e evidenciação das informações.

### 2.1.2 A Governança Corporativa no Brasil

Pitzer (2011, p.24) evidencia que nos anos 90 ocorreram diversas privatizações no Brasil bem como a redução e até exclusão das barreiras com a abertura econômica, neste período diversas fusões e aquisições ocorreram colaborando para alterar a composição de capital das organizações e o estilo de governança. Isso forçou o país a criar o modelo de Governança Corporativa adotando padrões para combater o controle concentrado de capital e assim proteger os acionistas minoritários. A Bovespa contribuiu para essa regulamentação criando uma classificação de governança, sendo este o assunto do próximo item.

### 2.2 Critérios de Classificação de Governança segundo a Bovespa

Conforme menciona o *site* do IBCG<sup>2</sup> (2015) a contribuição da BOVESPA à aplicabilidade das práticas de Governança Corporativa foi criar os segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de Governança Corporativa. Além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de Governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado com o objetivo de estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas participantes.

Atualmente conta no site da BOVESPA<sup>3</sup> (2015) os seguintes segmentos especiais de listagem: Bovespa Mais;, Bovespa Mais Nível 2; Novo Mercado; Nível 2 e Nível 1. É possível negociar normalmente as ações sem estar em um dos níveis diferenciados, mas algumas instituições iniciaram movimentos que sugeriram a adoção dessas novas práticas de governança de forma voluntária e sem obrigações legais.

Segundo o mesmo *site*, os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA foram criados no momento em que perceberam que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas.

Todos os segmentos prezam por rigorosas regras de governança corporativa e essas regras não se restringem as obrigações ditas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm o objetivo melhorar a avaliação das companhias que aderirem, espontaneamente, a um desses níveis. As regras também atraem os investidores ao assegurar direitos e garantias a eles, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, que faz com que diminua o risco.

<sup>2</sup> Informação obtida através do site [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br), último acesso em 10/03/2015.

<sup>3</sup> Informação obtida através do site [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br), último acesso em 07/04/2015.

Desde logo, O segmento **Bovespa Mais** foi criado com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado brasileiro de ações e para empresas que desejam acessá-lo de forma gradual. Ele tem o objetivo de provocar o crescimento de pequenas e médias empresas e a estratégia de acesso gradual permite que ela se prepare de forma adequada e aumentando sua visibilidade para os investidores. O **Bovespa Mais Nível 2** assim como o Bovespa Mais foi criado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual pois possibilita a realização de captações menores se comparadas ao segmento Novo Mercado, mas que são suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. As empresas com ações admitidas nesse nível tendem a atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio e as ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores que tenham perspectivas de retorno de médio e longo prazo

O Novo Mercado tem um padrão altamente diferenciado de Governança Corporativa. Ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital a partir da primeira listagem em 2002. Se consolidou, na última década, como uma seção designada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, outras práticas de Governança Corporativa além daquelas exigidas por lei. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que aumentam os direitos dos acionistas, também na adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e ampla. O Novo Mercado leva as empresas para o mais alto padrão de Governança Corporativa. As empresas listadas nesse segmento só podem emitir ações ordinárias (ON), aquelas com direito a voto.

O **Nível 2** é similar ao Novo Mercado, mas nele as empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador. As ações preferenciais dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas.

Já no **Nível 1** as companhias listadas devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, elas divulgam informações adicionais às exigidas em lei.

### 2.3 Quais são os Problemas mais comuns identificados em Governança Corporativa?

Para Uzeda e Monteiro (2014, p 468), os conflitos de interesse entre acionistas e administradores, consequência da separação entre o controle e a gestão das grandes empresas contemporâneas foi justamente uma das principais razões da origem da Governança Corporativa. Esse conflito de interesses é também intitulado de “problema de agência” ou “problema de agente-principal” (*agency*). Ele surge quando o bem-estar de uma parte, tida como principal, depende das decisões tomadas pela outra, chamada de agente. Embora o agente deva decidir sempre em benefício do principal, ocorre muitas vezes que os interesses das duas partes sejam conflitantes e dêem margem para um comportamento inoportuno por parte do agente. Isso ocorre quando existe um acionista majoritário, que detém o controle, e escolhe quem vai administrar a empresa.

Conforme mencionado no site do IBGC<sup>4</sup> (2015) o objetivo da Governança Corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos de incentivos e de monitoramento, para assegurar que o comportamento dos administradores esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. A boa prática de Governança proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a monitoração da direção executiva. As

---

<sup>4</sup> Informação obtida através do site [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br), último acesso em 10/03/2015.

principais ferramentas que asseguram tal controle são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal.

A ausência de conselheiros qualificados e de bons sistemas de Governança Corporativa tem levado empresas a fracassos decorrentes de:

- I. Abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros);
- II. Erros estratégicos (resultado de muito poder concentrado no executivo principal);
- III. Fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

Tirole (2006) acredita existir diversas formas em que a gerência pode não estar atuando visando o interesse dos proprietários. Diante disso ele divide estas formas em quatro categorias e essas categorias são chamadas por diversos autores como risco moral. As categorias estão relacionadas abaixo.

- I. O esforço insuficiente: O que é importante é o gerente trabalhar para elevar o valor da empresa. O gestor pode fazer várias coisas, mas o que é para fazer, que vai elevar o valor da empresa, ele não faz. Gestores podem atribuir muito pouco tempo para a tarefa que foram contratados porque se comprometem com outras atividades (conselhos de administração, envolvimento político, os investimentos em outros empreendimentos, e, mais geralmente atividades pouco ou não relacionadas com a gestão da empresa).
- II. Investimentos extravagantes: Há ampla evidência, diretas e indiretas, que alguns gerentes envolvem-se em projetos de estimação e constroem impérios em detrimento dos acionistas.
- III. Estratégias de entrincheiramento: Altos executivos muitas vezes tomam ações que ferem os acionistas a fim de manter ou garantir a sua posição. Primeira situação, os gerentes, podem investir em linhas de atividades em que se tornam indispensáveis. Segunda situação, eles manipulam medidas de desempenho, de modo à "boa aparência" quando as suas posições podem ser ameaçadas, nesse caso eles podem usar técnicas de contabilidade "criativas" para mascarar a condição de deterioração da empresa. Eles podem ser excessivamente conservadores quando o seu desempenho é satisfatório e, por outro lado, tomar uma atitude relativamente comum dos gestores "em apuros", cujo desempenho atual é insatisfatório e precisam apresentar resultados, é assumir riscos excessivos. A terceira situação é que os gestores rotineiramente resistem a aquisições hostis de empresas, uma vez que estas ameaçam a sua posição de longo prazo.
- IV. A auto-negociação (enriquecimento ilícito): Por último, os gestores podem aumentar seus benefícios privados de executar a empresa, envolvendo em uma ampla variedade de comportamentos de auto-negociação que vão desde algo benigno até a atividades ilegais. Os gerentes podem conseguir regalias, tais como jatos particulares, carros, etc, escolher o seu sucessor entre seus amigos ou nomear indivíduos que não vão criticar ou lançar dúvidas sobre o seu passado de gestão. A auto-negociação também pode chegar a ilegalidade no caso de roubo ou de insider trading que é o vazamento de informações para analistas de Wall Street ou outra.

Os recentes escândalos financeiros têm se concentrado mais no enriquecimento ilícito, que é um pouco mais fácil de descobrir e especialmente demonstrar do que esforço

insuficiente, investimentos extravagantes, ou estratégias de entrincheiramento, que são fatores que também afetam um bom funcionamento da governança corporativa.

Ainda segundo Tirole a Governança Corporativa funciona mal por vários motivos entre eles estão a existência da falta de transparência, o nível de pacote de compensação em que o gerente acha que não está ganhando bem então rouba para compensar, a ligação fraca entre compensação e performance onde a firma não tem lucro e acredita que o lucro não depende do gestor e manipulação contábil. A total importância do risco moral é geralmente suavizada pela mera observação de gestão mau comportamento, que forma a "ponta do iceberg". A parte submersa do iceberg é a resposta institucional em termos de governança corporativa, finanças e contratos de incentivos gerenciais.

## 2.4 Riscos x Governança

Como já mencionado anteriormente o objetivo da Governança Corporativa é oferecer informações mais transparentes a todas as partes interessadas na empresa. Para Assaf Neto (2012, p. 42), "A maior transparência oferecida pelas boas práticas de Governança Corporativa leva também a uma redução do risco e, em consequência, do custo de capital da empresa".

O mesmo autor também fala sobre a Teoria da Utilidade que mostra como o risco influencia na decisão do investidor.

A Teoria da Utilidade descreve um processo racional de decisão dos investidores diante de questões envolvendo diferentes posições de risco e retorno esperado. Esta teoria pressupõe, diferente das Finanças Comportamentais, que todos os investidores agem de maneira perfeitamente racional na avaliação do risco. Todo o indivíduo procura sempre maximizar sua utilidade, ou seja, seu grau de satisfação. (ASSAF NETO, 2009; p. 43)

Brigham *et al* (2008, p. 175) *apud* Ponte e Holanda (2011, p. 97), dizem que o risco pode ser entendido como a possibilidade de um investidor ganhar menos que o esperado em determinado investimento. Dessa forma, quanto maior a possibilidade de retornos baixos ou negativos, mais arriscado é o investimento.

"Há dois tipos de risco: o sistemático (ou conjuntural) e o não sistemático (ou próprio de um ativo). O primeiro afeta todos os ativos ou empresas de um mercado, enquanto o segundo afeta apenas um único ativo ou empresa" (ASSAF NETO, 2009) *apud* Ponte e Holanda (2011, p. 97).

### 2.4.1 Medida de Risco

Para Assaf Neto e Lima (2009, p. 477), "o Beta mede a sensibilidade de um ativo em relação às movimentações da carteira de mercado. Quanto maior o Beta de um investimento, mais alto o seu risco".

Logo, o índice Beta é calculado da seguinte forma:

$$\beta_{ação} = \frac{Cov(r_{ação}, r_{mercado})}{Var(r_{mercado})}$$

Onde:

$\beta_{ação}$  = beta da ação

$Cov(r_{ação}, r_{mercado})$  = covariância retornos da ação x retornos do mercado

$$Var(r_{mercado}) = \text{variância dos retornos do mercado}$$

## 2.5 A Petrobras

A Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras<sup>5</sup>, segundo o seu site, atua como uma empresa integrada de energia nos seguintes setores: exploração e produção, refino, comercialização, transporte, petroquímica, distribuição de derivados, gás natural, energia elétrica, gás-química e biocombustíveis.

Além do Brasil, está presente em outros 17 países e é líder do setor petrolífero no nosso país. Expandiu suas operações para estar entre as cinco maiores empresas integradas de energia no mundo até 2030.

De acordo com o seu Estatuto Social de 02/04/2014<sup>6</sup>, a Petrobras é uma Sociedade anônima de capital aberto, e está sob o controle de seu acionista majoritário, a União Federal (representada pela Secretaria do Tesouro Nacional), com prazo de duração indeterminado, que se regerá pelas normas da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976) e pelo presente Estatuto da empresa. Esse controle da União será exercido mediante a propriedade e posse de, no mínimo, cinquenta por cento, mais uma ação, do capital votante da Sociedade.

### 2.5.1 Composição Acionária

Ainda segundo informações do seu Estatuto Social o Capital Social da empresa é de R\$ 205.431.960.490,52 (duzentos e cinco bilhões, quatrocentos e trinta e um milhões, novecentos e sessenta mil, quatrocentos e noventa reais e cinquenta e dois centavos), dividido em 13.044.496.930 (treze bilhões, quarenta e quatro milhões, quatrocentos e noventa e seis mil e novecentos e trinta) ações sem valor nominal, sendo 7.442.454.142 (sete bilhões, quatrocentos e quarenta e dois milhões, quatrocentos e cinqüenta e quatro mil e cento e quarenta e duas) ações ordinárias (com direito de voto) e 5.602.042.788 (cinco bilhões, seiscentos e dois milhões, quarenta e dois mil e setecentos e oitenta e oito) ações preferenciais (estas sempre sem direito a voto). Observe a tabela 01, abaixo descrita:

**Tabela 1: Composição do Capital Social da Petrobrás**

Tipo	%	Quantidade	Valor
Ordinárias	57	7.442.454.142	R\$ 117.207.888.771,52
Preferenciais	43	5.602.042.788	R\$ 88.224.071.719,00
Total	100	13.044.496.930	R\$ 205.431.960.490,52

Fonte: Elaborada pelas autoras

### 2.5.2 Modelo de Governança

Segundo o site da Petrobras Relacionamento com os Investidores<sup>7</sup> ela aprimora constantemente suas práticas de governança corporativa e seus instrumentos de gestão e se tratar de uma companhia de capital aberto, segue as regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da BM&FBovespa. No exterior, cumpre as normas da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e da *Nyse*, nos Estados Unidos; do *Latibex* da *Bolsa y Mercados Españoles*, na Espanha; e da *Comisión Nacional de Valores* (CNV) e da Bolsa de

<sup>5</sup> Informação obtida através do site [www.petrobras.com.br](http://www.petrobras.com.br), último acesso em 09/05/2015.

<sup>6</sup> Informação obtida através do site [www.investidorpetrobras.com.br](http://www.investidorpetrobras.com.br), último acesso em 09/05/2015.

<sup>7</sup> Informação obtida através do site [www.investidorpetrobras.com.br](http://www.investidorpetrobras.com.br), último acesso em 09/05/2015.

Comércio de Buenos Aires, na Argentina. A estrutura da sua Governança Corporativa é composta pela Assembleia Geral de Acionistas, Conselho Fiscal, Conselho de Administração e seus Comitês, Auditoria, Ouvidoria Geral, Diretoria Executiva e Comitê de Negócios.

### **3 METODOLOGIA**

**3.1 Quanto aos Fins:** A pesquisa é do tipo descritiva.

Segundo Vergara (2007, p.47), “A pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza”. O autor também afirma que não precisa necessariamente explicar os fenômenos que descreve, embora eles sirvam de base para confirmar as explicações descritas

**3.2 Quanto aos Meios:** A pesquisa é Bibliográfica e Documental.

Ainda de acordo com Vergara (2007, p. 48), “Pesquisa bibliográfica é o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral”.

O mesmo autor também descreve a investigação documental da seguinte forma:

... é a realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza, ou com pessoas, registros, anais, regulamentos, circulares, ofícios, memorandos, balancetes, comunicações informais, filmes, microfimes, fotografias, videoteipe, informações em disquete, diários, cartas pessoais e outros. (VERGARA,2007; p. 48)

**3.3 Etapas da Pesquisa:**

- I. 1ª. Etapa: Levantamento de dados bibliográficos
- II. 2ª. Etapa: Estudo sobre Governança Corporativa e risco
- III. 3ª. Etapa: Estudo sobre a empresa
- IV. 4ª Etapa: Cálculo da evolução do risco da empresa Petrobrás.
- V. 5ª Etapa: Discussão dos resultados.

## **4 DISCUSSÕES E RESULTADOS**

Esta seção apresentará em primeiro lugar as normas de Governança Corporativa quebradas pela Petrobras. Em seguida vamos apresentar a atuação da gerência da estatal em relação ao que os autores chamam de risco moral. E por último vamos demonstrar a evolução do risco da Petrobrás através do cálculo do Beta.

A Petrobras atingiu o status de maior empresa do setor petrolífero no Brasil e América Latina, porém a estatal está passando por uma fase turbulenta. Crises no setor petrolífero mundial, que abaixaram o preço do petróleo no mercado internacional, investigações sobre corrupção, renúncia de diretores, processos, sobe e desce de ações, deixam a empresa numa situação desfavorável no mercado. A operação Lava Jato, conduzida pela Polícia Federal (PF), iniciou em março de 2013, para apurar um suposto esquema de corrupção relativo a desvios e lavagem de dinheiro envolvendo diretores da companhia, empreiteiras e políticos.

Então, é diante desse cenário que será analisada postura da empresa em relação aos princípios da Governança Corporativa e se as suas atitudes influenciaram no risco da empresa.



28 · 29 · 30  
de OUTUBRO

**XII SEGET**  
SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
TEMA 2015  
Otimização de Recursos e Desenvolvimento



#### **4.1 As normas de Governança Corporativa quebradas pela Petrobrás**

Ao analisarmos o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, descrito no item 2.1, e as normas nele contidas, cujos principais objetivos são a transparência (*disclosure*), a equidade (*fairness*), prestação de contas com responsabilidade (*accountability*) e o respeito ao cumprimento das leis ou responsabilidade corporativa (*compliance*), verifica-se que a Petrobras está quebrando algumas dessas regras.

Observa-se que o conceito de equidade não está sendo seguido. A estatal ainda tem um acionista majoritário, que é o Governo Federal, e este com mais de 51% das ações têm o poder de decisão podendo desconsiderar o interesse dos demais acionistas minoritários e outros *stakeholders*. Conforme menciona Moura *et al* (2014, p. 7) em seu estudos a influência do governo sobre a Petrobras tem sido um dos motivos que faz com que a estatal perca a legitimidade de suas ações e decisões. Isso ocorre porque o governo ao utilizar de seu poder sobre a companhia, para atingir os seus objetivos macroeconômicos, desconsidera os interesses dos demais envolvidos e toda essa situação tem repercutido fortemente sobre a credibilidade da empresa perante seus *stakeholders*, principalmente os investidores e credores.

O princípio da transparência também não está sendo seguido, segundo o qual a administração deve zelar por uma eficiente comunicação interna e externa.

A primeira grande responsabilidade de qualquer empresa é o seu balanço contábil e é através dele que a companhia mostra se é uma instituição que cumpre com os seus deveres legais. O balanço do terceiro trimestre de 2014 da Petrobras deveria ter sido divulgado em novembro do mesmo ano, porém, foi adiado por duas vezes devido às investigações. Em janeiro de 2015, a companhia divulgou os resultados, mas sem revisão e aprovação dos auditores independentes e esse balanço também não incluiu nenhuma perda relacionada às denúncias, o que decepcionou muito o mercado. Somente em abril, com cinco meses de atraso, foi publicado o balanço corrigido que incluía as perdas do terceiro trimestre de 2014 e segundo o site da Veja (2015), também mostrou que a Petrobrás assumiu ter perdido 6,2 bilhões de reais devido a atos de corrupção de seus ex-diretores.

Com relação ao princípio da prestação de contas com responsabilidade os dirigentes da estatal também pecaram uma vez que emitiram, conforme mencionado anteriormente, um balanço sem as devidas revisão e aprovação dos auditores. O *site* G1 (2015) divulgou em uma reportagem onde diz que Graça Foster, a então presidente da estatal, na época da publicação assinou um texto destinado a investidores e acionistas atribuindo a demora na divulgação do balanço ao momento que a empresa estava passando em meio às denúncias de corrupção. Essa atitude da presidente da empresa na época demonstra claramente a intenção de tirar de si a responsabilidade pelos atos que praticados no exercício de seu mandato.

#### **4.2 Atuação da Gerência em Relação ao Risco Moral**

O Risco Moral, conforme citado no item 2.3, refere-se à possibilidade de atuação de alguns gerentes agirem visando o próprio interesse sem pensar no bem da empresa e seus proprietários. Analisou-se que a postura dos dirigentes da Petrobras diante da aquisição da refinaria de Pasadena, no ano de 2006, e a construção da refinaria de Abreu e Lima, iniciada em 2005, foi inadequada. Em ambos os casos os dirigentes da companhia erraram de forma grosseira investindo em projetos de sua estima, que até o momento só prejudicaram a empresa financeiramente e também fizeram que a imagem da mesma ficasse bastante abalada.

No caso da compra da refinaria de *Pasadena* houve um evidente prejuízo, já que metade da refinaria foi adquirida pela Petrobrás por um valor bem maior do que os belgas pagaram um ano antes pela a refinaria inteira e tal atitude foi tomada com base em relatórios

que não continham estudos aprofundados para aprovação de uma compra tão onerosa. Para se verificar o ocorrido, apurações estão em curso no Tribunal de Contas da União, Polícia Federal e Ministério Público, suspeita-se que parte desse dinheiro tenha sido destinado a pagamento de propina.

Já no que diz respeito à Refinaria de Abreu e Lima, em Pernambuco, no acordo firmado entre Brasil e Venezuela, onde a Petrobras e a Petróleos de Venezuela (PDVSA) seriam responsáveis pelos investimentos e cada uma teria uma porcentagem da refinaria, o contrato não chegou a ser assinado até o momento apenas a Petrobras entrou com recursos, e ainda pior, esses recursos que estavam previstos para cerca de US\$ 2,5 bilhões já subiram cerca sete vezes acima do planejado. Suspeita-se que parte desse valor tenha sido desviado.

A operação Lava Jato da Polícia Federal, deflagrada a mais de um ano, vem investigando esses e outros casos de suspeita de lavagem de dinheiro, corrupção na Petrobrás e enriquecimento ilícito envolvendo dirigentes da companhia. Segundo o *site* G1 (2015) contratos da estatal estão sob suspeita e sendo investigados pela Polícia Federal e eles estimam que cerca de R\$ 400 milhões foram desviados da obra da Refinaria de Abreu e Lima e que desvios referentes à compra da refinaria de *Pasadena* podem ter servido para abastecer o caixa de partidos e pagar propinas.

### 4.3 Evolução do Risco da Petrobrás

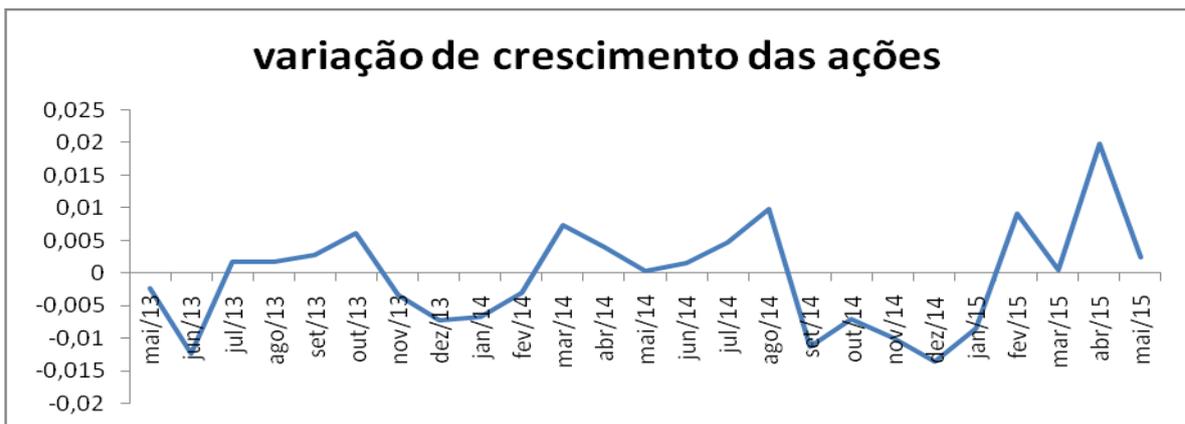
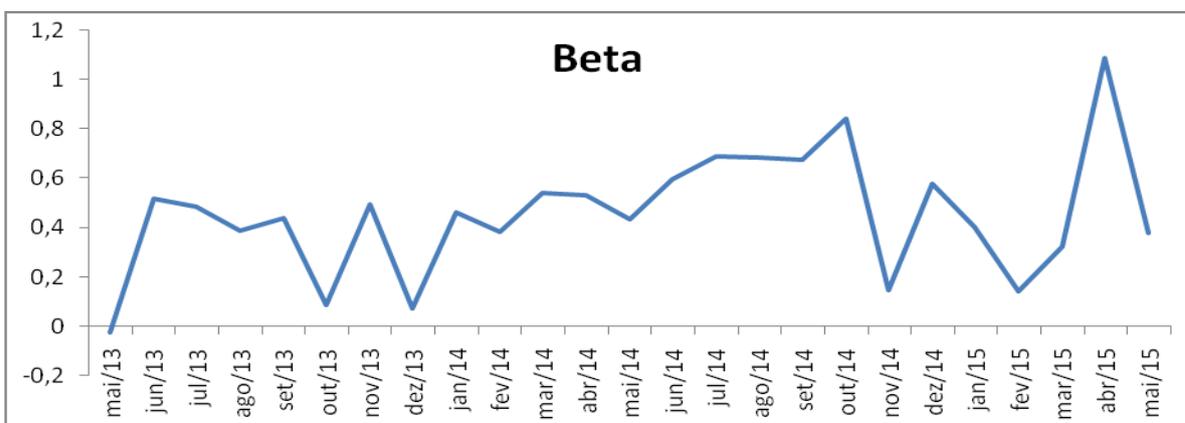


Tabela da variação de crescimento das ações - Fonte: as autoras



Fonte: Elaborado pelas autoras

Como medida de risco utilizou-se o beta que representa a variação das ações em relação à variação das ações do mercado. Verifica-se ao longo do tempo uma queda acentuada dos períodos de setembro/13 à novembro/13 e outubro/14 à dezembro/14. Em março e

abril/15 ocorreu uma grande elevação. Estas oscilações representam uma incerteza do mercado, pois, ocorreram em períodos chaves da crise. Fica evidenciada a instabilidade no comportamento da medida de risco da empresa. Em abril de 2015, se verifica uma elevação do risco acima de 1, o que representa uma variação para cima ou para baixo dos retornos das ações, se tornando um investimento mais arriscado e agressivo. Foi exatamente nesse período que, após cinco meses de atraso, a Petrobras publicou o balanço do 3º trimestre de 2014 com as perdas da empresa referentes aos atos de corrupção de seus ex-diretores.

Analisando o comportamento individual das ações verifica-se um impacto fulminante nos momentos das principais incertezas do mercado, provocando ao longo do tempo quedas significativas no valor das ações. Em períodos dos anos de 2014 e 2015 onde se vê queda no valor das ações coincide com acontecimentos e descobertas importantes relacionados a Petrobrás e a operação Lava Jato.

Em março de 2014, o começo das investigações, percebe-se uma queda no preço das ações até o mês de maio onde se observa o início de uma ligeira alta. Foi no mês de maio que foram instaladas a CPI da Petrobrás no Senado e a Comissão Parlamentar Mista de Inquérito para investigar as denúncias sobre a estatal. Entre agosto e setembro as ações despencam novamente, chegando ao seu menor valor em dezembro. Em setembro o doleiro Alberto Youssef e o ex-diretor Paulo Roberto Costa assinaram o acordo de delação premiada e em seus depoimentos contaram detalhes de supostos esquemas e pagamentos de propinas à empresários e políticos.

Apesar de continuar a viver um período de muita turbulência o preço das ações esboça uma melhora a partir de janeiro, mas não se confirma, e após a divulgação em abril do balanço corrigido incluindo as perdas da empresa no terceiro semestre de 2014 se vê uma nova queda significativa.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante dos conflitos existentes entre os interesses dos acionistas e dos administradores das organizações, houve a necessidade de uma regulamentação para a governança. Em resposta aos escândalos foi criada a Lei *Sarbanes-Oxley* que também é um dos pilares da Governança Corporativa obrigando as organizações anexassem nos relatórios financeiros uma declaração do presidente e do diretor financeiro se responsabilizando pelas informações e procedimentos de divulgação, de forma que possam responder por possíveis fraudes. Foi criado também o código e Melhores Práticas de Governança Corporativa que possui como principal objetivo: transparência, equidade, prestação de contas com responsabilidade, respeito ao cumprimento das leis. Este artigo buscou identificar se o risco da empresa é afetado quando há quebra dos princípios da Governança Corporativa. Para tanto foi utilizado os dados históricos da empresa Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras.

Como medida de risco utilizou-se o beta que representa a variação das ações em relação à variação das ações do mercado. As oscilações, que representam uma incerteza do mercado, ocorreram em períodos chaves da crise. Fica evidenciada a instabilidade no comportamento da medida de risco da empresa. Em abril de 2015, se verifica uma elevação do risco acima de 1, o que representa uma variação para cima ou para baixo dos retornos das ações, se tornando um investimento mais arriscado e agressivo. Foi exatamente nesse período que, após cinco meses de atraso, a Petrobrás publicou o balanço do 3º trimestre de 2014 com as perdas da empresa referentes aos atos de corrupção de seus ex-diretores.

Este estudo teve como objetivo analisar o impacto do desempenho da governança no risco da empresa Petrobrás. Para isso foram analisadas as normas para realização de uma boa



28 · 29 · 30  
de OUTUBRO

**XII SEGET**  
SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
TEMA 2015  
Otimização de Recursos e Desenvolvimento



governança corporativa quebradas pela empresa e a evolução do risco da Petrobras através do cálculo do beta. Conclui-se que o não cumprimento das normas de boa governança corporativa prejudicou a imagem da empresa e isso se refletiu na confiança dos investidores provocando a queda do preço de suas ações.

Para continuidade deste estudo sugere-se a inserção de outras medidas de riscos como a criação de um beta obtido através da comparação do valor das ações no mercado internacional.

## 6 REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, ALEXANDRE. **Finanças Corporativas e Valor**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de Administração Financeira**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. **Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto**. 2006. p.183-196. Artigo - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

**ESTATUTO SOCIAL PETROBRÁS**, disponível em  
<<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/>

governanca-corporativa/consulta-cvm-e-sec/comissao-de-valores-mobiliarios, acesso em 09/05/2015.

MOURA, Fábio Viana de *et al.* **Conflitos de Agência, Legitimidade e o discurso sobre Governança Corporativa: o caso Petrobrás**. 2014. 15f. Iniciação Científica - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebolças. **Governança Corporativa na Prática: Integrando Acionistas, Conselho de Administração e Diretoria Executiva na Geração de Resultados**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

PITZER, Márcio. **Influência do nível de governança corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA**. 2011. 93f. Dissertação (mestrado) - Universidade Estácio de Sá, 2011.

PONTE, Vera Maria Rodrigues; HOLANDA, Allan Pinheiro. **Boas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras e o dilema risco-retorno**. 2011. p 94-106. Artigo - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2011.

SILVA, Karina Lima da *et al.* **A Implementação dos Controles Internos e do Comitê de Auditoria Segundo a Lei SOX: o Caso Petrobras**. 2009. p 39-63. Artigo - Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2009.

TIROLE, Jean. **The Theory of Corporate Finance**. Princeton University Press Princeton and Oxford - Copyright © 2006

UZEDA, Hélder; MONTEIRO, Augusto de Oliveira. **Gestão de Tributos Governança Corporativa no Setor de Petróleo: O Caso da Petrobrás**. 2014. 486f. Artigo - Universidade Salvador, 2014.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas 2007.



28 · 29 · 30  
de OUTUBRO

**XII SEGET**  
SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
TEMA 2015  
Otimização de Recursos e Desenvolvimento



### **SITES CONSULTADOS:**

< <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166> < acesso em 10/03/2015 >

< <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=20> < acesso em 10/03/2015 >

< <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br> < acesso em 07/04/2015 >

< <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais.aspx?Idioma=pt-br> < acesso em 07/04/2015 >

< <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/bovespa-mais-nivel2.aspx?Idioma=pt-br> < acesso em 07/04/2015 >

< <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?Idioma=pt-br> < acesso em 07/04/2015 >

< <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/nivel-2.aspx?Idioma=pt-br> < acesso em 07/04/2015 >

< <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/nivel-1.aspx?Idioma=pt-br> < acesso em 07/04/2015 >

< <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18> < acesso em 10/03/2015 >

< <http://www.petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/> < acesso em 09/05/2015 >

< <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/governanca-corporativa/modelo-de-governanca> < acesso em 09/05/2015 >

< <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/petrobras-publica-balanco-de-2014-com-perdas-de-r-62-bi-em-corrupcao-e-prejuizo-de-r-216-bi/> < acesso em 02/06/2015 >

< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/04/divulgacao-de-balanco-da-petrobras-reflete-superacao-avalia-planalto.html> < acesso em 07/06/2015 >

< <http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/09/tcu-aponta-superfaturamento-de-r-243-milhoes-em-refinaria-da-petrobras.html> < acesso em 07/06/2015 >