



# Petrobrás, a grande start-up

RODRIGO, ZEIDAN - O ESTADO DE S.PAULO  
17 Janeiro 2015 | 02h 03

A Petrobrás é uma start-up. Isso mesmo: uma empresa de 50 anos pode se comportar como quem está "começando". A razão é a decisão de se tornar uma das maiores companhias do mundo a partir da exploração do pré-sal, com investimentos de mais de US\$ 40 bilhões ao ano.

Qual o ciclo de uma start-up? Ela começa o negócio, tem problemas de caixa para alavancá-lo, vai ao mercado em busca de capital, prossegue com os investimentos (que consomem o caixa) e permanece nesse processo até a geração de caixa superar a necessidade de investimentos. A Uber, empresa da nova economia de compartilhamento e de valor já comparável ao da Petrobrás - ao final de 2014 estava avaliada em US\$ 40 bilhões, ante pouco mais de US\$ 50 bilhões da estatal brasileira -, já passou por várias rodadas de investimento para alavancar seu crescimento. A Petrobrás tem feito isso via empréstimos bancários, mas já recorreu à capitalização em 2011 e precisará de recursos expressivos para continuar o seu ciclo de investimentos nos próximos anos.

Não temos os dados de 2014, mas, assumindo os de 2013 como representativos, o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, em seu conceito mais amplo, o de lucro operacional, foi de pouco mais de R\$ 34 bilhões (não é o valor disponível para investimentos, pois ainda há obrigações fiscais e com acionistas). Seus investimentos, contudo, foram de R\$ 98 bilhões. A empresa vendeu ativos no montante de R\$ 8 bilhões e captou o restante por meio de dívidas, quase R\$ 90 bilhões, usados também para pagar juros e manter mais dinheiro em caixa para 2014. Diferente das start-ups tradicionais, a Petrobrás consegue acessar mercados nacionais e internacionais, mas a crise de confiança tem encarecido empréstimos e tornado mais delicada a situação do caixa da empresa.

Qual a solução a longo prazo? Aumentar o lucro operacional por meio dos ganhos com o pré-sal. O corpo operacional da empresa, de excelência, traz a tranquilidade de que os investimentos feitos hoje retornarão sob a forma de mais petróleo no futuro. A grande questão é se a trajetória de longo prazo do preço do petróleo justifica os investimentos. E, no curto prazo, como navegar em meio aos problemas de liquidez - como uma start-up que vislumbra grandes oportunidades, mas não tem condições fáceis para agarrá-las. As saídas são: a capitalização da empresa pelos acionistas, retração dos investimentos ou aumento no preço da gasolina, que tem impacto redistributivo menor que o aumento no preço do diesel, além de alavancar o mercado de etanol, quase destruído por uma política equivocada de represamento de preços. Ou uma combinação dessas três soluções.

Nesse contexto, o problema dos escândalos de corrupção não são necessariamente os valores desviados, mas a perda de credibilidade. Supondo que o custo de capital de terceiros suba apenas 2 pontos porcentuais por causa dessa perda de credibilidade, isso significaria um aumento anual de R\$ 4 bilhões (já contando com o benefício fiscal do endividamento) das despesas financeiras sobre uma dívida de quase R\$ 300 bilhões. O custo indireto da corrupção é maior do que qualquer estimativa sobre os desvios realizados, o que torna os prejuízos advindos dos escândalos ainda mais eloquentes.

Se nada for feito, a Petrobrás vai continuar passando por uma significativa crise de liquidez. Não se trata, ainda, de uma questão de sobrevivência. No entanto, os custos financeiros para que a Petrobrás faça seus investimentos ficaram mais altos. Os dados do balanço de 2014 seriam interessantes para avaliar melhor o caixa da empresa, mas não vão mudar as conclusões - a Petrobrás é uma empresa start-up que busca recursos para continuar sua trajetória de crescimento. Como toda start-up, seus riscos são maiores que os de empresas maduras (por isso suas ações são mais voláteis, se comparadas à Exxon e à Shell), mas sua excelência operacional combinada às reservas já comprovadas podem justificar esse risco mais elevado.

É PROFESSOR DE ECONOMIA DA FUNDAÇÃO DOM CABRAL E DA NYU SHANGHAI

