



**O Projeto de Lei nº 5.941  
e a capitalização da  
PETROBRAS**

***PAULO CÉSAR RIBEIRO LIMA***

Consultor Legislativo da Área XII

Recursos Minerais, Hídricos e Energéticos

**SETEMBRO/2009**

NOTA TÉCNICA

© 2009 Câmara dos Deputados.

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citados o autor e a Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução, sem autorização prévia por escrito da Câmara dos Deputados.

Este trabalho é de inteira responsabilidade de seu autor, não representando necessariamente a opinião da Câmara dos Deputados.



Câmara dos Deputados  
Praça 3 Poderes  
Consultoria Legislativa  
Anexo III - Térreo  
Brasília - DF

# **O Projeto de Lei nº 5.941 e a capitalização da PETROBRAS**

## **1. INTRODUÇÃO**

As recentes descobertas da PETROBRAS e de outras empresas na província do Pré-Sal, localizada na plataforma continental brasileira, podem representar a agregação de reservas superiores a 50 bilhões de barris de petróleo, volume quatro vezes maior que as atuais reservas nacionais. Nessa província devem existir grandes reservatórios de petróleo e gás natural localizados abaixo de camadas salinas que se estendem, com certeza, do litoral do Espírito Santo até o litoral de Santa Catarina. São 800 quilômetros de comprimento e até 200 quilômetros de largura. Estima-se que a área total do Pré-Sal seja de 149 mil quilômetros quadrados. Desse total, 42 mil quilômetros quadrados já foram objeto de concessão e 107 mil quilômetros quadrados ainda não foram licitados.

Em razão da recente descoberta, no dia 31 de agosto, o Poder Executivo Federal lançou sua proposta de um novo marco legal para exploração de áreas estratégicas como o Pré-Sal, que foi resultado de um trabalho elaborado no âmbito de uma Comissão Interministerial criada em 18 de julho de 2008.

Essa proposta é composta de 4 projetos de lei que tratam, respectivamente, da introdução do regime de partilha de produção, da criação de uma nova empresa pública, da criação de um fundo social, da cessão de direitos de exploração da União e da capitalização da PETROBRAS.

O principal objetivo deste trabalho é a análise dessa quarta proposição, o Projeto de Lei nº 5.941/2009 (PL 5.941).

## **2. O PROJETO DE LEI Nº 5.941**

O PL 5.941 autoriza a União a ceder onerosamente à PETROBRAS, dispensada a licitação, o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos de que trata o inciso I do art. 177 da Constituição Federal, em áreas não concedidas localizadas no Pré-Sal.

O Projeto limita a cessão ao volume máximo de 5 bilhões de barris equivalentes de petróleo e prevê que o pagamento pela PETROBRAS poderá ser efetivado em títulos da dívida pública mobiliária federal. Também está previsto que os volumes de barris equivalentes de petróleo, assim como os seus respectivos valores econômicos, serão determinados a partir de laudos técnicos elaborados por entidades certificadoras.

Estabelece ainda que caberá à Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP) subsidiar a União nas negociações a serem realizadas com a PETROBRAS para a determinação dos volumes disponíveis de hidrocarbonetos e de seus valores econômicos correspondentes.

Além disso, o PL 5.941 estipula que serão devidos *royalties* sobre o produto da lavra, nos termos da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997. Por fim, o PL 5.941 autoriza a União a subscrever ações do capital social da PETROBRAS e a integralizá-las com títulos da dívida pública mobiliária federal, que poderão ser emitidos a critério do Ministro de Estado da Fazenda, precificados a valor de mercado e sob a forma de colocação direta.

Os diagramas mostrados a seguir apresentam, de forma muito simplificada, os registros contábeis que poderão ser feitos no balanço patrimonial da PETROBRAS, caso o PL 5.941 seja aprovado.

De acordo com o art. 1º, a União fica autorizada a ceder à PETROBRAS, dispensada a licitação, o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos de que trata o inciso I do art. 177 da Constituição Federal, em áreas não concedidas localizadas no Pré-Sal.

Essa autorização poderá produzir o seguinte registro no balanço patrimonial da PETROBRAS:

PETROBRAS	
ATIVO	PASSIVO
Direito de exploração	Dívida com a União

O art. 9º, por sua vez, autoriza a União a subscrever ações do capital social da PETROBRAS e a integralizá-las com títulos da dívida pública mobiliária federal. Na ocasião da integralização do capital social, será efetuado o registro a seguir:

PETROBRAS	
ATIVO	PASSIVO
Direito de exploração	Dívida com a União
Títulos públicos	Capital Social integralizado

O parágrafo 2º do art. 1º dispõe que a PETROBRAS poderá efetivar o pagamento devido pela cessão de que trata o *caput* do art. 1º em títulos da dívida pública mobiliária federal. Assim, a integralização do capital social da PETROBRAS feita pela União com títulos da dívida pública mobiliária federal fará com que a obrigação registrada no passivo (dívida com a União) seja “liquidada”, tendo como contrapartida a perda de um direito no ativo (títulos públicos).

Essa transação acarretará a seguinte situação patrimonial:

PETROBRAS	
ATIVO	PASSIVO
Direito de exploração	
	Capital Social integralizado

Cumprе ressaltar que o Projeto de Lei não estipula limites ao valor da subscrição e da integralização do capital da PETROBRAS. Também não são estabelecidos limites à emissão de títulos da dívida pública mobiliária. Dessa forma, não haverá, necessariamente, equivalência entre o valor dos títulos públicos a serem emitidos e o valor da dívida com a União. Pode-se inferir, no entanto, que esses valores devem ser iguais.

De acordo com informações divulgadas pela imprensa, “os títulos vão e voltam (para o governo). Essa emissão seria apenas uma forma de operacionalizar a capitalização”<sup>1</sup>.

A operação de capitalização proposta pelo PL 5.941, contudo, não eleva, necessariamente, a participação da União no capital social da PETROBRAS. De fato, a participação final da União no capital social da empresa dependerá do exercício do direito de preferência pelos acionistas minoritários, previsto no art. 171 da Lei nº 6.404, de 1976.

Em linhas gerais, esse artigo permite que os acionistas minoritários aumentem sua participação no capital da empresa na mesma proporção da União. Assim, ao final da operação podem ocorrer os seguintes cenários:

- a) Os acionistas minoritários exercem integralmente seus direitos de preferência. Nessa hipótese, a participação da União no capital da

<sup>1</sup> <http://economia.uol.com.br/cotacoes/ultnot/2009/08/29/ult29u69530.jhtm>. Acesso em 07 de setembro de 2009.

PETROBRAS permaneceria nos atuais 32,2%<sup>2</sup>.

b) Os acionistas minoritários exercem parcialmente seus direitos de aquisição. Nessa hipótese, a participação da União no capital da PETROBRAS seria superior aos atuais 32,2%.

c) Os acionistas minoritários não exercem seus direitos de aquisição. Nessa hipótese, a participação da União no capital da PETROBRAS seria máxima e seu valor dependeria do valor integralizado pela União.

Caso os acionistas minoritários exerçam integralmente o direito de preferência para a subscrição do aumento de capital, a participação nos lucros da empresa por parte da União permaneceria inalterada, uma vez que sua participação no capital social da empresa manter-se-ia nos atuais 32,2%.

### 3. ANÁLISE DA CESSÃO ONEROSA

No que concerne ao valor da cessão onerosa dos 5 bilhões de barris equivalentes de petróleo, o projeto de lei não estabelece parâmetros, deixando sua quantificação a critério de “laudos técnicos elaborados por entidades certificadoras, observadas as melhores práticas da indústria”.

Os valores estimados para o barril de petróleo sob a camada Pré-Sal variam significativamente. A maioria dos analistas indicam valores abaixo de US\$ 5,00 por barril. O analista da UBS Pactual, Gustavo Gattas, calcula que o valor do petróleo sob a camada Pré-Sal seja de US\$ 2,50 por barril. Emerson Leite, do Credit Suisse, estima que o valor seja de US\$ 4,30<sup>3</sup>.

O líder do governo no Senado Federal teria afirmado<sup>4</sup> que o governo pretende promover uma capitalização de cerca de US\$ 50 bilhões por meio de barris de petróleo, levando-se em consideração uma cotação para o óleo em estoque de US\$ 10,00 por barril.

Com o objetivo de averiguar a adequação desses valores, cumpre analisar os custos incorridos para a exploração do petróleo no Pré-Sal. A Tabela 2.1 apresenta o custo de extração (*lifting cost*) do barril de petróleo pela PETROBRAS<sup>5</sup>, por trimestre,

<sup>2</sup> [http://www.valoronline.com.br/?impresso/valor\\_digital/-1/5784909/1/uniao-pode-por-ate-r-100-bi-na-petrobras](http://www.valoronline.com.br/?impresso/valor_digital/-1/5784909/1/uniao-pode-por-ate-r-100-bi-na-petrobras). Acesso em 07 de setembro de 2009.

<sup>3</sup> <http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2009/09/04/uniao+pode+obter+ganho+extra+sem+participacoes+especiais+8268920.html>. Acesso em 06 de setembro de 2009.

<sup>4</sup> <http://br.noticias.yahoo.com/s/31082009/25/economia-barbassa-diz-nao-ha-da.html&printer=1>. Acesso em 08 de setembro de 2009.

<sup>5</sup> <http://www.petrobras.com.br>. Acesso em 06 de setembro de 2009.

durante o período compreendido entre 2007 e 2009.

Tabela 2.1 – Custo de extração do 2º trimestre de 2009 ao 1º trimestre de 2007.

	2T2009	1T2009	4T2008	3T2008	2T2008	1T2008	4T2007	3T2007	2T2007	1T2007
preço médio de venda do barril (US\$)										
Brasil	48,68	32,23	47,95	100,58	105,46	86,13	76,75	64,42	57,04	47,79
Internacional	48,92	39,21	47,34	68,74	75,41	62,23	59,42	54,12	46,92	42,41
lifting cost - Brasil (US\$)										
<b>sem participação governamental</b>	<b>8,72</b>	<b>7,82</b>	<b>8,24</b>	<b>10,21</b>	<b>9,88</b>	<b>8,55</b>	<b>8,6</b>	<b>7,65</b>	<b>7,33</b>	<b>7,2</b>
com participação governamental	19,5	14,69	18,11	30,27	31,08	24,82	23,16	20,13	17,95	16,24

Depreende-se da tabela anterior que o custo de extração sem participação governamental possui um valor relativamente estável, não sofrendo grande influência pelo valor de venda do petróleo. O valor médio do custo de extração, nesse período foi US\$ 8,42 por barril.

Já o valor da participação governamental depende do valor do petróleo. A participação governamental consiste na cobrança de *royalties* e de participação especial. A primeira (*royalties*) corresponde a até 10% do valor de venda do petróleo, enquanto a segunda (participação especial) pode chegar a 40% da receita líquida. Registre-se que cinquenta por cento da participação especial é destinada a Estados e Municípios.

O gráfico mostrado na Figura 2.1 permite a comparação entre o valor de venda do petróleo e os valores do custo de extração sem e com participação governamental.

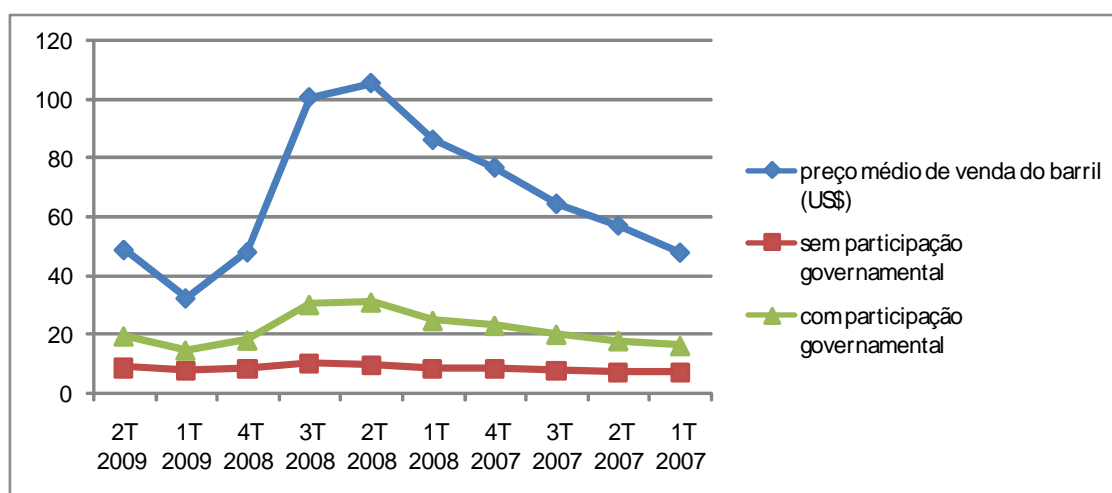


Figura 2.1 – Preço do petróleo e custo de extração.

O PL 5.941 não prevê a cobrança de participação especial. Dessa forma, a participação governamental seria limitada à cobrança de *royalties*, que correspondente

a até 10% do valor do petróleo produzido. Considerando que o custo de extração oscila pouco em razão de alterações do valor do petróleo, torna-se possível estimar o resultado da produção dos 5 bilhões de barris equivalentes de petróleo.

Com o objetivo de não superestimar os lucros da operação, considerando um provável custo mais elevado de exploração no Pré-Sal, considera-se conveniente elevar o valor do custo de extração sem participação governamental em 100%. Desse modo, o custo de extração sem participação governamental seria de US\$ 16,84 por barril. O custo de extração real seria de US\$ 16,84 mais *royalties* de 10% do valor de venda do petróleo, que é a alíquota máxima.

A Tabela 2.2 apresenta a receita líquida decorrente da produção como função do preço médio do barril de petróleo durante todo o período de exploração dos 5 bilhões de barris cedidos à PETROBRAS.

Tabela 2.2 – Receita líquida da PETROBRAS

valor do petróleo (US\$)	30,00	40,00	50,00	60,00	70,00	80,00	90,00	100,00	110,00	120,00
lifting cost sem participação governamental (US\$)	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84
royalties (US\$)	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	12,00
lifting cost + royalties (US\$)	19,84	20,84	21,84	22,84	23,84	24,84	25,84	26,84	27,84	28,84
<b>receita líquida (US\$ bilhões)</b>	<b>50,8</b>	<b>95,8</b>	<b>140,8</b>	<b>185,8</b>	<b>230,8</b>	<b>275,8</b>	<b>320,8</b>	<b>365,8</b>	<b>410,8</b>	<b>455,8</b>

Infere-se do quadro anterior que a exploração do Pré-Sal, descontados os *royalties* e o custo de extração, pode gerar receitas líquidas da ordem de US\$ 230 bilhões, supondo um custo de extração duas vezes maior que o atual e valor médio de venda de US\$ 70,00 durante todo o período de exploração dos 5 bilhões de barris, sem correção monetária.

O valor médio de venda do barril de petróleo, entretanto, pode ser superior a US\$ 70,00. Relatório divulgado pela Energy Information Administration (EIA)<sup>6</sup>, órgão oficial de informações estatísticas de energia do governo americano, estima um valor médio de US\$ 95,2 por barril durante o período compreendido entre 2010 e 2015.

Com esse valor médio, a receita líquida da PETROBRAS em razão de ter recebido o direito de exploração da União seria de US\$ 344 bilhões.

Importa ressaltar que foi noticiado na imprensa que a União poderia ter um ganho adicional de US\$ 15 bilhões com a retirada da cobrança da participação especial, conforme está previsto no PL 5.941. De fato, estima-se que poderia haver um acréscimo de até US\$ 3,00 por barril de petróleo sob as camadas salinas do Pré-Sal, quando de sua avaliação pela entidade certificadora, caso a participação especial seja suprimida. Esse valor, multiplicado

<sup>6</sup> <http://www.eia.doe.gov/oiaf/forecasting.html>. Acesso em 06 de setembro de 2009.



pelos 5 bilhões de barris equivalentes de petróleo a serem cedidos, totalizaria os US\$ 15 bilhões noticiados.

No entanto, a perda de arrecadação decorrente da supressão da participação especial pode ser bastante superior a esse valor, conforme estimativa constante da Tabela 2.3<sup>7</sup>.

Tabela 2.3 – Perda de arrecadação sem a participação especial

valor do petróleo (US\$)	30,00	40,00	50,00	60,00	70,00	80,00	90,00	100,00	110,00	120,00
lifting cost sem participação governamental (US\$)	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84	16,84
royalties (US\$)	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	12,00
participação especial (US\$)	3,24	4,32	5,4	6,48	7,56	8,64	9,72	10,8	11,88	12,96
participação acionária da União (US\$)	2,768	5,936	9,104	12,272	15,44	18,608	21,776	24,944	28,112	31,28
participação acionária privada (US\$)	4,152	8,904	13,656	18,408	23,16	27,912	32,664	37,416	42,168	46,92
valor estimado da participação especial (US\$ bilhões)	16,2	21,6	27	32,4	37,8	43,2	48,6	54	59,4	64,8

Considerando-se os dados da tabela acima, caso o valor médio do barril seja de US\$ 70,00, se houvesse arrecadação de participação especial seu valor total seria igual a US\$ 7,56 por barril multiplicado por 5 bilhões de barris, gerando uma perda de arrecadação de US\$ 37,8 bilhões.

Dessa forma, com a supressão da participação especial, haveria uma perda de arrecadação de aproximadamente US\$ 37,8 bilhões menos US\$ 15 bilhões, o que totaliza US\$ 22,8 bilhões. Destaque-se que, como já mencionado, esse valor foi obtido considerando que o custo de exploração do Pré-Sal sem participação governamental seja o dobro do custo de extração da PETROBRAS em outras áreas.

### 3. CONCLUSÕES

O PL 5.941/2009 prevê a cessão onerosa de 5 bilhões de barris equivalentes de petróleo à PETROBRAS sem estabelecer parâmetros mínimos para assegurar a remuneração da União pela cessão do seu direito de exploração desse recurso natural.

Ao longo do período de produção desses barris, a PETROBRAS poderá ter receitas líquidas de cerca de US\$ 230 bilhões, caso o preço médio do barril seja de US\$ 70,00. Valor muito maior que os US\$ 50 bilhões que estão sendo citados como o valor que a União poderia receber pela cessão do seu direito exploratório.

Considerando que a PETROBRAS não pagará participação especial, a cessão pode ser até mesmo sem ônus, se houver grande produção e elevados preços do petróleo. A PETROBRAS poderia, até mesmo, receber o direito de explorar 5 bilhões de

<sup>7</sup> O valor da participação especial foi estimado considerando a relação média entre o seu valor e o valor dos *royalties*, durante o período compreendido entre 2003 a 2008, conforme dados obtidos no sítio da Agência Nacional do Petróleo – ANP, sendo em média 8% superior ao dos *royalties*.

barris com bônus em vez de ônus.

Com relação à capitalização da PETROBRAS, existem três cenários: os acionistas minoritários exercem integralmente seus direitos de preferência, exercem parcialmente ou não exercem nenhum direito de preferência.

Caso os acionistas minoritários exerçam integralmente o direito de preferência para a subscrição do aumento de capital social da PETROBRAS, a participação da União nesse capital permaneceria inalterada em 32,2%.

Nesse caso, sem computar a perda de arrecadação da participação especial, a diferença entre o valor recebido pela cessão e a receita obtida pela cessão seria de US\$ 180 bilhões. Como os acionistas privados continuariam, nesse cenário, com 60% do capital social da PETROBRAS, haveria uma transferência de US\$ 108 bilhões do setor público para o setor privado.

Caso os acionistas minoritários não exerçam integralmente seus direitos de preferência, a participação da União no capital social da PETROBRAS aumentaria e a transferência de patrimônio do setor público para o privado seria menor. Entretanto, no cenário atual, seria prematuro avaliar esse aumento.