UNIVERSIDADE DE **SÃO PAULO**
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Os 50 Tons de Preto da OGX: Reconstrução do Histórico, Reflexões & Aprendizados Possíveis

Eduardo Franco Luzio

São Paulo
2019

UNIVERSIDADE DE **SÃO PAULO**
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Os 50 Tons de Preto da OGX: Reconstrução do Histórico, Reflexões & Aprendizados Possíveis

Eduardo Franco Luzio
Professor Doutor, Nº USP 126397

TESE DE LIVRE-DOCÊNCIA APRESENTADA AO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA DA FACULDADE DE
ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (FEA/USP)

São Paulo
2019

Sumário

Lista de Gráficos	5
Lista de Figuras	7
Lista de Tabelas	8
Agradecimentos	10
Resumo	12
Abstract	13
Lista de Abreviaturas e Conversões de Unidades.....	14
Prefácio.....	17
Parte 1 – Considerações Preliminares e Descrição dos Fenômenos	20
1. Introdução.....	20
1.1 Questões de Pesquisa.....	24
1.2 Cronologia de Principais Eventos e da Agenda de Catalisadores	33
1.2.1 2008: IPO seguido de Crash	37
1.2.2 2009: Início da Campanha Exploratória e as Primeiras Descobertas	38
1.2.3 2010: Ampliação da Agenda de Catalisadores, <i>Farm-Out</i> e Sinergias com OSX.....	40
1.2.4 2011: Atrasos e Financiamentos.....	43
1.2.5 2012: Performance Operacional e Substituição de Executivos	45
1.2.6 2013: Últimas Tentativas de Reconstrução da Agenda de Catalisadores.....	49
1.3 Três Possíveis Conjecturas e uma Escolha.....	53
1.4 Foco, Estrutura de Governança e Tese Central	63
1.5 Organização.....	70
1.6 Relevância	71
2. Abordagem à Tese Central.....	73
2.1 Quatro Conceitos de Valor Econômico Financeiro da OGX	74
2.1.1 Valor de Referência	74
2.1.2 Valor Ótimo	81
2.1.3 Preços Alvos.....	83
2.1.4 Valor de Mercado	94
2.2 Evolução do Valor de Mercado	96
2.3 Sub e Sobrevalorizações da OGXP3	104
2.4 Sentimentos do Mercado e Possíveis Implicações	107
2.5 Sistemas Dinâmicos	113
3. Evolução do <i>Guidance</i> , Sentimento de Mercado e Reação dos Analistas	116
3.1 2008: IPO, Início da Cobertura e Primeira Correção Depreciativa	117
3.2 2009: Início da Campanha e Construção do <i>Guidance</i> Otimista	126
3.3 2010: <i>Farm-out</i> , OSX e o Desgaste do <i>Guidance</i>	139
3.4 2011: “Ano da Virada” ... da Credibilidade.....	158
3.5 2012: <i>Start-up</i> Operacional e Substituição de Executivos.....	181
3.6 2013: Colapso do <i>Guidance</i> e Credibilidade do AC	206

Parte 2 – Processos, Atrasos e suas Repercussões	235
4. Primeira Questão de Pesquisa	235
4.1 Bolha do Óleo do Verão de 2008.....	238
4.2 O&G no Brasil	242
4.3 Mercado de Capitais no Brasil	249
4.4 Portfólio da OGX.....	253
4.5 Reputação do AC e Sinergias com Partes Relacionadas	257
4.6 Governança Corporativa	262
4.7 Sentimento Otimista do Mercado	265
4.8 Endosso dos Analistas	268
4.9 Externalidade da Avaliação e Monitoramento de Investidores e Financiadores	272
5. Segunda Questão de Pesquisa	297
5.1 Heroína Organizacional e Campanha Exploratória.....	302
5.2 Atrasos, Percalços e Ciclo Vicioso.....	313
5.3 SOPs e Benefícios Privados.....	330
5.4 AC e Partes Relacionadas	337
Parte 3 – Considerações Finais	349
6. Terceira Questão de Pesquisa: Possíveis Lições.....	349
6.1 Risco Diferenciado de Greenfields	352
6.2 Fatos Relevantes	354
6.3 Partes Relacionadas em Conglomerados	355
6.4 Atuação de auditores em Conglomerados	356
6.5 Isenção dos Analistas	359
6.6 Right to Trust nos Conselhos de Administração	364
6.7 Considerações Finais	367
Anexos Valor de Empresas de E&P em O&G	368
A.1 Elementos Básicos de O&G e do Processo de E&P	369
A.2 Avaliação Econômico Financeira de Empresas de Exploração de O&G	380
A.3 Capitalização de Mercado de Empresas de O&G: Evidências da Literatura Empírica	383
Referências	386

Lista de Gráficos

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO (EM R\$ MILHÕES, EXCLUINDO DISPONIBILIDADES).....	31
GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DA OGXP3 NO IBOV (EM %) DE 2010 A 2013.....	67
GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE ANALISTAS DA AMOSTRA TR	85
GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DA MEDIANA DO PA DA AMOSTRA TR EM RELAÇÃO AO VALOR DE OGXP3	88
GRÁFICO 5 – EVOLUÇÃO DOS PREÇOS ALVO ENTRE 28/7/08 A 30/10/13: AMOSTRA TR	89
GRÁFICO 6 – COMPARAÇÃO ENTRE AS MEDIANAS DOS PAS DA AMOSTRA TR E DA AMOSTRA PRÓPRIA	91
GRÁFICO 7 – COMPOSIÇÃO DO FLOATING DA OGXP3 POR TIPO DE INVESTIDOR	93
GRÁFICO 8 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 (R\$/AÇÃO, AJUSTADOS PARA O SPLIT) ENTRE 12/06/2008 E 31/10/2013.....	96
GRÁFICO 9 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, IBOV E BRENT ENTRE 12/6 E 6/11/2008 (IPO = 100).....	98
GRÁFICO 10 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, IBOV E BRENT ENTRE 6/11/2008 E 4/11/2010 (VALE = 100).....	99
GRÁFICO 11 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, IBOV E BRENT ENTRE 4/11/2010 E 8/08/2011 (PICO = 100)	100
GRÁFICO 12 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, IBOV E BRENT ENTRE 08/08/2011 E 23/02/2012 (VALE (2011) = 100).....	101
GRÁFICO 13 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, IBOV E BRENT ENTRE 23/02/2012 E 31/10/2013 (PICO (2012) = 100)	102
GRÁFICO 14 – CLASSIFICAÇÃO DA EVOLUÇÃO DA OGXP3 EM CINCO PERÍODOS: 12/6/2008 A 30/10/2013 (R\$/AÇÃO PÓS SPLIT)	103
GRÁFICO 15 – EV VERSUS VPL DO CENÁRIOS MÉDIOS D&M: INDÍCIOS DE SOBREVALORIZAÇÃO DA OGXP3	105
GRÁFICO 16 – EV VERSUS VPL DO CENÁRIOS MÉDIOS D&M: INDÍCIOS DE SUBVALORIZAÇÃO DA OGXP3	106
GRÁFICO 17 – EVOLUÇÃO DO S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 E BRENT EM 2008 (12/06/2008 = 100).117	
GRÁFICO 18 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 EM 2008 (EM R\$ NOMINAIS POR AÇÃO, PÓS SPLIT)	118
GRÁFICO 19 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, BRENT E IBOV EM 2008 (BASE 100 = 12/6/2008 [IPO])	119
GRÁFICO 20 – EVOLUÇÃO DO EV/2C DA OGX EM 2008 (EM US\$/BOE).....	119
GRÁFICO 21 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA, MÁXIMO E MÍNIMO DO PA EM 2008 (EM R\$/AÇÃO, PRÉ SPLIT)	125
GRÁFICO 22 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 EM 2009 (EM R\$ NOMINAIS POR AÇÃO, PÓS SPLIT)	126
GRÁFICO 23 – EVOLUÇÃO DO S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 E BRENT EM 2009 (12/06/2008 = 100).127	
GRÁFICO 24 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, BRENT E IBOV EM 2009 (BASE 100 = 6/11/2008)	128
GRÁFICO 25 – EVOLUÇÃO DO EV/2C DA OGX EM 2009 (EM US\$/BOE).....	129
GRÁFICO 26 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA, MÁXIMO E MÍNIMO DO PA EM 2009 (EM R\$/AÇÃO)	138
GRÁFICO 27 – EVOLUÇÃO DO S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 E BRENT EM 2010 (12/06/2008 = 100).139	
GRÁFICO 28 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 EM 2010 (EM R\$ NOMINAIS POR AÇÃO, PRÉ SPLIT).....	141
GRÁFICO 29 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, IBOV E BRENT EM 2010 (BASE IPO = 100).....	141
GRÁFICO 30 – EVOLUÇÃO DO EV/2C EM 2010 (EM US\$/BOE)	142
GRÁFICO 31 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, DO PA MÁXIMO, MÍNIMO E MEDIANO DA AMOSTRA TR EM 2010	157
GRÁFICO 32 – EVOLUÇÃO DO S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 E BRENT EM 2011 (12/06/2008 = 100).159	
GRÁFICO 33 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 EM 2011 (EM R\$ NOMINAIS POR AÇÃO, PRÉ SPLIT).....	160
GRÁFICO 34 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, BRENT E IBOVESPA EM 2011 (BASE 100 = 12/6/2008 [IPO])	160
GRÁFICO 35 – EVOLUÇÃO DO ENTERPRISE VALUE (EV 2C) EM 2011 (EM US\$/BOE)	161
GRÁFICO 36 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO DO OGXPBZ18 AO LONGO DE 2011	162
GRÁFICO 37 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA, MÁXIMO E MÍNIMO DO PA EM 2011 (EM R\$/AÇÃO)	180
GRÁFICO 38 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 EM 2012, EM R\$ NOMINAIS, PÓS-SPLIT	182
GRÁFICO 39 – EVOLUÇÃO DO S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 E BRENT EM 2012 (12/06/2008 = 100).183	
GRÁFICO 40 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, BRENT E IBOV EM 2012 (BASE 100 = 12/6/2008 [IPO])	183
GRÁFICO 41 – EVOLUÇÃO DO EV/2C DA OGX EM 2012 (EM US\$/BOE).....	184
GRÁFICO 42 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO DO OGXPBZ 2018 EM 2012	185
GRÁFICO 43 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO DO OGXPBZ 2022 EM 2012	185
GRÁFICO 44 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA, MÁXIMO E MÍNIMO DO PA EM 2012 (EM R\$/AÇÃO PRÉ-SPLIT)	205
GRÁFICO 45 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 EM 2013 (EM R\$ NOMINAIS POR AÇÃO, PÓS SPLIT)	206
GRÁFICO 46 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, BRENT E IBOVESPA EM 2013 (BASE 100 = 12/6/2008 [IPO])	207
GRÁFICO 47 – EVOLUÇÃO DO EV/2C EM 2013 (EM US\$/BOE)	207
GRÁFICO 48 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA E MÍNIMO DO PA EM 2013 (EM R\$/AÇÃO).....	208
GRÁFICO 49 – EVOLUÇÃO DO VALOR DO OGXPBZ18 E OGXPBZ22 EM 2013 (VALOR DE FACE = 100)	218
GRÁFICO 50 – PREÇO DO PETRÓLEO BRUTO - BRENT (FOB) – US\$/BARRIL DE 4/01/2000 A 12/06/2008	238
GRÁFICO 51 – EVOLUÇÃO DO S&P OGPE 600 E 1500 02/01/2000 A 12/06/2008.....	239

GRÁFICO 52 – NÚMERO DE IPOs CONCLUÍDOS DE EMPRESAS DE O&G E E&P NO MUNDO ENTRE JANEIRO 2000 E JUNHO 2008	240
GRÁFICO 53 – VALOR DOS IPOs CONCLUÍDOS DE EMPRESAS DE O&G E E&P NO MUNDO ENTRE JANEIRO 2000 E JUNHO 2008 (EM US\$ MILHÕES)	241
GRÁFICO 54 – EVOLUÇÃO DA PRODUÇÃO BRASILEIRA DE ÓLEO (EM MIL BARRIS ANO), 1991 A 2008 ANTES E DEPOIS NOVO MARCO REGULATÓRIO.....	243
GRÁFICO 55 – EVOLUÇÃO DO IBOV EM R\$ E US\$ NOMINAIS.....	249
GRÁFICO 56 – EVOLUÇÃO DO VMD NA BOVESPA EM MILHÕES DE R\$ E US\$ NOMINAIS.....	250
GRÁFICO 57 – EVOLUÇÃO DO VMD NA BOVESPA POR TIPO DE INVESTIDOR	250
GRÁFICO 58 – EVOLUÇÃO DA MMX3 E IBOV (21/7/2006 = 100) ENTRE O IPO DA MMX (21/07/2006) E DA OGX (12/6/2008).....	258
GRÁFICO 59 – EVOLUÇÃO DA MPX3 E IBOV (21/7/2006 = 100) ENTRE O IPO DA MPX (13/12/2006) E DA OGX (12/6/2008).....	260
GRÁFICO 60 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO ENTRE 2/01/2009 E 15/04/2011.....	266
GRÁFICO 61 – S&P OGE600 E 1500, BRENT E OGXP3 DE 2/01/2009 A 15/04/2011	266
GRÁFICO 62 – EV <i>VERSUS</i> VPL DO CENÁRIOS MÉDIOS D&M: INDÍCIOS DE SOBREVALORIZAÇÃO DA OGXP3	267
GRÁFICO 63 – AMOSTRA TR: EVOLUÇÃO DA RAZÃO DA MEDIANA DOS PAS PELO VALOR DA OGXP3 NA BOVESPA	268
GRÁFICO 64 – RALLY MERCADO (6/11/2008 A (15/10/2010) <i>VERSUS</i> RALLY DOS ANALISTAS AMOSTRA TR (28/12/2009 A 21/6/2012) <i>VERSUS</i> SOBREVALORIZAÇÃO (17/8/2010 A 15/4/2011)	269
GRÁFICO 65 – OGXP3 X CENÁRIOS MÉDIOS D&M (COM DÍVIDA LÍQUIDA) X PA MEDIANA (R\$/AÇÃO)	270
GRÁFICO 66 – OGXP3, CENÁRIOS MÉDIOS D&M (COM DÍVIDA LÍQUIDA), PA HIGH, LOW E MEDIANA (R\$/AÇÃO).....	271
GRÁFICO 67 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA, MÁXIMO E MÍNIMO DO PA EM 2009 (EM R\$/AÇÃO, PRÉ SPLIT)	273
GRÁFICO 68 – EVOLUÇÃO DA OGXP3, DO PA MÁXIMO, MÍNIMO E MEDIANO DA AMOSTRA TR EM 2010 (EM R\$/AÇÃO, PRÉ SPLIT).....	276
GRÁFICO 69 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA, MÁXIMO E MÍNIMO DO PA EM 2011 (EM R\$/AÇÃO, PRÉ SPLIT)	281
GRÁFICO 70 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA, MÁXIMO E MÍNIMO DO PA EM 2012 (EM R\$/AÇÃO, PRÉ SPLIT)	287
GRÁFICO 71 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA E MÍNIMO DO PA EM 2013 (EM R\$/AÇÃO, PRÉ SPLIT)	293
GRÁFICO 72 – VOLUME DE DAY-TRADE DA OGXP3 E PETR4 COMO PERCENTUAL DO VMD ENTRE 2012 E 2013	299
GRÁFICO 73 – EVOLUÇÃO DAS PERFURAÇÕES E DOS RELATÓRIOS D&M: PLANEJADO EM 2008 X REALIZADO ATÉ 2013	304
GRÁFICO 74 – EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS NA CAMPANHA DE E&P (EM R\$ MILHÕES NOMINAIS): 3T2008 A 1T2013	307
GRÁFICO 75 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO E EVENTOS IMPORTANTES NO GUIDANCE EM 2010.....	316
GRÁFICO 76 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO E EVENTOS IMPORTANTES NO GUIDANCE EM 2011.....	322
GRÁFICO 77 – AMOSTRA DA TR: EVOLUÇÃO DA MEDIANA, MÁXIMO E MÍNIMO DO PA EM 2011 (EM R\$/AÇÃO, PRÉ-SPLIT)	323
GRÁFICO 78 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO E EVENTOS IMPORTANTES NO GUIDANCE EM 2012.....	325
GRÁFICO 79 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE MERCADO E EVENTOS IMPORTANTES NO GUIDANCE EM 2013.....	328
GRÁFICO 80 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 EM 2009 (R\$ NOMINAIS POR AÇÃO, PRÉ-SPLIT).....	333
GRÁFICO 81 – OGXP3 E OSX3 ENTRE ABRIL/2011 E OUTUBRO/2013 (15/04/2011 = 100)	343
GRÁFICO 82 – EVOLUÇÃO DA OGXP3 E DA MEDIANA DO PA DA AMOSTRA TR.....	360

Lista de Figuras

FIGURA 1 – CLASSIFICAÇÃO DE RECURSOS DE O&G DA SPE-PRMS	26
FIGURA 2 – SEIS PILARES PRINCIPAIS DE CONSTRUÇÃO DE VALOR SEGUNDO O PROSPECTO DO IPO.....	29
FIGURA 3 – <i>STAKEHOLDERS</i> DIRETA E/OU INDIRETAMENTE RELACIONADOS AO <i>GUIDANCE</i> E A TESE DE INVESTIMENTOS.....	61
FIGURA 4 – AGENTES POSSIVELMENTE ENVOLVIDOS NA GERAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE VALOR DA OGX.....	61
FIGURA 5 – ESTRUTURA DE GOVERNANÇA DA OGX	64
FIGURA 6 – POSSÍVEL RELAÇÃO ENTRE OS VALORES DE REFERÊNCIA, OS PAS E O VALOR ÓTIMO.....	92
FIGURA 7 – SISTEMA DINÂMICO DA OGX NO PERÍODO DE GERAÇÃO DE VALOR	236
FIGURA 8 – SISTEMA DINÂMICO DA OGX NO PERÍODO DE DESTRUIÇÃO DE VALOR	298
FIGURA 9 – FLUXO DE ATIVIDADES DA FASE DE EXPLORAÇÃO EM POÇOS OFFSHORE.....	370
FIGURA 10 – REPRESENTAÇÃO GRÁFICA DO SISTEMA DE CLASSIFICAÇÕES DA SPE-PRMS.....	372
FIGURA 11 – FONTES DE INFORMAÇÕES PARA AVALIAÇÃO DOS RECURSOS	375
FIGURA 12 – FASES DE MATURIDADE DE UM PROJETO	378

Lista de Tabelas

TABELA 1 – EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO DO GRUPO X ENTRE 2006 E 2012	20
TABELA 2 – CAPITALIZAÇÃO DE MERCADO DAS EMPRESAS DO GRUPO X	21
TABELA 3 – TESES DE SINERGIAS ENTRE AS EMPRESAS DO GRUPO X	23
TABELA 4 – PORTFÓLIO DE BLOCOS DA OGX NO IPO: RPL EM BBOE, E PROBABILIDADE DE SUCESSO ECONÔMICO (“PSE”) 25	
TABELA 5 – PROJEÇÃO DA PRODUÇÃO DE ÓLEO APRESENTADA NO IPO (EM MILHÕES DE BARRIS POR ANO)	28
TABELA 6 – COMPOSIÇÃO DO SALDO DEVEDOR DA OGX E SUBSIDIÁRIAS EM 07/01/2014	32
TABELA 7 – AGENDA DE CATALISADORES FUNDAMENTALISTAS MONITORADOS PELOS ANALISTAS DA OGX	34
TABELA 8 – NÚMERO DE FATOS RELEVANTES PUBLICADOS PELA OGX.....	35
TABELA 9 – HISTÓRICO DE AQUISIÇÕES DE BLOCOS EXPLORATÓRIOS DA OGX.....	36
TABELA 10 – ALGUNS INDICADORES DA CAMPANHA EXPLORATÓRIA: PLANEJADOS X REALIZADOS.....	54
TABELA 11 – PROJEÇÃO DA PRODUÇÃO ANUAL DA OGX APRESENTADA NO IPO (EM MBOE)	57
TABELA 12 – CAMPANHA EXPLORATÓRIA: NÚMEROS DE POÇOS PIONEIROS E DE AVALIAÇÃO (<i>PIONEER WELLS AND APPRAISALS</i>)	58
TABELA 13 – HISTÓRICO DE AQUISIÇÕES DE BLOCOS EXPLORATÓRIOS DA OGX.....	59
TABELA 14 – EVOLUÇÃO DOS VALORES DE REFERÊNCIA	74
TABELA 15 – CONCEITOS DE NÍVEIS DE INCERTEZA NO SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO DE RECURSOS	76
TABELA 16 – ESTIMATIVA DO VPL DOS RECURSOS DA OGX ESTIMADOS PELA D&M (US\$ MILHÕES)	78
TABELA 17 – QUANTIDADE DE RELATÓRIOS DE ANALISTAS DAS AÇÕES DA OGX DA AMOSTRA PRÓPRIA	90
TABELA 18 – REPRESENTATIVIDADE DA AMOSTRA PRÓPRIA (% TRADING TOTAL DA BOVESPA)	90
TABELA 19 – CINCO MAIS UM PERÍODOS DA EVOLUÇÃO DA OGXP3 (R\$/AÇÃO PÓS SPLIT)	97
TABELA 20 – CINCO PERÍODOS DA EVOLUÇÃO DO VMD DA OGXP3	103
TABELA 21 – ESTIMATIVAS DO 1º D&M, EV E OUTROS INDICADORES (US\$ BILHÕES)	104
TABELA 22 – PAS NO INÍCIO DE COBERTURA (28/7/2008, AJUSTADOS PARA O <i>SPLIT</i>) E RESPECTIVO MÚLTIPLO DE VALOR POR BOE DE RPL DE ÓLEO (EXCLUINDO GN)	121
TABELA 23 – MÚLTIPLOS DE EMPRESAS SIMILARES UTILIZADAS PELO MS PARA COMPARAR COM A OGX	132
TABELA 24 – RESUMO DOS RELATÓRIOS D&M (EM BBOE DE HIDROCARBONETOS)	135
TABELA 25 – PROJEÇÕES DAS METAS DE PRODUÇÃO (EM MIL BOE/DIA DE PETRÓLEO E GN)	143
TABELA 26 – INDICADORES DOS PRINCIPAIS BLOCOS ARREMATADOS NO LEILÃO DA 9ª RODADA PELA OGX.....	148
TABELA 27 – NÚMERO DE POÇOS PERFURADOS (PIONEIROS E APPRAISALS)	156
TABELA 28 – PERFURAÇÕES NA BACIA DE CAMPOS ATÉ MARÇO DE 2011	164
TABELA 29 – RESUMO DOS TRÊS RELATÓRIOS DE AVALIAÇÃO DA D&M	166
TABELA 30 – UMA INTERPRETAÇÃO DOS RECURSOS TOTAIS EM CAMPOS BASEADA NO RELATÓRIO DE ABRIL DE 2011 DA D&M (BBOE)	166
TABELA 31 – REDUÇÃO NOS PREÇOS ALVO DA OGXP3 (R\$/AÇÃO)	168
TABELA 32 – REVISÕES DA CURVA DE PRODUÇÃO FIM DO ANO (KBPD)	172
TABELA 33 – MÚLTIPLOS DE EMPRESAS DE O&G NA AMÉRICA LATINA	174
TABELA 34 – O QUE FOI CONSIDERADO NO RELATÓRIO DA D&M DE ABRIL/2011	174
TABELA 35 – RESULTADOS DOS POÇOS PERFURADOS EM CAMPOS DESDE O FIM DE 2010.....	175
TABELA 36 – TESTES DE PRODUÇÃO EM POÇOS HORIZONTAIS DA OGX.....	175
TABELA 37 – AJUSTE NA ESTIMATIVA DOS RECURSOS PROSPECTIVOS NA OPINIÃO DO MS (EM MBOE).....	177
TABELA 38 – AJUSTE NA ESTIMATIVA DOS RECURSOS DELINEADOS E CONTINGENTES DAS ACUMULAÇÕES DE CAMPOS NA OPINIÃO DO MS	177
TABELA 39 – CAMPANHA EXPLORATÓRIA: NÚMEROS DE POÇOS PIONEIROS E DE AVALIAÇÃO (<i>PIONEER WELLS AND APPRAISALS</i>)	189
TABELA 40 – CURVA DE PRODUÇÃO DA OGX x HISTÓRICO DE REVISÕES DE ALGUNS ANALISTAS	197
TABELA 41 – EVOLUÇÃO DA PRODUÇÃO EM TBAZ (KBPD)	211
TABELA 42 – FLUXOS DOS TRÊS POÇOS DE TBAZ ENTRE FEV.2012 E JAN.2013.....	216
TABELA 43 – RESUMO DE INDICADORES DA OGX DO 4T2011 AO 4T2012	217
TABELA 44 – HISTÓRICO DE LEILÕES DE CONCESSÃO (RODADAS) DA ANP: INDICADORES SELETOS DA 1ª A 9ª RODADAS ..	246
TABELA 45 – TAXAÇÃO SOBRE RECEITAS DE PRODUÇÃO DE PETRÓLEO PELO MUNDO	247
TABELA 46 – IPO E FOLLOW-ONS NA BOVESPA ENTRE 2004 A 2008, EXCLUINDO OGX.....	251
TABELA 47 – TRANSAÇÕES DE FUSÕES & AQUISIÇÕES ENTRE 2004 A 2008.....	252
TABELA 48 – AGRESSIVIDADE DA OGX NA 9ª RODADA (US\$ MILHÕES)	254

TABELA 49 – PROXIMIDADE DOS BLOCOS DA OGX COM OUTROS BLOCOS DE CONCORRENTES COM RESERVAS PROVADAS E PROVÁVEIS NA ÉPOCA DO IPO	255
TABELA 50 – PARTICIPAÇÃO DO AC NO GRUPO X ENTRE 2006 E 2012.....	262
TABELA 51 – CARGOS EXERCIDOS PELO AC NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO DO GRUPO X	263
TABELA 52 – PROPOSTA DE REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES.....	264
TABELA 53 – PERFURAÇÕES: PLANEJADAS EM 2008 X REALIZADAS ATÉ 2013	304
TABELA 54 – RESUMO DOS TRÊS RELATÓRIOS DE AVALIAÇÃO DA D&M	305
TABELA 55 – EVOLUÇÃO DO VALOR DE REFERÊNCIA POR BBOE 2C NOS RELATÓRIOS D&M.....	306
TABELA 56 – PROCESSO DE REFORÇO X PROCESSO DE BALANCEAMENTO: DISPONIBILIDADES, INVESTIMENTOS E ABANDONOS	309
TABELA 57 – HISTÓRICO DE AQUISIÇÕES DE BLOCOS EXPLORATÓRIOS E ANÚNCIOS DE DESCOBERTAS E SEUS DESFECHOS..	311
TABELA 58 – PROPORÇÃO DE CADA ELEMENTO NA REMUNERAÇÃO TOTAL	331
TABELA 59 – VENDA DE AÇÕES PELO DRI E DEX EM 2009 (INSTRUÇÃO CVM 358)	333
TABELA 60 – VENDA DE AÇÕES PELO DRI, DEX E DJUR EM 2011 (INSTRUÇÃO CVM 358)	334
TABELA 61 – VENDA DE AÇÕES DE PESSOAS RELACIONADAS ENTRE 2009 E 2013 (INSTRUÇÃO CVM 358) EM R\$ MILHÕES	335
TABELA 62 – EXECUTIVOS QUE PARTICIPAVAM NO CA DO GRUPO X	339
TABELA 63 – METAS PARA O RAMP-UP X FPSOs DA OSX	340
TABELA 64 – <i>BACKLOG</i> OSX EM 31/10/2012.....	341
TABELA 65 – DÍVIDA BRUTA DO GRUPO X EM 31/12/12- PRINCIPAIS CREDITORES (EM R\$ MILHÕES)	346
TABELA 66 – AUDITORES INDEPENDENTES DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO DO GRUPO X: 2006 A 2016	357
TABELA 67 – FREQUÊNCIA DE ATUALIZAÇÕES POSITIVAS NO PAS DURANTE O RALLY	361
TABELA 68 – IPOs GREENFIELDS: COMISSÕES PAGAS AOS BANCOS	361
TABELA 69 – IPOs GREENFIELDS DA OGX: COMISSÕES PAGAS AOS BANCOS	362
TABELA 70 – HONORÁRIOS POR ASSESSORIA (ADVISORY) DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS ENVOLVIDOS NA EMISSÃO DOS OGXPBZ18 E OGXPBZ22 (EM US\$ MILHÕES)	362
TABELA 71 – EXECUTIVOS QUE PARTICIPAVAM NO CA DO GRUPO X	366
TABELA 72 – ACUMULO DE CARGOS NA PRESIDÊNCIA DOS CA E PRESIDÊNCIA DA MESMA EMPRESA	366
TABELA 73 – CONCEITOS DE NÍVEIS DE INCERTEZA NO SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO DE RECURSOS	374

Agradecimentos

A elaboração do presente estudo não foi apenas uma oportunidade de aprendizagem, mas também proporcionou reencontros com ex-colegas do Unibanco, da FEA-USP, da Gero Consultoria e ex-alunos. Dentre os ex-colegas, agradeço muito a Jorge Simino Junior, Marcio Guedes Pereira Junior, Cleomar Parisi e Glenn Mallet. Dentre os ex-colegas de FEA, destaco Rodrigo Azevedo, Marcelo Cavalheiro, e sua esposa Simone. Foi Rodrigo que me apresentou André Lion, que por sua vez me mostrou os primeiros relatórios de pesquisa sobre a OGX.

Dentre os ex-alunos que demonstraram interesse e me apoiaram na pesquisa, agradeço a André de Souza Lima (Constellation), David Birmann, Gabriel Sacardo, João Roberto Mesquita e Ricardo José Placa Oscar.

Dentre os entrevistados para a pesquisa, agradeço tempo e os insights de Newton Duarte e Ricardo Lamenza Alzogoray (Siemens), Gustavo Borges (FIESP), Mauro Rodrigues da Cunha (AMEC - Associação de Investidores no Mercado de Capitais).

O apoio da FIPE, nas pessoas de Carlos Antonio Luque e Maria Helena G.P. Zockun, foi fundamental para viabilizar a coleta e organização de dados, executado pela estagiária Nathalia Barros. Ainda na coleta de dados, um agradecimento especial aos colegas da B3: Armando Schroder, Carla Bomfim de Aquino, Christianne Bariquelli, Duílio Alves Paiva, e Édipo Ferreira.

Agradeço também os comentários e a oportunidade de discutir o caso OGX com o professor Shane Greenstein da Harvard Business School e o professor Peter Senge do MIT.

Luana Alves Viera, da Bibliotecária Telles do Insper, foi de enorme ajuda e apoio na coleta de informações. Sua perseverança e comprometimento foram de um profissionalismo raro, extraordinário.

O capricho na forma e detalhes da cuidadosa edição de Helena Ciorra foi excepcional e inestimável. Muito obrigado, Lelê.

Presto também meus agradecimentos ao professor Armênio, infelizmente falecido em 2018. Em 2017, logo no começo de minhas pesquisas sobre a OGX, eu almoçava com Armênio quando ele me alertou: *“não dá para falar de OGX sem falar das outras empresas X”*. Seu alerta foi providencial.

Agradeço o carinho da minha família e amigos cujo apoio foi revigorante. Minha mãe, Ana Maria Franco e seu marido, Adalberto Valle, minha irmã, Patrícia Luzio e seu companheiro Paulo S. de Oliveira Neves. Dentre os amigos, um abraço especial ao bom humor de Gus Valentim, à Fernando Pinotti (Shell) e sua companheira Silvia R. S. Moreira.

Meus agradecimentos também à Sandra Letícia Berta por me ajudar a manter o eixo e o foco. Chico, Lola e Chokito, meus fiéis companheiros nos fins de semana de exílio.

Agradeço muito o companheirismo, o amor, a paciência e os contrapontos de minha esposa, Juliana. Em outubro de 2019, completamos 10 anos de casados. Uma tese de livre docência é uma prova cruel para um casamento que a Ju suportou com muita resiliência. Esta tese é dedicada à Ju e ao nosso filho de quatro anos, Fernando Forte.

Resumo

Em junho de 2008, a combinação entre altos preços do petróleo e descobertas no pré-sal com uma tese de investimentos atraente proporcionou o maior IPO de uma empresa pré-operacional da história da BOVESPA (R\$ 6,7 bilhões). Com renomados executivos, membros do conselho de administração e acionista controlador, a campanha exploratória da OGX começou com muitas e significativas descobertas de hidrocarbonetos. Em outubro de 2010, ainda pré-operacional, a OGX mais que dobrou seu valor de mercado quando chegou a R\$ 75,2 bilhões. A estratégia de financiamento, que captou R\$ 15,6 bilhões em *equity* e *quasi-equity*, atraiu grandes investidores institucionais e gestores de recursos. Entretanto, momentos de sub e sobrevalorização da OGXP3 combinada com SOPs generosos e *vestings* de curto prazo geraram comportamentos disfuncionais dos executivos que viriam a comprometer a viabilidade da Empresa. Mas a análise da OGX não comporta conclusões ingênuas e maniqueístas. Há indícios que estes comportamentos foram corroborados pela ação, ou no mínimo complacência, de *gatekeepers* internos (acionista controlador e conselho de administração) e externos (analistas de *sell-side*, auditores e a CVM). Dentre estes comportamentos disfuncionais destaca-se a “Heroína Organizacional” e sua consequente assimetria informacional, que pode ter afetado direta e indiretamente outras empresas da EBX, cujas dívidas somavam R\$ 24,9 bilhões (31/12/2012). As duas manifestações externas da Heroína Organizacional, inter-relacionadas, foram: a intensa campanha exploratória que consumiu R\$ 13,8 bilhões em investimentos, perfurou 115 poços em 51 prospectos em 5 bacias; e o *guidance* otimista que incluiu a publicação de 110 Fatos Relevantes, quase todos otimistas, revisões nas estimativas de volumes recuperáveis de 4,8 para 10,9 bboe e aquisição de 29 novos blocos. Mas atrasos, percalços e “eventos de reputação” comprometeram a credibilidade dos executivos, acionista controlador e o valor da OGXP3. Em agosto de 2013, a produção média era de 10,7 kbpd contra a meta de 165,0 kbpd. Em outubro de 2013, a OGX solicitou sua Recuperação Judicial (“RJ”) com R\$ 13,3 bilhões em dívidas com *bondholders* e fornecedores, dentre eles, a OSX. Dez dias depois foi a vez da OSX solicitar a RJ, com dívidas de R\$ 4,1 bilhões. Por fim, o estudo identifica possíveis aprendizados e temas de pesquisas futuras que podem agregar na viabilidade de captações para financiar projetos greenfield em infraestrutura no Brasil.

Palavras-chave: governança corporativa, óleo e gás, pré-sal, *de-risking*, IPO, *greenfield*, Project Finance, valuation, heroína organizacional, principal-agente, sobrevalorização, *unsecured note*, conglomerados, *noise traders*, *day trade*, *detracking risk*, analistas *sell-side*, ANP, fatos relevantes, *right-to-trust*, SOP, Recuperação Judicial, OGX, OSX, Eike Batista, *farm-in*, *farm-out*.

JEL: M52, L71, L51, L26, K22, G14, G18, G32, G34, G41, G17

Abstract

In June 2008, the combination of high oil prices and pre-salt discoveries with an attractive investment thesis provided the largest IPO of a greenfield company in BOVESPA's history (R\$ 6.7 billion). With reputed executives, board of directors and controlling shareholder, OGX's exploratory campaign began with many significant hydrocarbon discoveries. In October 2010, still pre-operational, OGX more than doubled its market value to R\$ 75.2 billion. The financing strategy, which raised R\$ 15.6 billion in equity and quasi-equity, attracted large institutional investors, equity and debt funds. However, OGXP3 under and overvalue moments combined with generous SOPs and short-term vestings generated dysfunctional executives' behaviors that would compromise the Company's feasibility. But the OGX analysis does not admit naive and Manichaeian conclusions. There are indications that these behaviors were corroborated by the action, or at least complacency, of internal gatekeepers (controlling shareholder and board of directors) and external (sell-side analysts, auditors and the CVM). Among these dysfunctional behaviors stands out the "Organizational Heroine" and its consequent informational asymmetry, which may have directly and indirectly affected other EBX companies, whose debts added to R\$ 24.9 billion (12/31/2012). The two external manifestations of the Organizational Heroine, interrelated, were: the intense exploratory campaign that consumed R\$ 13.8 billion in investments, drilled 115 wells in 51 prospects in 5 basins; and the optimistic *guidance*, which included the publishing of 110 Material Facts, almost all optimistic, revisions in recoverable volume estimates from 4.8 to 10.9 bboe and the acquisition of 29 new blocks. But delays, setbacks, and "reputation events" have compromised the credibility of executives, the controlling shareholder, and the value of OGXP3. In August 2013, average production was 10.7 kbpd versus the target of 165.0 kbpd. In October 2013, OGX requested bankruptcy protection with R\$ 13.3 billion in debts with bondholders and suppliers, OSX among them. Ten days later it was OSX's turn to request Judicial Recovery, with debts of R\$ 4.1 billion. Finally, the study identifies possible lessons and future research topics that may contribute to raise funds to finance greenfield infrastructure projects in Brazil.

Keywords: corporate governance, oil & gas, pre-salt, *de-risking*, IPO, *greenfield*, Project Finance, valuation, organizational heroin, principal-agent, overvaluation, *unsecured note*, conglomerates, *noise traders*, *day trade*, *de-tracking risk*, sell-side analysts, material facts, right-to-trust, SOP, bankruptcy, OGX, OSX, Eike Batista, *farm-in*, *farm-out*.

Lista de Abreviaturas e Conversões de Unidades

Acrônimo	Termo sem Abreviações
1P e 1C	1P refere-se à reservas provadas com 90% de chance que a quantidade efetiva seja superior à estimada e 10% de chance de ser inferior, de acordo com a definição do API.
2P e 2C	2P refere-se à reservas provadas com 50% de chance que a quantidade efetiva seja superior à estimada e 50% de chance de ser inferior.
3P e 3C	3P refere-se à reservas provadas com 10% de chance que a quantidade efetiva seja superior à estimada e 90% de chance de ser inferior.
10 ³ ft ³	mil pés cúbicos (GN)
AA	Anglo American
AC	Acionista Controlador
AGE	Assembleia Geral Extraordinária
AGO	Assembleia Geral Ordinária
ANP	Agência Nacional de Petróleo
API	<i>American Petroleum Institute</i>
bboe	bilhão de barris de óleo equivalentes
bbpd	bilhão de barris de óleo por dia
boe	barris de óleo equivalentes. Fator de conversão: 5.615 pés cúbicos de GN = 1 boe
boed	barris de óleo equivalentes diários
CAMF	Centennial Asset Mining Fund LLC
CHB	Crowe Horwath Bendoraytes
CM	Comunicado ao Mercado
CNPE	Conselho Nacional de Política Energética
COAD	Conselho de Administração
CS	Credit Suisse
DB	Deutsche Bank
DEX	Diretor de Exploração
DJUR	Diretor Jurídico
D&M	DeGolyer & MacNaughton
DRI	Diretor de Relações com Investidores
E&P	Exploração & Produção
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Depletion and Amortization
EBITDAX	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Depletion, Amortization and Exploration Expenses
ESP	Electric Submersible Pumps
EUR	Estimativa de Recuperação Final
EV	Enterprise Value
EWMA	Exponentially Weighed Moving Average
FDC	Fluxo Descontado de Caixa
FMM	Fundo da Marinha Mercante

FPSO	Floating, Production, Storage and Offloading vessel
FR	Fato Relevante
GN	Gás Natural
GS	Goldman Sachs
IBBA	Itaú BBA
IEA	International Energy Association
IOC	International Oil Company
JVE	Jornal Valor Econômico
JPM	JP Morgan Chase
kboe	mil barris de óleo equivalentes
kbpd	mil barris de óleo por dia
mboe	milhões barris de óleo equivalentes
mbpd	milhões de barris por dia
MD&A	Management Discussion and Analysis
MER	Merril Lynch
MPF	Ministério Público Federal
NAV	Net Asset Valuation (firm value)
NOC	National Oil Company
O&G	Óleo e Gás
OGXP3	símbolo da ação da OGX na BOVESPA
OPEC	Organização dos Produtores de Petróleo
OTPP	<i>Ontario Teachers' Pension Plan Fund</i>
P/E	Price-to-Earnings
PA	Preço Alvo
PAD	Plano de Avaliação de Descoberta (Discovery Evaluation Plan - PED)
PD	Plano de Desenvolvimento
PDNP	Reservas Provadas, Desenvolvidas e Não Produzindo
PDP	Reservas Provadas, Desenvolvidas e Produzindo
Pe	Probabilidade truncada líquida ($P_g \times P_{tefs}$)
PEM	Programa Exploratório Mínimo
PETR	Petrobras
P_g	Probabilidade de Sucesso Geológico
PIIP	Petroleum Initially-In-Place
POS	Probability of Success
RPL	Recursos Potenciais Líquidos
PSA	Production Sharing Agreement
PSDM	Pre-Stack Depth Migration
PSE	Probabilidade de Sucesso Econômico
P_{tefs}	Probabilidade de Sucesso Geológico acima do TEFS exigido para viabilidade econômica
PUD	Reservas Provadas e Não Desenvolvidas
QGEP	Queiroz Galvão Exploração & Produção
RCA	Reunião do Conselho de Administração

SAN	Santander
SEO	Seasoned Equity Offer
SOP	<i>Stock Option Plan</i>
SPA	Sistema de Produção Antecipada
SPE	Society of Petroleum Engineers
SPE-PRMS	Petroleum Resources Management Systems elaborado pela SPE
SPT	Special Participation Tax
TACC	Taxa Anual de Crescimento Composto
Tcf	Tera Cubic Feet (5,615 cf = 1 boe)
TEFS	Threshold Economic Field Size
TLD	Teste de Longa Duração
TLWP	Tension Leg Wellhead Platform
TMA	Taxa Mínima de Atratividade
UBS	Union Banks Switerzland
US\$	Dólares Norte-Americanos
UTG	Unidade de Tratamento de Gás Natural
VOGIP	Volume of Gas in Place (volume de gás in situ)
VOOIP	Volume of Oil in Place (volume de óleo in situ)
WACC	Custo Médio Ponderado do Capital
WHP	Well Head Platform
WTI	West Texas Intermediate

Prefácio

“Há algo em todos nós que ama montar um quebra-cabeças, que ama ver a imagem do todo emergir”.

SENGE, 2006, p. 68.

Em 2009, fui convidado a ministrar a disciplina Mercado de Capitais na FGV-SP. Em certo ponto do curso, organizei a sala em grupos e os instruí a escolher uma transação real de Mercado de Capitais para analisar e apresentar em sala. Um grupo de alunos talentosos escolheu o IPO da OGX. Fiquei impressionado com a análise deles, em especial com um trecho do Prospecto que descrevia o risco do acionista controlador. O Prospecto alertava que o AC poderia tomar decisões que fossem contra o interesse dos minoritários. Eu nunca tinha visto uma cláusula como aquela: a fragilidade da governança corporativa estava declarada explicitamente no IPO. Quando veio a crise da OGX em 2012 não fiquei surpreso.

Trabalho como consultor e ministro aulas de *Project Finance* desde 2005, e as empresas do Grupo X sempre me fascinaram pela aparente facilidade com que conseguiram tanto capital de risco para financiar projetos *greenfield*. Se captar financiamentos já é difícil em *Project Finance*, imagine só capital de risco de investidores minoritários.

Utilizo fatos estilizados sobre o Grupo X em várias disciplinas e cursos que ministro em cursos executivos na FIPE, FEA-USP e Insper para ilustrar outros temas como: liderança, governança corporativa, avaliação de empresas, Project Finance, etc...

O setor de petróleo em si, também sempre cativou meu interesse. Lendo os livros de YERGIN [2009, 2011], fico com a nítida impressão que a história dos séculos XX e XXI poderia ser facilmente interpretada através da evolução do setor de petróleo. No curso de Organização Industrial que ministro na graduação da FEA-USP, dedico uma aula à evolução dos carteis do setor de petróleo.

Em junho de 2017, em conversas com colegas, veio a sugestão de fazer a tese de livre docência sobre um estudo de caso. Como venho trabalhando com estudos de caso desde minha tese de doutorado como instrumento de pesquisa e pedagógico, a sugestão me pareceu natural e oportuna. A escolha da OGX surgiu segundos depois. Naquele momento, não sabia ao certo o que iria encontrar, mas pressentia que eu estava diante de uma mina, ou melhor, de um *iceberg* de temas econômicos.

Poucas semanas depois da escolha da OGX, uma coincidência: em agosto de 2017, o Centro de História da Ciência da USP ofereceu o curso “História Global do Petróleo”, organizado pelo Prof. Gildo Magalhães dos Santos Filho e ministrado pelo Prof. Nuno Luís Madureira do Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL). Para mim coincidências são excelentes sinais de que iniciava uma jornada promissora.

Começou aí o processo de investigação. Em agosto, me debrucei sobre os DFPs da OGX, reli o livro de GASPAR [2014] e comecei a entrevistar os primeiros executivos do mercado que tiveram alguma interação com a OGX. Dentre eles, haviam fornecedores, analistas de *buy* e *sell-side*, profissionais de bancos de investimentos, executivos ligados ao setor de Óleo & Gás (“O&G”) e outros. Não demorou muito para descobrir que embora a OGX fosse o pilar do Grupo X, “a galinha de ovos de ouro”, seria preciso analisar também, mesmo que superficialmente, outras empresas relacionadas: MMX, MPX, LLX, CCX e OSX. E a lista foi aumentando ao incluir Petrobras, HRT, QGEP, Petra Energia e algumas empresas estrangeiras, como a Chevron, Conoco Philips, dentre outras.

Essa análise se mostrou complexa, porém frutífera. Desde 1995 tenho dedicado boa parte de minha atividade profissional à avaliação de empresas e projetos de investimento. Iniciei esta trajetória como muitos, com foco quantitativo, partindo da análise dos demonstrativos contábeis históricos quando estes estavam disponíveis. O tempo me mostrou que avaliar uma empresa ou um projeto é um exercício muito mais amplo do que a projeção do fluxo de caixa. Trata-se também de avaliar estratégias competitivas e, em particular, a qualidade da gestão da empresa (ou projeto) que irá implementar tais estratégias. O caso OGX me mostrou a importância de uma outra força potencialmente destruidora de valor: a governança corporativa, ou seja, os mecanismos de incentivos e controles internos e externos à OGX.

Na primeira entrevista que fiz com um analista de *buy-side* de um *hedge fund*, tive acesso a relatórios de analistas de *sell-side*. Estes relatórios foram fontes valiosas de informações, pois descreviam como parte do mercado foi construindo, e posteriormente, desconstruindo, sua percepção de valor sobre a OGX. Percebi então que a OGX nos convoca a refletir não apenas sobre metodologias de avaliação, gestão e governança corporativa, mas também relação com investidores, vieses cognitivos e comportamentais, ética empresarial, regulação do mercado de capitais, legislação da Recuperação Judicial, dentre outros.

Uma pergunta que muitos leigos frequentemente indagam é se Eike Fuhrken Batista (“Acionista Controlador” ou “AC”) foi um habilidoso manipulador ou um empreendedor legítimo. O AC teria sido um Midas dissimulado ou um Ícaro bem-intencionado? Se foi um empreendedor legítimo, o “mercado” teria interpretado inadequadamente o potencial e riscos de seus projetos, depreciando-os prematuramente? Ou ainda, a visão de curto prazo dos investidores brasileiros teria comprometido o futuro da OGX? Por que as respostas a essas questões importariam hoje?

Para evitar vieses maniqueístas na minha análise, deixei por último, a leitura das peças jurídicas dos oito processos que o AC, seus executivos e membros do Conselho de Administração sofreram. Aí o quebra-cabeças se tornou ainda mais interessante e inusitado com as evidências de vendas de ações por parte de alguns executivos importantes da OGX.

Durante uma aula, eu abordei o tema OGX e um aluno me perguntou: “quem mais perdeu?” Respondi: além dos credores, alguns investidores e o próprio AC, quem mais perdeu fomos todos nós. Nós brasileiros e as futuras gerações. Temos um país rico em

recursos minerais e naturais, com uma carência enorme de investimentos em infraestrutura, e capital de longo prazo é condição para viabilizá-los. As repercussões do caso OGX, logo seguido pelo da Petrobras (outubro de 2014), na percepção de riscos dos investidores institucionais estrangeiros não podem ser minimizados.

Apesar de sua relevância, o presente estudo não pretende exaurir todos os temas que o caso OGX suscita. Há muito o que se pesquisar e aprofundar. Acredito que a tese é um começo, uma tentativa de delinear o problema que é prolífico em temas.

Parte 1 – Considerações Preliminares e Descrição dos Fenômenos

1. Introdução

“Meu trabalho é ler o jornal de amanhã”

AC, citado em GASPAR, 2014, p. 86.

“(...) [A] loucura, objeto dos meus estudos, era até agora uma ilha perdida no oceano da razão; começo a suspeitar que é um continente”.

ASSIS, M., O Alienista, p. 34.

Para alguns executivos do mercado financeiro entrevistados por nós, o AC foi um empreendedor ousado e visionário que construiu um impressionante conglomerado de seis *greenfields* de capital aberto (“Grupo X”), mas que perdeu o foco e cometeu graves erros de implementação em seus projetos¹.

A construção do Grupo X impressiona não apenas pelo número de empresas abertas e pelo volume das captações (dívida e capital), mas também pela sua diversidade, complexidade operacional e o curto espaço de tempo com que foram criadas.

Tabela 1 – Empresas de Capital Aberto do Grupo X entre 2006 e 2012

Empresa	Atividade	Comentários
MMX	Minério ferro	IPO em 20/06/2006 (R\$ 1,02 bilhões) ¹
MPX	Termoeletricidade	IPO em 12/12/2007 (R\$ 1,92 bilhões) ¹
OGX	E&P de O&G	IPO em 12/06/2008 (R\$ 6,71 bilhões) ¹
LLX	Logística portuária	Cisão da MMX em 28/07/2008 (R\$ 1,88 bilhões) ²
OSX	Construção naval	IPO em 2010 em 18/03/2010 (R\$ 2,45 bilhões) ¹
CCX	Mineração carvão na Colômbia	Cisão da MPX em 25/5/2012 (R\$ 0,73 bilhões) ²

(1) Captação no IPO. Não considera captações de financiamentos e aportes de capital até 2012.

(2) Capitalização de mercado da LLX em 30/6/2008 e CCX em 30/6/2012. Fonte: Capital IQ.

O AC teria sido um habilidoso vendedor com um senso de *timing* de mercado primoroso. Para aproveitar o momento histórico, o AC foi capaz de: construir teses de investimento atraentes em momento oportuno, quando do superciclo de commodities, da alta

¹ O Grupo X, como denominado aqui, se refere ao conjunto empresas de capital aberto na BOVESPA criadas a partir de 2006 com o IPO da MMX. Entretanto, essa é uma definição arbitrária, pois os empreendimentos do AC no Brasil e no exterior datam de muito antes de 2006, além de outras empresas de capital fechado.

liquidez internacional e das perspectivas favoráveis ao Brasil; compor equipes com executivos experientes e renomados em seus setores de atuação; construir alianças com pessoas públicas com poder de decisão; se alinhar com bancos de investimentos e comerciais para conduzir significativas transações no mercado de capitais nacional e internacional; negociar transações de M&A e parcerias operacionais com sócios estratégicos de renome internacional.

Considerando apenas as empresas de capital aberto, no ápice, o Grupo X chegou a valer R\$ 98,12 bilhões em 2010, ou US\$ 58,37 bilhões², em capitalização de mercado. Na época, a OGX Petróleo e Gás Participações S.A. (“OGX” ou “Empresa”) valia R\$ 74,99 bilhões, correspondendo a 76% do valor do Grupo X, anos antes de produzir seu primeiro barril de óleo. No auge (outubro de 2010), quando sua capitalização de mercado chegou a R\$ 75,0 bilhões, a OGX, ainda pré-operacional, só valia menos do que a Ambev, PETR e Vale³.

Mas, em 2012, a decepção com a produção do seu primeiro poço, Turbarão Azul (“TBAZ”), catalisou a queda irreversível das suas ações (“OGXP3”). A queda da OGXP3 contaminou todas as outras empresas do Grupo X, que no total chegou a valer R\$ 1,3 bilhões (US\$ 449,3 milhões)⁴, ou seja, cerca de 1,5% do valor na máxima.

Tabela 2 – Capitalização de Mercado das Empresas do Grupo X

Empresa	IPO OGX (12/06/2010)		Máximo (04/11/2010)		Mínimo (03/04/2015)		Pós Reestruturação (06/10/2017)	
	R\$ Milhões	%	R\$ Milhões	%	R\$ Milhões	%	R\$ Milhões	%
OGX	35.714,50	60%	74.993,94	76%	226,52	17%	125,56	1,5%
CCX	-	-	-	0%	69,75	5%	18,03	0,2%
MMX	17.392,66	29%	6.389,87	7%	102,19	8%	22,19	0,3%
OSX	-	-	6.223,22	6%	56,26	4%	34,35	0,4%
MPX	6.762,69	11%	3.936,76	4%	168,02	12%	3.934,23	47,9%
LLX	-	-	6.580,97	7%	722,14	54%	4.079,78	49,7%
Total (R\$ Milhões)	59.869,85	100%	98.124,76	100%	1.344,89	100%	8.214,13	100,0%
% Total Máx. R\$	61%		100%	-	1,4%	-	8,4%	-
Total US\$ Milhões	36.523,82		58.369,37	-	449,34	-	2.595,47	-
% Total Máx. US\$	63%		100%	-	0,8%	-	4,4%	-

Fonte: Economática.

Para outros executivos do mercado financeiro entrevistados, o AC vendeu uma narrativa ao mercado que criou uma bolha especulativa que faria inveja às tulipas holandesas, cujo fim não poderia ser outro se não a óbvia e esperada derrocada. A OGX era ao

² PTAX de R\$ 1,6811.

³ Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/3202056>

⁴ PTAX de R\$ 2,993.

mesmo tempo a empresa de maior risco e a mais valiosa de todas as empresas abertas do AC. Como mais valiosa, a OGX se tornou pivô do valor do Grupo X por suas relações objetivas e subjetivas com as Partes Relacionadas. Relações objetivas incluíam, por exemplo, as encomendas de equipamentos para a OSX. A OGX era sócia da MPX na UTE Parnaíba. Além disso, o AC, teria concedido avais em empréstimos às empresas do Grupo X lastreados em suas ações da OGX. Relações subjetivas referem-se à percepção dos investidores, financiadores e fornecedores quanto à capacidade do AC em implementar seus projetos

Quando a “bolha OGX” estourou, todo o restante do Grupo X entrou em crise, apesar de possuírem riscos diferenciados. Esta é a primeira constatação inusitada: como um grupo tão diversificado tinha em seu alicerce de valor uma empresa com risco tão elevado?

Hoje, parte das empresas de capital aberto do Grupo X sobrevivem com valores diminutos frente ao seu pico histórico, incluindo a OGX, agora Dommo Energia S.A.. Apenas duas empresas abertas, a MPX (atual Eneva) e a LLX (atual Prumo), já com outros sócios majoritários, possuem capitalizações de mercado significativas, somando R\$ 8,4 bilhões (US\$ 2,7 bilhões), representando 98% do valor que restava do Grupo X⁵. A CCX foi vendida para mineradores turcos, a Yildirim, e a OSX ao Cerberus, fundo de *private equity* norte americano⁶. O Porto Sudeste da MMX para minério de ferro foi vendido para a trading holandesa de commodities, a Trafigura, e ao Mubadala, fundo soberano de Abu Dhabi⁷.

O portfólio de projetos do Grupo X, entre 2006 a 2013, possuía pelo menos quatro características em comum. Primeiro, eram todos projetos tipo *greenfield* de grandes dimensões, elevada complexidade operacional e longos ciclos de implementação⁸. Segundo, todos os projetos estavam sujeitos, direta ou indiretamente, aos enormes riscos geológicos na exploração de recursos minerários: O&G, minério de ferro, carvão e seus subprodutos. Terceiro, a expertise dos principais executivos, dos membros dos Conselhos de Administração, e do próprio AC, era considerada como vantagem competitiva na gestão destes projetos e na captura de opções de crescimento. Quarto, suas teses de investimento incluíam sinergias operacionais e financeiras entre outras empresas do Grupo X, que conjuntamente formariam um sistema virtuoso de geração de valor aos investidores por dominar vários elos da cadeia de valor de exploração e processamento de recursos naturais (OGX, MMX, CCX, MPX) e sua logística (LLX), incluindo a produção de certos equipamentos (OSX) que atenderia as exigências de nacionalização.

⁵ PTAX de R\$ 3,1642.

⁶ The great X-it., in: *The Economist*, 2014, Vol. 410 (8875), p. 57.

⁷ Bustista, in: *The Economist*, 2013, Vol. 409 (8860), p. 68-68.

⁸ A rigor, no IPO, a MMX já havia iniciado suas operações em dezembro de 2005, em uma de suas minas.

Tabela 3 – Teses de Sinergias entre as Empresas do Grupo X

		Tese de sinergias
OGX	OSX	OSX proveria navios, plataformas e serviços
OGX	MPX	OGX proveria GN para térmicas da MPX
CCX	MPX	CCX proveria carvão para térmicas da MPX
LLX	OGX	LLX proveria infraestrutura de portos para OGX ⁹
LLX	MMX	LLX proveria infraestrutura de portos para MMX, que por sua vez forneceria o minério de ferro para siderúrgica no Porto de Açu
MMX	OGX	MMX proveria expertise em commodity trading para OGX
LLX	MPX	UTE ¹⁰ no Porto de Açu proveria energia para os empreendimentos

Fonte: Elaborado pelo autor com base no Prospecto (OGX 2008a) nos Relatórios da Administração dos DFPS.

Grupo EBX captura as muitas sinergias existentes entre os seus negócios. O minério de ferro da MMX será transportado para o Superporto Sudeste, de onde será exportado para todo o mundo. As chapas de aço produzidas pelas siderúrgicas instaladas no complexo industrial do superporto da LLX serão utilizadas pela OSX na produção de equipamentos offshore, afretados para a OGX para a sua produção de óleo e gás. O carvão das minas da CCX na Colômbia será transportado até as termelétricas da MPX localizadas ao longo da costa brasileira e no superporto da LLX, e a energia gerada será fornecida para as indústrias localizadas no complexo industrial. O gás natural produzido pela OGX pode suprir as térmicas da MPX localizadas no complexo industrial do superporto da LLX. O superporto da LLX poderá servir de base terrestre para a produção de óleo e gás da OGX. A MPX vai fornecer energia para a principal unidade operacional da MMX em Minas Gerais¹¹.

Se os prazos de maturação dos *greenfields* foram mais longos do que se previa inicialmente, pode ter faltado dinheiro e confiança dos investidores e financiadores. Neste portfólio, a decepção do projeto mais importante comprometeria todos os outros. Como tal, a evolução da OGX, entre junho de 2008 a outubro de 2013, é o principal foco do presente estudo.

⁹ Segundo GASPAR [2014, p. 64], o pai do AC, Eliezer Batista dizia que “uma mina nada mais é do que um empreendimento logístico.” Podemos expandir essa assertiva para o petróleo também.

¹⁰ Usina Termo Elétrica (“UTE”).

¹¹ Fonte: https://pt.wikipedia.org/wiki/Grupo_EBX, acesso em 18/9/2017.

1.1 Questões de Pesquisa

A história da OGX foi um extraordinário caso de *Project Finance*¹². Em junho de 2008, a Empresa protagonizou o maior IPO do Brasil até então, quando captou R\$ 6,71 bilhões (US\$ 4,09 bilhões). Na época, a Empresa tinha apenas 29 funcionários e ainda nem sequer havia perfurado seu primeiro poço exploratório. Na época do IPO, a proposição de valor aos investidores (“Tese de Investimento”) era constituída por “Seis Pilares”¹³.

O primeiro pilar era o portfólio de concessões para exploração e desenvolvimento de O&G de 21 blocos¹⁴ adquiridos na 9ª Rodada da ANP em 27/11/2007 por R\$ 1,48 bilhões (US\$ 806,54 milhões, ou US\$ 0,167/boe) em Bônus de Assinaturas (“BAs”). No início de 2008, a OGX adquiriu (ou no jargão de O&G, *farm-in*) 50% de um outro bloco pertencente à dinamarquesa Maersk Oil & Gas (“MAESRK”), o BM-S-29¹⁵.

A renomada DeGolyer & MacNaughton (“D&M”)¹⁶ estimou que o portfólio de 22 blocos poderia conter 4,835 bilhões de barris de óleo equivalentes (“bboe”) de Recursos Potenciais Líquidos (“RPL”) de óleo e gás natural (“GN”). Se confirmadas, as dimensões do portfólio permitiriam gerar economias de escala a partir de “*melhores condições de negociação para a aquisição ou locação de equipamentos no longo prazo*”. Localizados em águas rasas, o portfólio se beneficiaria de uma “*maior disponibilidade de equipamentos*”¹⁷.

¹² Project Finance entendido como: “*Captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos veem o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre seu capital investido.*” [FINNERTY, 1996, p. 2].

¹³ Prospecto OGX, 2008, p. 20-24.

¹⁴ **Bloco** é uma pequena parte de uma bacia sedimentar, com limites definidos pela ANP. Trata-se de um prisma vertical de profundidade indeterminada, com superfície poligonal definida pelas coordenadas geográficas de seus vértices [PETROBRAS, 2010].

¹⁵ A MAERSK era sócia da OGX na exploração em dois blocos na bacia de Campos (BM-C-37 e BM-C-38). A MAERSK começou a investir em E&P no Brasil em 2001 quando participou da 3ª Rodada e adquiriu o BM-S-15. A MAERSK participou de outras rodadas e adquiriu o BM-S-29 na 4ª Rodada (2/9/2002). Segundo DA SILVA [2013], a descoberta no prospecto de Abacate pela MAERSK em 2009 causou o interesse da OGX pelo BM-S-29.

¹⁶ Com 70 anos de experiência, a D&M era a mesma certificadora da Petrobras.

¹⁷ Prospecto OGX, 2008, p. 155.

Tabela 4 – Portfólio de Blocos da OGX no IPO: RPL em bboe, e Probabilidade de Sucesso Econômico (“PSE”)

Bacias	PSE Óleo	RPL Óleo	% Óleo	PSE GN	RPL GN	RPL GN	RPL Total	% Total	Área (km ²)	% Total
Campos	33%	2,562	71,6%	-	-	0,0%	2,562	53,0%	1.177	17,2%
Santos	23%	0,395	11,1%	26%	1,174	93,3%	1,569	32,5%	1.076	15,7%
ES	18%	0,187	5,2%	20%	0,083	6,6%	0,270	5,6%	3.620	53,0%
PA-MA	20%	0,434	12,1%	-	0,000	0,0%	0,434	9,0%	960	14,0%
Total	27%	3,578	100,0%	25%	1,257	100,0%	4,835	100,0%	6.833	100,0%
%Total		74,0%			26,0%		100,0%			

Fonte: OGX, p. 16-19, 113.

A maior aposta da OGX era em Campos, que concentrava 71,6% do RPL de óleo. Santos aglutinava o maior potencial de GN (93,3% do RPL de GN), onde a falta de infraestrutura implicava em monetização altamente incerta. A Empresa havia também arrematado extensos campos nas bacias do Espírito Santo (“ES”) e do Pará-Maranhão (“PA-MA”), mas com baixo RPL. Embora pouco explorada, na bacia do ES foi descoberto o campo de Golfinho, com óleo leve em águas profundas. Após a descoberta de Golfinho, outras 23 perfurações haviam sido feitas, das quais 21 foram bem-sucedidas. Em 2008, a bacia do ES era a segunda maior região produtora do país¹⁸.

Entretanto, segundo a SPE-PRMS (*Society of Petroleum Engineers, Petroleum Resources Management Systems*), “Recursos Prospectivos” é a categoria de potencial geológico cuja viabilidade econômico financeira possui o mais elevado grau de incerteza na exploração em O&G. São recursos ainda não descobertos formalmente, estimados sem nenhuma perfuração no local. Sua possível existência é deduzida a partir da proximidade dos blocos com outros em estágios mais avançados de exploração ou produção. Estimar Recursos Prospectivos é, “no melhor dos casos, uma tarefa subjetiva”¹⁹.

¹⁸ LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 34.

¹⁹ KOVARSKY & MENDES, 2011o, p. 2.

Figura 1 – Classificação de Recursos de O&G da SPE-PRMS

Fonte: SPE-PRMS, 2008, p. 2

A percepção da qualidade e viabilidade do portfólio da OGX foi reforçada pelo segundo pilar da Tese de Investimentos: a experiência da sua equipe técnica (“Executivos”), ex-funcionários da Petrobras (“PETR”). Liderados por Paulo Mendonça, ex-Gerente de Exploração da PETR, que viria a ser conhecido como “Dr. Oil”, a equipe seria capaz de avaliar o potencial não só do portfólio, mas também de outros prospectos no Brasil e no exterior que, no futuro, poderiam ser adquiridos²⁰.

Embora o Prospecto não o definiu explicitamente como um “pilare” da Tese de Investimentos, o Conselho de Administração da OGX (“COAD”) era composto por executivos de renome com passagens pelo governo federal, grandes empresas privadas e estatais (incluindo a PETR) e bancos de investimentos²¹.

²⁰ Em 31/3/2008, a OGX tinha 14 funcionários administrativos e 15 operacionais. Destes, destacava-se além de Paulo Mendonça (Diretor de E&P), Edmundo Marques (que chefiara na PETR as pesquisas no pré-sal de Santos), Marcelo Torres (Diretor Administrativo Financeiro) e o CEO, Rodolfo Landim (ex-presidente da BR Distribuidora). Posteriormente, a OGX teria cerca de 50 ex-funcionários da PETR, ganhando de R\$ 40 mil a R\$ 150 mil por mês, sendo que o presidente da PETR na época ganhava R\$ 50 mil mês [GASPAR, 2014, p. 120].

²¹ Dentre eles destacavam-se: Eliezer Batista (ex-Ministro de Minas e Energia, ex-Secretário de Assuntos Estratégicos no Brasil, ex-CEO da CVRD); Francisco Gros (primeiro superintendente-geral da CVM, ex-presidente da PETR, BNDES, BACEN, Morgan Stanley no Brasil); Pedro Malan (Ministro da Fazenda de 1995 a 2002, curador do *International Accounting Standard Committee Foundation* - IASC); Rodolfo

O terceiro pilar era o próprio AC. Ao contrário dos Executivos, sua experiência relevante não era na geologia do O&G, mas sim na sua rede de relacionamentos empresariais, políticos e no mercado de capitais, capacidade de empreender e criar valor para si e seus sócios. Experiência essa evidenciada por dois IPOs relevantes e recentes: MMX (com captação de US\$ 0,51 bilhão em junho de 2006) e MPX (US\$ 1,2 bilhão em dezembro de 2007). Adicionalmente, entre junho de 2006 e janeiro de 2008, o AC alienou partes da MMX em três ocasiões diferentes, sendo a maior delas (o Complexo Minas-Rio) para a Anglo American (“AA”) por R\$ 6,72 bilhões.

O AC também havia criado outras empresas do Grupo X que poderiam gerar sinergias estratégicas com a OGX. Em tese, a complementariedade entre OGX e MPX era de particular importância, uma vez que 26% do RPL da OGX seria de GN. Como 100% da rede de gasodutos no Brasil pertenciam à PETR, que até então não havia permitido acesso livre a terceiros para monetizar seu RPL de GN, a OGX teria de construir seus próprios gasodutos que alimentariam UTEs da MPX.

No tema governança corporativa, a OGX declarava possuir “*práticas diferenciadas*”²². O alinhamento de interesses entre o AC, COAD e Executivos (coletivamente denominados “Gestores”) teria sido reforçado por dois milionários planos de opções de ações (*Stock Option Plan* ou “SOP”), um concedido pela OGX (“SOP OGX”) e outro com ações do próprio AC (“SOP AC”).

Na época do IPO, a Empresa estimou que os valores do SOP OGX, SOP AC e a remuneração anual dos Executivos e COAD somariam R\$ 1,74 bilhão, que poderiam ser realizados, dependendo do valor da OGXP3, em 5 anos. Nesta simulação, 85,4% da remuneração dos Executivos e 90,0% do COAD seria composta pelo SOP AC. O SOP AC seria interpretado como uma indicação adicional do comprometimento do AC com o sucesso da OGX²³.

A combinação entre Gestores capacitados e o potencial fluxo de caixa que seria gerado pelo portfólio de concessões sustentaria os outros dois pilares da Tese de Investimento: capacidade de crescer e capturar oportunidades no “*vasto potencial*” ainda não explorado do O&G do Brasil, estimado na época entre 70 a 100 bboe; e a capacidade para executar o ambicioso plano de negócios da OGX.

O plano de negócios começaria com a campanha exploratória de Campos no 2S09, “*que representa uma área de menor risco exploratório e com importantes volumes potenciais*”. Em sequência, a OGX pretendia “*perfurar poços na promissora bacia de Santos*”²⁴.

Landim (ex-CEO da BR Distribuidora); Rodolpho Tourinho (ex-Senador (DEM-BA), ex-Ministro de Minas e Energia, ex-Presidente dos Conselhos de Administração da PETR, BR Distribuidora e Eletrobrás); e Rodolpho Riechert (que na época era o responsável pelo banco de investimentos do UBS Pactual).

²² Prospecto OGX, 2008, p. 211.

²³ LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2008, p. 5 e 16.

²⁴ Prospecto OGX, 2008, p. 155.

Tabela 5 – Projeção da Produção de Óleo Apresentada no IPO (em milhões de barris por ano)

Bacias	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total	%Total
Campos	2	14	18	53	181	284	401	475	511	1.939	55,0%
Santos	-	-	-	27	36	131	125	173	180	672	19,1%
ES	-	-	-	-	-	54	72	110	146	382	10,8%
PA-MA	-	-	-	-	54	74	110	146	146	530	15,0%
Subtotal Óleo	2	14	18	80	271	543	708	904	983	3.523	
%Total	0,1%	0,4%	0,5%	2,3%	7,7%	15,4%	20,1%	25,7%	27,9%	100,0%	
Produção (kbpd)*	5	38	49	219	742	1.488	1.940	2.477	2.693		

Fonte: Prospecto, p. 19. (*) Produção média diária foi calculada com base em 365 dias de produção por ano.

Para se ter uma dimensão da agressividade do plano de negócios, a OGX estimava produzir 0,74 milhão de barris de óleo por dia (“mbpd”) em 2015, menos de sete anos após o IPO. A PETR, com seu longo histórico, somente em 2007 atingiu o marco de 0,57 mbpd em suas plataformas marítimas. Ou seja, a OGX estimava produzir em sete anos mais do que a PETR levou 54 anos para fazer²⁵. O plano de negócios também indicava o otimismo da Empresa em relação ao potencial de óleo em Santos e no PA-MA, que responderiam por 19,1% e 15,0%, respectivamente, da produção total até 2019.

O sexto pilar da Tese de Investimentos era a capacidade de construir alianças estratégicas. Antes do IPO, a OGX já demonstrava sua capacidade de desenvolver “parcerias de alto valor agregado” tanto no *front* financeiro quanto no operacional. A participação na 9ª Rodada foi viabilizada financeiramente por um *private placement* de US\$ 1,3 bilhão (R\$ 2,35 bilhões) com investidores estrangeiros qualificados, com destaque para o *Ontario Teachers’ Pension Fund* (“OTPP”)²⁶. Na 9ª Rodada, dos 21 blocos arrematados, sete (dois em Campos [BM-C-37 e BM-C-38] e cinco no ES) foram adquiridos em sociedade com dois operadores internacionais com expertise em exploração de O&G em águas profundas: a MAERSK e a franco-britânica Perenco Petróleo e Gás do Brasil Ltda. (“PERENCO”)

²⁵ PETR foi fundada em 3 de outubro de 1953.

²⁶ Na época do IPO, o OTTP possuía ativos líquidos de US\$ 100 bilhões, 271 mil beneficiários, professores da Província de Ontário, tanto na ativa quanto aposentados.

Figura 2 – Seis Pilares Principais de Construção de Valor segundo o Prospecto do IPO

Ao viabilizar o IPO, investidores qualificados endossaram a Tese de Investimentos. No IPO, a capitalização de mercado da OGX na BOVESPA (“Valor de Mercado”) equivalia a R\$ 28,48 bilhões (US\$ 17,36 bilhões, 12/6/2008)²⁷. Pouco mais de dois anos após o IPO, ainda em estágio pré-operacional, o Valor de Mercado mais que dobrou: R\$ 75,22 bilhões (US\$ 69,82 bilhões, 15/10/2010).

Após o IPO e até 2013, a OGX implementou complexos e dispendiosos processos para reduzir a elevada incerteza inerente aos seus Recursos Prospectivos: testes sísmicos, perfurações de poços pioneiros e de avaliação, e, posteriormente, os Testes de Longa Duração (“TLDs”). Estes processos forneceriam indícios e evidências sobre o potencial de produção dos reservatórios que permitiriam, ou não, a redução da incerteza, ou no jargão de O&G, o *de-risking* do portfólio: reclassificar Recursos Prospectivos para categorias de menor incerteza, como “Recursos Contingentes” e “Reservas”. Ainda dentro de cada categoria, havia graus de incerteza distintos²⁸. O *de-risking* é um processo longo, caro e muito incerto. Mas, uma vez completado com sucesso, inicia-se a fase de produção, que possui relativamente muito menos riscos, mas é muito mais cara.

Estudos empíricos internacionais indicam que o valor das ações de empresas de O&G é sensível a revisões no volume de Reservas (por exemplo, SCHOLTENS & WAGENAAR [2011]). Entretanto, estes estudos consideraram o volume de Reservas e não de Recursos Prospectivos. Nos Estados Unidos, a *Security & Exchange Commission* (“SEC”) sequer permite que as empresas de O&G divulguem o volume de Recursos Prospectivos aos investidores devido ao seu alto grau de incerteza.

²⁷ Excluindo disponibilidades. O Valor de Mercado é uma extrapolação do preço de fechamento da ação da OGX na BOVESPA, em um determinado dia, aplicado ao total de ações do capital social da Empresa.

²⁸ O Anexo A descreve as diversas categorias de Reservas.

Como uma empresa de exploração de O&G pré-operacional no Brasil, não havia precedentes para avaliar a OGX com parâmetros de mercado²⁹. O elevado grau de incerteza do RPL e o complexo processo de *de-risking* do portfólio levaram investidores, financiadores e analistas de ações a depender, pelo menos em parte, das orientações (“*guidance*”) dos Executivos para interpretar novas informações coletadas na intensa campanha exploratória.

Com o transcorrer do tempo, a Tese de Investimentos foi sendo ampliada e atualizada pelo *guidance* durante a implementação da campanha exploratória que começou em 2009. A ampliação e atualização da Tese de Investimento contou com vários elementos que incluíam: documentos oficiais da Empresa (atas das AGEs, Fatos Relevantes [“FRs”] e Comunicados ao Mercado [“CMs”] sobre o *de-risking* do portfólio, *ramp-up* da produção, Relatórios da D&M, Demonstrações Financeiras Padronizadas [“DFPs”], Relatórios CVM 358, dentre outros); anúncios de intenções de venda de participações societárias em blocos (que no jargão de O&G são denominados de *farm-outs*³⁰); investimentos em opções de crescimento (por exemplo, as concessões na Colômbia, o *farm-in* na bacia da Parnaíba e a participação na 11ª Rodada da ANP); sinergias com outras empresas do Grupo X (primeiro com a MPX, e posteriormente com a OSX e LLX); captações de financiamentos; e, posteriormente, o possível suporte financeiro do AC à Empresa. Estes elementos da Tese de Investimentos criaram uma agenda de catalisadores (“Agenda de Catalisadores”) que seria monitorada por analistas de ações, investidores e financiadores.

Apesar da volatilidade do Valor de Mercado, a crença de investidores e financiadores na Tese de Investimentos, aparentemente, se sustentou por anos. Em junho de 2011 e março de 2012, anos após o IPO, a Empresa captou um total de R\$ 6,75 bilhões (US\$ 4,50 bilhões) em dois financiamentos de longo prazo e sem garantias (*Unsecured Notes*).

Ou seja, no total, em menos de cinco anos (de novembro de 2007 a março de 2012), a OGX captou o equivalente a R\$ 15,63 bilhões (US\$ 9,01 bilhões)³¹ praticamente em fase pré-operacional. O histórico operacional da Empresa se circunscrevia unicamente à

²⁹ MCGANN & KOYA [2008], por exemplo, citam três empresas “representativas” estrangeiras. Todas elas já em fase de exploração quando executaram seus IPOs e com volumes prospectivos estimados muito inferiores aos da OGX: Bowleven (IPO em dezembro/2004, captação de £ 17,2 milhões), Synenco (IPO em novembro/2005, captação de C\$ 275,6 milhões) e Deer Creek (IPO em julho/2004, captação de C\$ 160,6 milhões).

³⁰ **Farm-in/Farm-out:** processo de aquisição ou venda parcial ou total dos direitos de concessão detidos por uma empresa. Em uma mesma negociação, a empresa que está adquirindo os direitos de concessão está em processo de *farm-in* e a empresa que está vendendo os direitos de concessão está em processo de *farm-out* [Glossário OGX].

No caso de um *farm-in* onde a empresa adquirente compra uma participação inferior a 100% do bloco, ou seja, ela se torna parte de um consórcio com outras empresas, há uma variedade de arranjos contratuais que definem as obrigações e direitos entre os sócios. Como explicam HOWARD & HARP [2009], um acordo do tipo “*working interest*” pode prever que as partes compartilhem despesas, investimentos e lucros do E&P. Neste tipo de acordo podem haver sócios não operadores e o operador. O sócio operador tem o controle das operações de E&P e, como tal, tem o direito de cobrar taxas de *overhead* padronizadas (conhecidas como COPAS) dos sócios não operadores.

³¹ Inclui o *private placement* de novembro de 2007: R\$ 2,35 bilhões (US\$ 1,30 bilhão).

experiência dos Executivos, à reputação de membros do COAD e ao empreendedorismo do AC, endossados pela D&M e pelos auditores independentes da OGX.

Gráfico 1 – Evolução do Valor de Mercado (em R\$ Milhões, excluindo Disponibilidades)

Em uma primeira leitura, a estratégia de financiamento da OGX, composta pelo IPO e pelas *Unsecured Notes*, parecia ser consistente com estágio pré-operacional de uma empresa de O&G em fase exploratória: para viabilizar investimentos com elevadas incertezas, recomenda-se a captação de capital de risco e quase risco (*quasi-equity*). OGX tornou-se um caso emblemático e pouco comum de *Project Finance*.

Entretanto, se a OGX foi bem-sucedida quantitativamente e qualitativamente em sua estratégia de financiamentos, infelizmente o mesmo não ocorreu com a implementação de sua estratégia operacional. Em 1 de julho de 2013, após acumular resultados negativos com TBAZ e com limitada liquidez de caixa, o AC admitiu “*fracasso na tentativa de salvar a OGX*”, após gastar R\$ 13,80 bilhões (US\$ 5,30 bilhões) na campanha exploratória “*mais cara de uma empresa privada no Brasil*”³². A notícia causou um efeito “dominó” que destruiu o que restava da capitalização de mercado de boa parte das empresas do Grupo X. Em 30 de outubro de 2013, a OGX, por “*imperiosa necessidade*”, formalizou sua situação ao ajuizar pedido de Recuperação Judicial (“RJ”) com R\$ 13,32 bilhões em dívidas.

³² Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3181632/eike-admite-fracasso-na-tentativa-de-salvar-ogx>.

Tabela 6 – Composição do Saldo Devedor da OGX e Subsidiárias em 07/01/2014

Credores	R\$ Milhões	%
Bondholders	8.946	67,2%
Leasing OSX	3.519	26,4%
Fornecedores	852	6,4%
Total	13.317	100,0%

Fonte: LatinFinance Advisory & Research, “Análise de Viabilidade Econômico-Financeira da Óleo e Gás S.A. em Recuperação Judicial”, 31/01/2014.

Na época, a RJ da OGX foi considerada o maior *default* da história corporativa da América Latina pela Moody’s³³. A perda dos *bondholders* chegou a 89,6% para o *Note* 2018 e 75,6% para o *Note* 2022, segundo a Bloomberg. Dentre os financiadores credores havia o Deutsche Bank, Bradesco, PIMCO e BlackRock.

Além da OSX, os fornecedores credores da OGX incluíam as principais empresas de serviços de petróleo (*Oil Service Companies*, ou “OSC”) como a Halliburton, GE Oil & Gas, Baker Hughes Oil Field, Diamond Offshore e Schlumberger. Os sócios da OGX em blocos em águas profundas, a MAERSK e a PERENCO, também integravam a lista de credores.

As perdas também afetaram outras empresas do Grupo X. Estima-se que o Grupo X, exceto a OGX, tenha acumulado US\$ 4,5 bilhões em financiamentos indiretos (repases) do BNDES³⁴.

No plano de negócios publicado no IPO, a OGX estimava produzir 18,00 milhões de barris de óleo no ano de 2013. Em seis anos de operação, de fevereiro de 2012 até março de 2018, quando a Empresa encerrou a RJ, a OGX produziu um total de 20,25 milhões de barris de óleo. Ou seja, em 6 anos de operação, a Empresa conseguiu alcançar a meta para 2013. No total, o volume total produzido equivale a 0,24% do óleo que outrora se estimou que a OGX possuiria. Atualmente, o Valor de Mercado é de R\$ 0,10 bilhão (US\$ 0,03 bilhão, 01/08/2018), ou seja, 0,34% daquele do IPO.

Esta breve descrição da evolução histórica da OGX suscita três questões de pesquisa. O que, em um primeiro momento, pode ter gerado tanto Valor de Mercado? O que, posteriormente, pode ter destruído tanto Valor de Mercado? O que podemos aprender com o estudo do caso OGX que possa contribuir para o *Project Finance* de *greenfields* no Brasil? O presente estudo se propõe a investigar indícios de possíveis respostas para estas três questões de pesquisa (“Questões de Pesquisa”). Analisar sistemas complexos é um enorme desafio, muitas vezes não factível, e o Grupo X não é exceção.

³³ Disponível em: <http://beforeitsnews.com/gold-and-precious-metals/2013/10/batista-fails-to-save-ogx-repudiates-debt-2545352.html>

³⁴ Bankruptcy Nears for Batista. Glazer, E., Magalhães, L., Lyons, J., Winterstein, P.. Wall Street Journal - Eastern Edition, 2013, Vol. 262 (100), p. B1.

1.2 Cronologia de Principais Eventos e da Agenda de Catalisadores

Ao longo da evolução da OGX, os Analistas, em seus Relatórios de Análise, identificaram eventos catalisadores (*triggers*), ou marcos (*milestones*), que constituíram a Agenda de Catalisadores, que endossaram, ou refutaram, os Seis Pilares da Tese de Investimento da OGX e, conseqüentemente, seu Valor de Mercado. Agenda de Catalisadores era monitorada e dependendo de sua materialização poderia, ou não, motivar a valorização da OGXP3. Demorou meses, por vezes anos, até que um componente da Agenda de Catalisadores fosse confirmado como verdadeiro ou não. Ao longo do tempo, alguns destes catalisadores poderiam perder relevância devido ao surgimento de outros catalisadores com importância considerada superior. A cronologia descrita nesta seção resume a construção e evolução da Agenda de Catalisadores até o seu colapso em outubro de 2013.

Os catalisadores eram de dois tipos: fundamentalistas (que afetam as premissas de projeção do fluxo de caixa e custo de capital da Empresa) e de mercado (taxa de câmbio, preço do Brent, o valor transacionado da OGXP3 e sua comparação com empresas “similares” no Brasil e exterior). A tabela 7 ilustra alguns exemplos de catalisadores fundamentalistas que surgiram na evolução da OGX que podem ser classificados de “operacionais” e “financeiros”.

Tabela 7 – Agenda de Catalisadores Fundamentalistas Monitorados pelos Analistas da OGX

Pilares da Tese de Investimentos	Catalisadores Operacionais	Catalisadores Financeiros
Qualidade do Portfólio	Perfuração de poços Descobertas de hidrocarbonetos Relatórios de avaliação D&M (<i>de-risking</i>) Devolução de blocos concedidos à ANP ou Declaração de Comercialidade de blocos Valores pagos em <i>farm-ins</i> (ex. BM-S-29), <i>farm-out</i> no portfólio Desempenho de poços próximos (da OGX ou terceiros) para <i>read-across</i>	<i>Farm-out</i> de campos de terceiros, próximos ao da OGX (múltiplos de EV/boe) Posição de caixa para sustentar o E&P
Crescimento do Portfólio	Novas rodadas da ANP e licitações internacionais <i>Farm-in, farm-out</i> Alterações marco regulatório	Posição de caixa para sustentar o E&P
Execução do Plano de Negócios	Obtenção de licenças ambientais ³⁵ Disponibilidade de equipamentos Volume de produção O&G CCVO&G (preços e volumes) Indicadores de custos de extração (<i>lifting</i>), investimentos necessários Declaração de Comercialidade	Captação de financiamentos Geração de fluxo de caixa Posição de caixa Dívida líquida e covenants Baixas de ativos e impairment
Alianças Estratégicas	<i>Farm-in, farm-out</i> com IOCs Sinergias com Grupo X	<i>Farm-in, farm-out</i> de concorrentes da OGX que poderiam indicar o interesse de IOCs pela OGX
Governança Corporativa	Alterações nos quadros de Executivos (contratações, demissões, realocações) e COAD	Exercícios de opções por parte dos Gestores (CVM 358)
AC	Avanços ou revezes em Partes Relacionadas que poderiam afetar a viabilidade de sinergias operacionais e financeiras com a OGX Declarações sobre a Tese de Investimentos	Aportes de capital e/ou promessas de aportes (Put) Compra e venda de ações

A evolução dos catalisadores fundamentalistas foi monitorada por analistas, investidores e financiadores através de várias fontes de informações direta ou

³⁵ A Resolução 23 do CONAMA (7/12/1994) definiu o procedimento de licenciamento ambiental para a E&P de O&G, que possui cinco estágios que requerem licenças específicas: (i) licença de operação de atividades sísmicas; (ii) licença prévia de perfuração; (iii) licença prévia de pesquisa de produção; (iv) licença de instalação; e (v) licença de operação. As licenças (i) a (iii) devem ser obtidas previamente à fase de pesquisa da atividade. A licença de instalação autoriza a construção das instalações de produção e escoamento. A licença de operação autoriza o início e a manutenção das atividades operacionais e devem ser renovadas periodicamente. Adiante, veremos que no caso da OGX, a obtenção de licenças na bacia do PA-MA foi tão difícil que levou a Empresa a devolver os blocos concedidos à ANP.

indiretamente relacionadas à OGX. Dentre as informações indiretas, que afetavam diretamente a avaliação por múltiplos, destacavam-se as transações de M&A (*farm-in* e *farm-out*) com empresas concorrentes e descobertas de O&G próximas aos blocos da Empresa.

Dentre as informações diretamente relacionadas à Empresa destacavam-se seus DFPs, relatórios da D&M, reguladores (ex. Declaração de Comercialidade³⁶ e devolução de blocos), FRs, CMs, teleconferências, reuniões presenciais e entrevistas dos Executivos e AC.

No caso da OGX, dada as significativas assimetrias de informações advindas da complexidade dos ativos e do processo de E&P, o *guidance* dos Executivos era crucial para elucidar o significado dos novos dados geológicos. Auditores independentes e consultores externos também foram cruciais para confirmar ou fragilizar a credibilidade do *guidance*.

Na sucinta cronologia descrita a seguir foram incluídos também informações sobre a evolução da OGXP3, alguns indicadores financeiros da Empresa (disponibilidades e endividamento) e preço do Brent em momentos de destaque. O objetivo da cronologia é ser descritivo e não analítico. Como fornecedor de equipamentos críticos para OGX, foram incluídos também alguns indicadores financeiros da OSX (disponibilidades e endividamento) e da evolução da OSXB3. A análise dos fatos pertinentes à OGX e OSX é elaborada nos capítulos 3, 4 e 5.

Somente entre 2008 e 2011, a Empresa divulgou 77 FRs, todos eles positivos. Os FRs incluíam descobertas de hidrocarbonetos, novas estimativas de volumes recuperáveis e da qualidade do óleo, aquisições de novos prospectos no Brasil e exterior, contratação de equipamentos para viabilizar a E&P, revisões (para cima) de estimativas sobre o *ramp-up* da produção.

Tabela 8 – Número de Fatos Relevantes Publicados pela OGX

Ano	Fatos Relevantes				Positivos		Negativos	
	Total							
	Qtd	%	Acum.	%	Qtd	% Ano	Qtd	% Total
2008	6	5,5%	6	5,5%	6	100%	0	0%
2009	16	14,5%	22	20,0%	16	100%	0	0%
2010	37	33,6%	59	53,6%	37	100%	0	0%
2011	18	16,4%	77	70,0%	18	100%	0	0%
2012	16	14,5%	93	84,5%	13	81%	3	19%
2013	17	15,5%	110	100,0%	6	35%	11	65%

Fonte:

http://ri.ogpar.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=50328&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2012. A classificação de “positivos” e “negativos” é do autor.

³⁶ Na Declaração de Comercialidade, a empresa torna público o desenvolvimento do campo com suas principais premissas, incluindo o volume recuperável.

Com o passar do tempo, o número de FRs foi diminuindo. Em 2012, quando a Empresa começou o TLD de seu primeiro de três poços em TBAZ, os investidores e financiadores aguardavam ansiosos por atualizações sobre as taxas de extração de óleo (medidos em mil barris por dia, ou “kbpd”). À medida que estes fluxos foram se tornando instáveis, as atualizações divulgadas pelos Executivos foram ficando menos frequentes até o ponto que a ANP passou a ser a principal fonte.

Além dos anúncios de descobertas e revisões do RPL, ao longo de 2009 a 2013, a Agenda de Catalisadores cresceu em número de diversidade geográfica através da aquisição de 29 outros blocos marítimos e terrestres no Brasil e na Colômbia.

Tabela 9 – Histórico de Aquisições de Blocos Exploratórios da OGX

Data Aquisição	Número Blocos	Bacias	Comentários
27/11/07	21	Campos, Santos, ES, PA-MA	9ª Rodada ANP
1T2008	1	Santos (BM-S-29)	Farm-in 50% Maersk
8/05/09		Santos (BM-S-29)	Farm-in de 15% adicionais
9/11/10		Santos (BM-S-29)	Comprou os restantes 35% da Maersk
24/09/09	7	Parnaíba (blocos terrestres com potencial para GN)	33,33% OGX, 33,33% MPX, 33,33% Petra Energia
22/06/10	5	Cesar Rancheira (Colômbia)	
20/03/12	2	Campos (BM-C-37, BM-C-38)	Aumentou de 50% para 70% sua participação (30% Maersk)
26/11/12	2	Santos (bloco BS-4, com dois campos: Atlanta e Oliveira)	Comprou 40% da PETR (30% QGEP, 30% Barra Energia)
14 e 15/05/13	13	Paranaíba, Barreirinhas, CE, Potiguar e Foz do Amazonas	11ª Rodada ANP por 13 blocos, por R\$ 376 milhões (US\$ 188 milhões) em BA e R\$ 698 milhões (US\$ 349 milhões) em PEM.
Total	51		

Cada nova descoberta de hidrocarbonetos, cada *farm-in* e *farm-out* se tornavam projetos cuja implantação deveria ser atualizada pelos Executivos e monitorada por *gatekeepers* internos e externos, como foi o caso dos emblemáticos prospectos BM-S-29 e Vesúvio. Cabe destacar que mesmo com a mudança do CEO e do Diretor de Exploração da OGX em 28 de junho de 2012, a Agenda de Catalisadores e os significativos investimentos continuaram a crescer e se diversificar geograficamente.

Cronologia Sucinta da Agenda de Catalisadores e Eventos Importantes

1.2.1 2008: IPO seguido de Crash

Alguns Indicadores Financeiros e da OGXP3 (12/06/08 a 31/12/08)

OGXP3	Unidade	Valor
Valor Início Período	R\$/ação	11,31
Valor Máximo no Período	R\$/ação	13,64
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	2,54
Valor Final do Período	R\$/ação	5,26
Variação no ano	%	-53,3%
OGX		
Disponibilidades Início Período (*)	R\$ milhões	7.238,7
Disponibilidades Final Período (*)	R\$ milhões	7.601,2
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	+362,5
Dívida Bruta Início Período (**)	R\$ milhões	-
Dívida Bruta Fim Período (**)	R\$ milhões	-

(*) Fonte: DFP OGX; (**) Fonte: Capital IQ.

Eventos 2008

25/06. Após uma expressiva alta de 20,6% em duas semanas (de R\$ 11,31 no IPO para R\$ 13,64), a OGXP3 inicia uma longa e significativa desvalorização.

08/07. OGX contrata sua primeira unidade flutuante da Queiroz Galvão.

15/07. Implosão da “bolha do óleo do verão de 2008”. Em um mês (entre 14/07 e 14/08), o Brent caiu 21,5% (de US\$ 142,43 para US\$ 111,82 por barril).

28/07. Analistas iniciam a cobertura da Empresa, quando a OGXP3 valia R\$ 6,95, uma desvalorização de 38,5% em relação ao IPO (R\$ 11,31).

15/09. Quebra da Lehman Brothers. OGXP3 se desvaloriza 14,7% em um único pregão (de R\$ 5,39 para R\$ 4,60).

06/11. Em cerca de cinco meses, a OGXP3 valia R\$ 2,54, equivalente a 22,5% de seu valor no IPO. No dia seguinte, a OGXP3 começaria um longo período de valorização até chegar ao seu pico histórico de valor em 15/10/2010 (R\$ 23,27).

1.2.2 2009: Início da Campanha Exploratória e as Primeiras Descobertas

Alguns Indicadores Financeiros e da OGXP3 (02/01/09 a 30/12/09)

OGXP3	Unidade	Valor
Valor Início Período	R\$/ação	5,10
Valor Máximo no Período	R\$/ação	17,10
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	4,37
Valor Final do Período	R\$/ação	17,10
Variação no ano	%	+235,3%
OGX		
Disponibilidades Início Período (*)	R\$ milhões	7.601,2
Disponibilidades Final Período (*)	R\$ milhões	7.337,9
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	+263,3
Dívida Bruta Início Período (**)	R\$ milhões	-
Dívida Bruta Fim Período (**)	R\$ milhões	-

(*) Fonte: DFP OGX; (**) Fonte: Capital IQ.

Eventos 2009

26/03. Testes sísmicos indicavam 1,0 bboe nos blocos da bacia do ES e não 0,27 bboe como fora estimado pelo 1º D&M.

04/05. OGXP3 passa a compor o IBrX-50 e o IBrX-100.

Maio. Repsol descobre hidrocarbonetos nas águas rasas de Santos (Panoramix), próximo ao BM-S-29. Confiante em seu potencial, a OGX aumentou sua participação societária de 50% para 65% no BM-S-29.

14/05. Empresa acelera a campanha de exploração com a contratação de 7 sondas, uma a mais do que o planejado.

Agosto. Início da campanha exploratória em Campos e Santos. Começam as perfurações no BM-S-29 (17/8).

24/09. OGX adquire 70% da Petra Energia, proprietária de 7 blocos terrestres na bacia do Parnaíba (interior do Maranhão) com grande potencial de GN. Constituição da OGX Maranhão (66,7% OGX e 33,3% MPX) com o objetivo de viabilizar a UTE Parnaíba (1,0 GW), abastecida com GN próprio.

2/10. Em menos de 2 meses após o início das perfurações, a OGX anunciou a descoberta de hidrocarbonetos no BM-S-29.

7 a 14/10. Descoberta de hidrocarbonetos em Vesúvio, cujo reservatório poderia conter de 0,5 a 1,5 bboe. Vesúvio poderia haver 39% do óleo estimado no IPO para Campos. Começaram as perfurações nos prospectos de Pipeline e Waimea.

09/11. Publicação do segundo Relatório de Avaliação (“2º D&M”), que elevou as estimativas do portfólio em 38%: de 4,8 bboe do 1º D&M para 6,7 bboe. Destes recursos, 95% se localizariam em blocos de águas rasas com duas implicações positivas: custos menores de E&P, além de maior disponibilidade de equipamentos.

12 e 16/11. Descoberta de hidrocarbonetos em Pipeline que poderia conter entre 0,4 e 0,5 bboe recuperável.

07 a 10/12. Parte dos Executivos (Diretor de Exploração e o Diretor de Relações com Investidores) vendeu R\$ 31,33 milhões em ações da OGX. Dados da CVM 358 revelaram a movimentação ao público, mas não identificavam seus autores, que só vieram a ser conhecidos anos depois através de processos judiciais.

18 a 22/12. Descoberta em Waimea, a apenas 5 quilômetros de Pipeline. Em 22/12, anunciou que as perfurações estavam finalizadas em Pipeline e revisou as estimativas iniciais para 1,0 a 2,0 bboe recuperável.

21/12. Empresa desdobra suas ações (*split*) na proporção de 1 para 100, aumentando a liquidez da OGXP3.

22/12. Fim das perfurações em Pipeline com estimativas confirmadas para 1,0 a 2,0 bboe. Vesúvio e Pipeline somados poderiam conter 1,5 a 3,5 bboe. Especulava-se que a OGX poderia acelerar o desenvolvimento destas descobertas através de acordos de *farm-out*. De fato, IOCs pareciam estar ávidas por *farm-outs* no Brasil.

28/12. Descoberta de hidrocarbonetos em Waimea que poderia conter de 0,5 a 0,9 bboe, contra 0,15 bboe previstos no 2º D&M. Devido sua proximidade, Waimea e Pipeline poderiam estar conectados geologicamente, o que geraria sinergias na produção. Juntas, Waimea e Pipeline poderiam ter entre 1,5 e 2,9 bboe, o que aumentaria o RPL para 7,0 a 8,0 bboe.

30/12. Ao todo, ao longo de 2009, a Empresa perfurou 6 poços (4 em Campos e 2 em Santos) com 100% de taxa de sucesso.

1.2.3 2010: Ampliação da Agenda de Catalisadores, *Farm-Out* e Sinergias com OSX

Alguns Indicadores Financeiros e da OGXP3 e OSXB3 (04/01/10 a 30/12/10)

OGXP3	Unidade	Valor
Valor Início Período	R\$/ação	17,67
Valor Máximo no Período	R\$/ação	23,27
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	14,72
Valor Final do Período	R\$/ação	20,00
Variação no ano	%	+13,2%
OGX		
Disponibilidades Início Período (*)	R\$ milhões	7.337,9
Disponibilidades Final Período (*)	R\$ milhões	4.788,2
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	-1.549,7
Dívida Bruta Início Período (**)	R\$ milhões	-
Dívida Bruta Fim Período (**)	R\$ milhões	-
OSXB3		
Valor Início Período	R\$/ação	3.200 (19/3)
Valor Máximo no Período	R\$/ação	3.200
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	1.671
Valor Final do Período	R\$/ação	1.932
Variação no ano	%	-39,6%
OSX (**)		
Disponibilidades Início Período	R\$ milhões	2.350,4
Disponibilidades Final Período	R\$ milhões	2.237,6
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	-112,8
Dívida Bruta Início Período	R\$ milhões	728,1 (0,0% LP)
Dívida Bruta Fim Período	R\$ milhões	799,2 (61,9% LP)

(*) Fonte: DFP OGX; (**) Fonte: Capital IQ.

Eventos 2010

11/01. Descoberta de hidrocarbonetos em Kilawea próximo a Vesúvio. A OGX poderia rever seu plano de E&P: as descobertas de Vesúvio ou Pipeline seriam certificadas como Reservas em 1S2010 com o *first oil* em 2S2011.

22/01. Em menos de um mês do início da perfuração (26/12/09), outra descoberta de hidrocarbonetos: Krakatoa.

27/01. Empresa aumentou metas de produção e antecipou o *first oil* para o início de 2011 (20 kboed contra 5 kboed previstos anteriormente) em Waimea. O *ramp-up* aumentou 83%, de 398 para 730 kboepd em 2015. A OGX divulgou intenção de adquirir equipamentos da recém-criada OSX, em parceria com a Hyundai.

01/02. Em menos de um mês após sua descoberta (11/01), a OGX estimou que o reservatório de Kilawea poderia conter entre 0,1 e 0,2 bboe.

2/03. OGX anunciou que completou a perfuração do BM-S-29, sem estimativa de volume.

5 e 12/03. Descoberta de hidrocarbonetos em Etna indicava uma possível conexão geológica com Waimea e Pipeline, formando um triângulo, com possíveis sinergias na produção e no compartilhamento de infraestrutura.

24/03. Descoberta de hidrocarbonetos em Fuji com características semelhantes ao triângulo Etna-Waimea-Pipeline.

12/04. Descoberta de hidrocarbonetos em poço horizontal reforçou a expectativa que o volume estimado para Vesúvio poderia estar mais próximo de 1,5 bboe.

14 e 15/04. Em entrevista à XPTV, o AC afirmou a descoberta de uma nova província petrolífera, em águas rasas, ao Sul de Campos, com o equivalente a US\$ 1,0 trilhão em “reservas”. A produção começaria em 1T2011. Anunciou também que negociava a venda de 20% das ações da OGX para fazer uma “*megamonetização*”.

13/05. OGX confirmou que Pipeline-Etna correspondiam a um mesmo reservatório que poderia conter de 1,4 a 2,6 bboe, e que Waimea-Fuji correspondiam a outro reservatório com 0,6 a 1,1 bboe.

23/06. OGX adquiriu 5 blocos terrestres na Colômbia (12.580 km²), por US\$ 125 milhões (R\$ 223,9 milhões), a serem explorados entre 2011 e 2013.

28/06 e 15/07. Descoberta de hidrocarbonetos em Pero. Os resultados foram tão positivos que a Empresa tornou a exploração na área uma prioridade.

16/07. Anúncio do primeiro poço seco em uma campanha com 100% de taxa de sucesso até então: o Niterói.

12/08. Em teleconferência, os Executivos reiteraram os planos de iniciar a produção em 1S2011. O AC informou que aguardava propostas para o *farm-out* para 18/10.

16/08 a 24/11. Empresa identificou grande potencial petrolífero de Parnaíba: 20 novos prospectos com 15 trilhões de pés cúbicos (“Tcf”) de GN.

22/09. Em conferência em Nova Iorque, Executivos e o AC foram questionados sobre o *farm-out* e a capacidade da OSX em servir a OGX.

27/09. Descoberta de óleo leve em Inga, ao Nordeste de Campos, dentro da área objeto do *farm-out*.

30/09. Descoberta de óleo leve em Aracaju, nas águas rasas de Santos.

1/10. Sinopec comprou 40% dos negócios da Repsol na América Latina por US\$ 7,1 bilhões.

4/11. Esperada para outubro, os Executivos, agora, estimavam que o *farm-out* seria concluído no 1T2011.

11/11 a 21/12. Após um 3T2010 com 8 descobertas, não havia notícias sobre estimativas para Waimea, cujo início de produção (20 kbpd) foi adiado do 1T para o 2T2011.

12/11. OGX comprou o restante da participação da MAERSK (35%) no BM-S-29, um dos primeiros blocos perfurados na campanha da OGX.

8/12. Descoberta de hidrocarbonetos em Waikiki reforçou o potencial do Nordeste de Campos (com estimativas anteriores de 2,6 a 5,5 bboe), que poderia ser tão prolífero quanto o Sudeste. Até aquele momento, a OGX havia perfurado 18 poços em Campos, *“todos com identificação de hidrocarbonetos, confirmando a taxa de sucesso de 100% nesta bacia”*.

22/12. Congresso aprovou a Lei de Partilha da Produção, o que poderia vir a ser positivo para a OGX pois a ANP retomaria os leilões.

1.2.4 2011: Atrasos e Financiamentos

Alguns Indicadores Financeiros e da OGXP3 e OSXB3 (03/01/11 a 29/12/11)

OGXP3	Unidade	Valor
Valor Início Período	R\$/ação	20,03
Valor Máximo no Período	R\$/ação	20,75
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	9,20
Valor Final do Período	R\$/ação	13,62
Variação no ano	%	-32,0%
OGX		
Disponibilidades Início Período (*)	R\$ milhões	4.788,2
Disponibilidades Final Período (*)	R\$ milhões	5,419,7
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	+631,58
Dívida Bruta Início Período (**)	R\$ milhões	-
Dívida Bruta Fim Período (**)	R\$ milhões	4.772,4 (99,5% LP)
OSXB3		
Valor Início Período	R\$/ação	1.980,0
Valor Máximo no Período	R\$/ação	2.128,0
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	1.100,0
Valor Final do Período	R\$/ação	1.150,0
Variação no ano	%	-41,9%
OSX (**)		
Disponibilidades Início Período	R\$ milhões	2.237,6
Disponibilidades Final Período	R\$ milhões	1.034,1
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	-1.203,5
Dívida Bruta Início Período	R\$ milhões	818,1 (61,9% LP)
Dívida Bruta Fim Período	R\$ milhões	1.158,7 (90,2% LP)

(*) Fonte: DFP OGX; (**) Fonte: Capital IQ.

Eventos 2011

9/02. Em teleconferência, o AC anunciou que recebeu várias propostas para o *farm-out*, mas ainda não havia concluído a transação. Explicou que a capitalização da PETR e as incertezas geradas pela eleição presidencial afetaram o *farm-out*.

O primeiro poço de produção em Waimea gerou o “impressionante” fluxo de 40 kbpd/poço de óleo leve: “*um marco na história da Companhia*”. A expectativa era manter a média de 20 kbpd, devido a limitações dos equipamentos.

28/03. Em teleconferência, a OGX relatou que planejava o início da produção em Waimea para o 3T11 com 20 kbpd.

15/04. Finalmente, após o fechamento do mercado, o 3º D&M se tornou público.

9/05. Em teleconferência, os Executivos anunciaram a intenção de participar da 11ª Rodada em setembro e os planos para captar financiamentos para prosseguir com a E&P.

6/06. Primeira captação de *Senior Unsecured Notes* de US\$ 2,563 bilhões, ou R\$ 4,808 bilhões, com vencimento *bullet* em 1/6/2018 (sete anos).

27/07. A PETR divulgou seu novo plano estratégico para 2011-15 que incluía *farm-outs*.

10/08. Executivos divulgaram mais e melhores informações sobre os resultados das perfurações (Waimea, Waikiki, Pipeline, Illimanu, Fuji e Tambora) e os preparativos para o primeiro óleo (Waimea). A Empresa também declarou otimismo em relação às campanhas exploratórias nas bacias do ES e PA-MA, que deveriam começar em breve.

Setembro. No início do mês, a OGX obteve a Licença Ambiental Prévia (“LAP”) para Waimea e a expectativa era obter a Licença Ambiental de Instalação (“LAI”) e a Licença Ambiental de Operação (“LAO”) em até 60 dias, que permitiria o início do TLD. O FPSO (OSX-1) deveria chegar ao Brasil no fim de setembro.

Início Outubro. AC anuncia que não perseguiria mais o *farm-out* no curto prazo.

6/10. Empresa assinou o contrato de venda dos primeiros 1,2 milhões de barris do TLD de Waimea para a Shell, equivalentes a 80 dias de produção.

Fim do Ano. Em 2011, a Empresa perfurou 47 poços com uma taxa de sucesso média superior a 90%. Waikiki, onde se localizaria Tubarão Martelo (“TBMT”) deveria iniciar a produção em 2013. Em seu último CM do ano (14/12/2011), a OGX anunciou que a produção de Waimea começaria em 23/01/2012. Entre 2009 e 2011, a OGX havia perfurado 64 poços contra os 44 planejados. Ao longo de 2011, a Empresa publicou 17 FRs, a grande maioria com notícias positivas.

1.2.5 2012: Performance Operacional e Substituição de Executivos

Alguns Indicadores Financeiros e da OGXP3 e OSXB3 (02/01/12 a 28/12/12)

OGXP3	Unidade	Valor
Valor Início Período	R\$/ação	13,75
Valor Máximo no Período	R\$/ação	18,21
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	4,25
Valor Final do Período	R\$/ação	4,38
Variação no ano	%	-68,1%
OGX		
Disponibilidades Início Período (*)	R\$ milhões	5,419,7
Disponibilidades Final Período (*)	R\$ milhões	3.381,3
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	-2.038,4
Dívida Bruta Início Período (**)	R\$ milhões	4.772,4 (99,5% LP)
Dívida Bruta Fim Período (**)	R\$ milhões	8.044,7 (98,9% LP)
OSXB3		
Valor Início Período	R\$/ação	1.159,0
Valor Máximo no Período	R\$/ação	1.720,0
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	879,0
Valor Final do Período	R\$/ação	1.065,0
Variação no ano	%	-8,1%
OSX		
Disponibilidades Início Período (**)	R\$ milhões	1.034,1
Disponibilidades Final Período	R\$ milhões	1.684,1
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	+650,0
Dívida Bruta Início Período	R\$ milhões	1.158,7 (90,2% LP)
Dívida Bruta Fim Período	R\$ milhões	5.445,6 (61,2% LP)

(*) Fonte: DFP OGX; (**) Fonte: Capital IQ.

Eventos 2012

6/01. O primeiro poço perfurado na bacia do ES resultou seco.

13/01. OGX Maranhão captou R\$ 600 milhões para financiar o desenvolvimento de Gavião Real e Gavião Azul (incluindo a UTE).

16/01. Descoberta de hidrocarbonetos no prospecto de Fortaleza em Santos, cujo reservatório poderia conter 2,0 a 4,0 bboe.

28/01. Início da produção de Waimea (TBAZ), que inicialmente era esperado para outubro de 2011.

30/01. Primeiro óleo do TBAZ: a OGX se tornou operacional dois anos após as descobertas.

1/02. Duas semanas depois da descoberta em Fortaleza, a Empresa confirmou a presença de óleo de boa qualidade em reservatórios pré-sal em Santos.

Fevereiro. Ao longo do mês, a taxa do fluxo de TBAZ foi, na média, 11,6 kbpd, no limite inferior do intervalo originalmente estimado entre 10-20 kbpd. A média, então, foi revisada para 10-13 kbpd por poço. A OGX insistia que terminaria 2012 com uma produção média de 40-50 kbpd com quatro poços. Executivos reiteraram a meta de produzir 150 kbpd em 2013, com Waikiki (TBMT), onde se esperava uma taxa de fluxo maior do que TBAZ.

20/03. OGX aumentou sua participação de 50% para 70% nos blocos BM-C-37 e BM-C38 devido “ao excelente potencial das águas rasas” de Campos. Devido à proximidade geográfica, o aumento na participação societária poderia acelerar o desenvolvimento de Pipeline (com volume estimado entre 1,0 e 2,0 bboe) e Carambola. A OGX considerava que a região poderia ser uma nova “província”.

23/03. Divulgação dos resultados do 4T11: prejuízo contábil R\$ 321 milhões, incluindo despesas com o primeiro *write off* da OGX.

28/03. Conclusão da segunda emissão de *Unsecured Notes*: captação de US\$ 1,063 bilhão, por 10 anos, com vencimento *bullet* em abril de 2022. Entrega da primeira carga de 600 mil barris do TBAZ (US\$ 145 milhões em receitas) para a Shell.

4/04. OGX anunciou que novas captações poderiam envolver o BNDES e Project Finance, como fora feito na Parnaíba.

Em conferência no Rio de Janeiro, os Executivos anunciaram que a Declaração de Comercialidade do TBAZ. O segundo poço de TBAZ seria conectado também até o final do mês. O terceiro poço seria conectado em agosto.

A produtividade do primeiro poço do TBAZ deveria melhorar da média de 11 para 18 kbpd com mudança na bomba do poço. Metas de produção para 2013/15 foram reiteradas. Para cumprir 2015 (730 kbpd), estimava-se que a Empresa precisaria de 8 FPSOs, dos quais apenas 5 já haviam sido encomendadas à OSX. A D&M emitiria um novo relatório em 1S2013, que incluiria descobertas no pré-sal dos blocos adquiridos da MAERSK (BM-C-37 e BM-C-38). Com base neste relatório, a Empresa consideraria rever seu plano de negócio.

Além dos 1,2 milhão de barris já vendidos para a Shell, a OGX teria vendido outros 0,4 a 0,5 milhão de barris por um preço mais alto (porém não divulgado).

Campanhas exploratórias em ES, PA-MA e Colômbia avançavam. Dos cinco blocos no PA-MA, os Executivos consideravam que dois teriam alto potencial. OGX participaria da 11ª Rodada, no 2S12.

12/04. Descoberta de óleo leve em Fortaleza.

25/04. OGX declarou a comercialidade do TBMT com 285 mboe.

14/05. OGX declarou a comercialidade do TBAZ com 110 mboe recuperáveis. A Empresa também revelou que o fluxo em TBAZ em março foi de 10,4 kbpd, contra 11,6 kbpd em fevereiro.

15/05. Em conferência em Nova Iorque, os investidores pediram informações sobre Vesúvio, que em 2009 era um dos focos da Empresa onde estimou haver entre 0,5 e 1,5 bboe. Os Executivos explicaram que outras descobertas ganharam prioridade e que, por se tratar de uma região vulcânica, *“a geração de imagens era relativamente difícil”*

29/05. Em entrevista à Reuters, o CEO da OGX divulgou que a taxa do fluxo de TBAZ foi de 8,5 kbpd/poço, na média dois poços, portanto abaixo dos 10 a 13 kbpd anunciados no final de março. O Executivo explicou que esta média de 8,5 se referia “a um dia em específico”, portanto não deveria ser extrapolada para o mês. Também confirmou que a produção de 40 a 50 kbpd não seria alcançada em 2T2013, uma vez que o terceiro poço seria conectado no 2S12 e o quarto poço em 1T2013.

13/06. Descoberta de óleo no pré-sal de Campos, no prospecto de Honolulu.

26/06. Os Executivos relataram, que após o término de cinco meses de TLD, a vazão ideal seria de 5 kbpd por poço (sem injeção de água) para os dois primeiros poços (OGX-26HP e OGX-68HP), bem abaixo dos 20 kbpd anunciado pela OGX em setembro de 2011. OGXP3 sofreu significativa desvalorização.

28/06. Substituição do CEO por Luiz Carneiro, que foi Diretor Presidente da OSX de 2009 a 2011 e membro do COAD entre 2010/11. Paulo Mendonça foi realocado para o COAD.

16/07. Polvo (da BP), outro poço carbonato albio próximo ao TBMT e com estrutura geológica semelhante à de TBAZ, também apresentou baixas taxas de 1,2 kbpd/poço. Injeção de água não melhoraria o fluxo e poderia danificar o reservatório.

15/08. Em uma teleconferência, os novos Executivos revelaram que o quarto poço perfurado em Inga provou ser seco. A notícia foi negativa, uma vez que a perfuração em local próximo à área considerada como Recurso Contingente no 3º D&M. Inga ficava ao sul de TBMT (com comercialidade declarada de 285 mboe).

2/10. Os novos Executivos anunciaram que a OGX venderia a sua próxima carga de óleo para empresa asiática com um desconto de US\$ 4,5/barril. Anunciou também que reconheceria a perda contábil no BM-S-29 (US\$ 100 milhões) e o retornaria a ANP.

24/10. Quando OGXP3 chegou a R\$ 4,66, o AC outorgou à OGX uma put ao preço de exercício de R\$ 6,30 e limite máximo de US\$ 1,0 bilhão. A put poderia ser exercida a qualquer momento até 30 de abril de 2014.

8/11. No anúncio dos resultados do 3T12, não houve notícias sobre as perfurações em Fortaleza. Mas houve notícias sobre as perfurações no BM-C-37/38, cuja concessão venceria em março de 2013: entre 0,861 e 1,196 bboe em cinco prospectos, que poderiam demandar 4 FPSOs. No 3T12, a OGX reconheceu R\$ 294,0 milhões em perdas em poços secos (dos quais R\$ 213,0 milhões se referiam ao BM-S-29).

26/11. OGX adquiriu 40% de participação no bloco BS-4 pertencente à PETR por R\$ 575 milhões (US\$ 270 milhões). O BS-4 era formado por dois campos pós-sal em águas profundas: Atlanta e Oliveira, com óleo pesado de 14° a 16° API.

Fim Novembro. “Primeiro gás” em Gavião Real. UTE Parnaíba I seria comissionada em janeiro de 2013

12/12. Empresa anunciou sua intenção de promover o *farm-out* de TBMT.

1.2.6 2013: Últimas Tentativas de Reconstrução da Agenda de Catalisadores

Alguns Indicadores Financeiros e da OGXP3 e OSXB3 (02/01/13 a 31/10/13)

OGXP3	Unidade	Valor
Valor Início Período	R\$/ação	4,76
Valor Máximo no Período	R\$/ação	5,36
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	0,13
Valor Final do Período	R\$/ação	0,13
Variação no ano	%	-97,3%
OGX		
Disponibilidades Início Período (*)	R\$ milhões	3.381,3
Disponibilidades Final Período (*)	R\$ milhões	188,7 (30/9)
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	-3.192,6
Dívida Bruta Início Período (**)	R\$ milhões	8.044,7 (98,9% LP)
Dívida Bruta Fim Período (**)	R\$ milhões	8.919,2 (0,0% LP)
OSXB3		
Valor Início Período	R\$/ação	1.025,0
Valor Máximo no Período	R\$/ação	1.025,0
Valor Mínimo no Período	R\$/ação	45,0
Valor Final do Período	R\$/ação	45,0
Variação no ano	%	-95,6%
OSX		
Disponibilidades Início Período (**)	R\$ milhões	1684,1
Disponibilidades Final Período	R\$ milhões	195,5
Variação Disponibilidades	R\$ milhões	-1.488,6
Dívida Bruta Início Período	R\$ milhões	5.445,6 (61,2% LP)
Dívida Bruta Fim Período	R\$ milhões	4.809,4 (67,2% LP)

(*) Fonte: DFP OGX; (**) Fonte: Capital IQ.

Eventos 2013

4/01. Após um atraso de um mês, a OGX conectou o terceiro poço em TBAZ. A expectativa era que este poço produzisse mais do que a média de 5 kbpd dos outros dois primeiros. A confirmação do fluxo deveria levar duas semanas.

Início Janeiro. Dois anos depois de estimar seu potencial em 0,5 a 1,5 bboe, a Empresa considerou Vesúvio como baixa prioridade no portfólio, pois contém petróleo pesado em uma estrutura fragmentada. Outras áreas menos conhecidas, incluindo as prospectivas não-perfuradas dos BM-C-37/38, agora, teriam prioridade sobre Vesúvio.

31/01. Poço seco em Cozumel (BM-C-37), onde se estimou haver entre 209 a 270 mboe. Descoberta de hidrocarbonetos em Tulum e Viedna. Produção do terceiro poço do TBAZ ficou na média de 5 kbpd (a expectativa era de 7 kbpd). Em janeiro, a produção média em TBAZ foi de 4,9 kbpd/poço, mas a Empresa não disponibilizou os detalhes.

3/03. OGX ainda não havia divulgado os resultados do 4T12 e sua posição de caixa.

6/03. EBX e o BTG, um dos principais acionistas da Sete Brasil, assinaram um contrato de “cooperação estratégica de negócios”. Não havia detalhes sobre o acordo: além de assessoria financeira, notícias veiculadas nos jornais mencionavam linhas de crédito, mas sem divulgar valores e alocações ao Grupo X.

11/03. OGX divulgou os resultados decepcionantes da produção do terceiro poço de TBAZ (estimada em 1,6 kbpd em fevereiro) e seu efeito negativo sobre a produção dos dois primeiros poços.

13/03. OGX anunciou a devolução de um dos seus quatro blocos de Santos, o BM-S-57, onde se localizava a acumulação de Fortaleza. A Empresa declarou também a comercialidade de três campos: Tubarão Tigre (“TBTI”), Tubarão Gato (“TBGA”) e Tubarão Areia (“TBAR”). Próximo da data de expiração de suas concessões, a OGX pleiteou PADs para apenas seis acumulações em Campos e três em Santos.

14/03. A ANP divulgou dados sobre a produção dos três poços de TBAZ para janeiro, que mostrou que os problemas não eram com o terceiro poço, mas os dois primeiros, cujas produções declinaram.

26/03. OGX anunciou que, após três meses de produção, o terceiro poço de TBAZ ainda não havia se estabilizado.

4/04. Devido à baixa posição de caixa, a S&P rebaixou a nota de crédito da OGX de B para B-, apenas três níveis acima da nota de default.

12/04. ANP divulgou que a produção média em fevereiro dos dois primeiros poços do TBAZ, os mais antigos em serviço, foi de 4,247 kbpd, 17% abaixo do pico de 5,129 em agosto de 2012.

6/05. Artigo na mídia relatou que o *farm-out* de TBMT com a malaia Petronas estava prestes a ser concluído: US\$ 850 milhões por 40% de participação (US\$ 7,5/boe). O pagamento, em caixa, estaria condicionado à confirmação da performance do campo, que poderia ocorrer em meados de 2014.

7/05. Produção de TBAZ em abril caiu ainda mais, de 8,3 (março) para 1,8 kbpd, por reflexos dos problemas técnicos com equipamentos.

8/05. Assinado o acordo de *farm-out* do TBMT com a Petronas, porém os termos dos pagamentos não foram revelados. Adicionalmente, a Petronas teria assinado com o AC um contrato de opção de compra de 5% da OGX por R\$ 6,30/ação, o mesmo preço de exercício da put. A call teria validade até abril de 2015.

10/05. Em teleconferência, Executivos divulgaram detalhes do *farm-out*: US\$ 250 milhões a serem pagos no 4T13; US\$ 500 milhões quando do primeiro óleo (1T14); e US\$ 100 milhões em função de metas da produtividade do campo (US\$ 50 milhões ao atingir a produção média de 40 kbpd, mais US\$ 25 milhões para 50 kbpd, mais US\$ 25 milhões para 60 kbpd, respectivamente).

OGX anunciou também os resultados do 1T13, que incluíam: vendas de 1,2 mboe; R\$ 1,2 bilhão em baixas de ativos (poços subcomerciais, dos quais R\$ 952 milhões referiam-se aos blocos devolvidos para a ANP); EBITDA negativo de R\$ 1,1 bilhão; R\$ 2,3 bilhões em disponibilidades (US\$ 1,1 bilhão).

A OGX também confirmou a viabilidade comercial de TBTI, TBAR e TBGA.

14 e 15/05. OGX arrematou 13 blocos na 11ª Rodada, por R\$ 376 milhões (US\$ 188 milhões) em BA e R\$ 698 milhões (US\$ 349 milhões) em PEM. Dos 13 blocos arrematados, 4 estavam na bacia do Paranaíba, 3 em Barreirinhas, 3 no Ceará, 2 na Potiguar e 1 na Foz do Amazonas.

11/06. Na divulgação da CVM 358 de maio, soube-se que o AC havia vendido o equivalente a R\$ 70,5 milhões da OGXP3, reduzindo sua participação de 62,6% para 60,5%.

21/06. Resignação dos três membros independentes do COAD, Rodolpho Tourinho, Elen Gracie e Pedro Malan. Eles eram incumbidos de decidir sobre a validade do momento para exercício da put contra o AC.

1/07. OGX anunciou seu Plano de Negócios que incluía: (1) o pagamento imediato de US\$ 449 milhões à OSX para cobrir os custos de equipamentos encomendados, porém ainda não entregues (FPSO OSX-3 e o WHP-2); (2) não haveria novos investimentos nos três poços de TBAZ que deveriam parar de produzir até o fim do ano, porém o contrato de aluguel da FPSO OSX-1 continuaria a ser honrado (US\$ 263 mil por dia); (3) o desenvolvimento de TMTB seguiria o planejamento, mas os termos do contrato de aluguel da FPSO OSX-3 e WHP-2 seriam ajustados. O primeiro óleo era esperado para dezembro de 2013, o que implicaria no pagamento de US\$ 500 milhões da Petronas à OGX; (4) o desenvolvimento de TBTI, TBAR e TBGA seria cancelado e suas concessões devolvidas à ANP, pois os campos eram intensamente fragmentados; (5) em decorrência do estudo que apontou a falta de viabilidade econômica de TBTI, TBAR e TBGA, a encomenda da FPSOs OSX-4 e OSX-5, WHP-3/4 à OSX seria suspensa. Em um único pregão, a OGXP3 caiu 29,1%, (de R\$ 0,79 para 0,56).

8/08. Novos dados sobre TBAZ desapontaram mais uma vez. Outro problema técnico praticamente impediu a produção em julho que ficou na média em 0,9 kbpd.

10/08. ANP divulgou a produção média do primeiro poço (OGX-26HP) em junho: 2,368 contra 4,665 kbpd em maio (11,037 kbpd em fevereiro). Em contraste, a produção média do segundo poço (OGX-68HP) aumentou em junho: 6,461 contra 4,065 kbpd em maio.

15/08. Anúncio dos resultados do 2T13: um prejuízo de R\$ 4,7 bilhões, incluindo *impairment* de R\$ 3,665 bilhões (referentes aos TBTI, TBAR e TBGA), R\$ 490,7 milhões em baixas de ativos (poços subcomerciais) e R\$ 956,8 milhões em perdas devido a cancelamentos de contratos com a OSX. O prejuízo só não foi maior pois houve um ganho de capital de R\$ 1,035 bilhão referente ao *farm-out* para Petronas. O EBITDA foi negativo em R\$ 4,1 bilhões. O saldo das disponibilidades em 30/6 era de apenas R\$ 721 milhões, insuficientes para as obrigações previstas no 3T13, considerando que a OSX-1

não produziria nada pelos próximos dois meses. O auditor independente afirmava que a continuidade da OGX dependia de aporte de recursos do AC. A Empresa contratou o *Blackstone Group* como assessor financeiro na avaliação de sua estrutura de capital, o que indicava que a reestruturação da dívida era iminente.

27/08. OGX anunciou que devolveria à ANP 9 dos 13 blocos adquiridos na 11ª Rodada em maio. A OGX justificou a devolução para evitar nova exposição ao risco exploratório em blocos onde não possuía parceiros. De fato, dos quatro blocos restantes, com BA de R\$ 96,0 milhões, três eram em parceria com outras empresas.

Notícias na mídia (JVE) relatavam que os pagamentos do *farm-out* com a Petronas estariam sujeitos à reestruturação do passivo da Empresa. Como o primeiro pagamento de US\$ 250 milhões era a única fonte de recursos novos previstos no curto prazo, a Empresa precisaria exercer a put.

6/09. OGX exerceu a put contra o AC. Entretanto, do US\$ 1,0 bilhão a ser aportado, apenas 10% seriam desembolsados imediatamente.

9/09. AC anunciou que contestaria o aporte de US\$ 100 milhões na câmara de arbitragem.

1/10. OGX deixou de pagar US\$ 44,1 milhões em juros do OGXPBZ de 2022.

3/10. OGX divulgou um relatório da D&M para TMAT que aumentou as dúvidas quanto à sua viabilidade: 87,9 mboe de reservas 2P, 108,5 mboe de reservas 3P e zero mboe para reservas 1P.

Outubro. Durante as negociações, a OGX teria proposto a conversão de um total de US\$ 2,73 bilhões em dívidas, incluindo US\$ 1,566 bilhão dos bonds e US\$ 1,64 bilhão das obrigações com fornecedores.

30/10. Com a recusa dos bondholders à adesão do plano de reestruturação, e a recusa do AC em honrar a put, o inevitável aconteceu. Com US\$ 5,1 bilhões em dívidas (US\$ 3,7 bilhões dos bonds mais US\$ 2,6 bilhões com a OSX) e apenas R\$ 180 milhões no caixa (31/9/13), a Empresa ajuizou o pedido de RJ (que foi deferido em 21/11/2013). Em seguida, a OGXP3 foi excluída de 10 diferentes índices incluindo o IBrX, a partir de 1/11. A RJ permitia que a Petronas abortasse o *farm-out*, que assim o fez.

No 3T2013, a produção média em TBAZ foi de apenas 3,9 kbpd por poço. No 4T13, não houve produção no TBAZ.

1.3 Três Possíveis Conjecturas e uma Escolha

“Nosso negócio não é cerveja, nem hambúrguer ou ketchup, é gente.”

Jorge Paulo Lemann, entrevista à *Revista Pequenas Empresas & Grandes Negócios* em 08/01/2018³⁷.

“Empresas que pagam bônus aos funcionários semestralmente estão cometendo um grave erro que promove o pensamento de curto prazo.”

Jorge Paulo Lemann, entrevista à *InfoMoney* em 03/08/2018³⁸.

Possíveis respostas às três Questões de Pesquisa possuem um eixo em comum: a Tese de Investimento foi um engodo ou era realmente factível, mas faltou capital para terminar sua implantação? Sobre a Tese de Investimento há, ao menos, três conjecturas.

Em uma primeira conjectura, os Gestores teriam sido bem-sucedidos em vender ao mercado uma “*empresa de PPT*”. A Tese de Investimentos teria sido uma “*fantasia*” que foi deliberadamente superavaliada por anos até os Executivos e AC esgotarem sua credibilidade. O verdadeiro valor da OGX teria sido essencialmente especulativo e como tal, próximo a zero quando ajustado ao risco. Nesta conjectura, a Tese de Investimentos teria sido um engodo, caso os Gestores tivessem conhecimento prévio e agido de má fé ao promovê-la e defendê-la aos investidores, financiadores e fornecedores (“Primeira Conjectura”). Os Gestores teriam manipulado o mercado visando enriquecimento próprio e indevido, ferindo os artigos 27-C, 27-D da Lei 6.385/1976 (alterada pela Lei 10.303/01), artigo VI da Lei 1.521/51 (“Crimes contra a economia popular”), e artigos I e II da Instrução CVM n. 8 (8/10/1979). Os investidores, financiadores e fornecedores teriam sido vítimas de uma trama extremamente bem elaborada capaz de ludibriar competentes analistas de crédito, analistas de *buy* e *sell-side* por anos. Essa conjectura teria repercussões muito negativas para a credibilidade dos mercados de capitais no Brasil.

Numa segunda conjectura, antagônica à Primeira Conjectura, os Gestores teriam agido de boa fé, envidaram seus melhores esforços técnicos e financeiros, mas a OGX teria tido muita “falta de sorte” ao investir em blocos que, apesar de ser bem localizados, tinham baixo potencial ou eram economicamente inviáveis dada a tecnologia disponível de E&P e as condições de mercado de O&G na época (“Segunda Conjectura”). Afinal, a Empresa perfurou 115 poços, mais que o dobro dos 51 planejados, e investiu R\$ 13,80 bilhões (US\$ 5,20 bilhões até o 3T2013) equivalentes a 1.620% do Programa Mínimo Exploratório (“PEM”). O foco em Campos, onde a OGX perfurou 61 poços ante aos 27

³⁷ Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Empreendedorismo/noticia/2018/01/jorge-paulo-lemann-nosso-negocio-nao-e-cerveja-nem-hamburguer-ou-ketchup-e-gente.html>.

³⁸ Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/carreira/gestao-e-lideranca/noticia/7545469/jorge-paulo-lemann-revela-maior-erro-que-cometeu-como-gestor>

planejados, também parecia uma escolha sensata, uma vez que era em Campos que se concentrava a *expertise* dos principais Executivos.

Tabela 10 – Alguns Indicadores da Campanha Exploratória: Planejados x Realizados

	Poços Perfurados				PEM		Gastos & Despesas com E&P			
Bacias	Plano IPO	% Plano	Real.	% Real	Previsão (R\$ M)	%PEM	Inv. (R\$ M)	% Inv.	% PEM	Inv./ Poço
Campos	27	52,9%	61	53,0%	284,4	33,4%	8.517,1	61,7%	2995,0%	139,6
Santos	14	27,5%	16	13,9%	48,2	5,7%	3.164,2	22,9%	6564,1%	197,8
Parnaíba	-	0,0%	24	20,9%	166,2	19,5%	1.148,4	8,3%	691,1%	47,9
ES	6	11,8%	5	4,3%	53,4	6,3%	364,7	2,6%	682,7%	72,9
PA-MA	4	7,8%	5	4,3%	78,6	9,2%	564,6	4,1%	718,3%	112,9
Colômbia	-	-	-	-	221,0	25,9%	39,1	0,3%	17,7%	-
Total	51	100,0%	115	100,0%	851,7	100,0%	13.798,0	100,0%	1620,0%	120,0

A Segunda Conjectura é aparentemente suportada pela intensidade da campanha exploratória e seus resultados *ex-post*. Afinal, apesar do diminuto volume, a OGX descobriu e produziu O&G. Um dos Especialistas em O&G entrevistado explicou que os blocos adquiridos na 9ª Rodada estavam localizados onde, posteriormente, se caracterizou como “franjas” do pré-sal, com óleo pesado e disperso. Portanto, haveria óleo em alguns blocos da OGX, porém dentre outras possíveis decisões operacionais erradas, a Empresa teria usado a tecnologia inapropriada para explorar seus blocos. Como bem resumiu outro executivo entrevistado: “*ter [petróleo] e tirar [extrair] são duas coisas bem diferentes*”.

Pode-se argumentar ainda que, devido à extensão e diversidade geográfica do portfólio, o caixa da OGX terminou antes da campanha exploratória pudesse ser concluída. Nesta Segunda Conjectura, a OGX não necessariamente comprometeria a credibilidade dos mercados de capitais no Brasil. A Empresa teria sido essencialmente um projeto de alto risco que infelizmente não deu certo. Os investidores, financiadores e fornecedores deveriam estar cientes dos riscos a que estavam expostos: “*perdas fazem parte do jogo*”. Neste sentido, os efeitos nefastos aos mercados de capitais no Brasil poderiam ser limitados em relação à Primeira Conjectura.

A Segunda Conjectura foi essencialmente o argumento empregado pela Empresa na sua solicitação da RJ:

(...) [D]e 2010 a 2012, o grupo [OGX] mobilizou um conjunto de dez sondas de perfuração, operando em paralelo, o que possibilitou uma campanha exploratória em larga escala. Como produto dessa campanha, foi possível investigar áreas que não vinham sendo priorizadas no País, gerando como subproduto um importante acervo de informações geológicas para a gestão do setor pela Agência Nacional do Petróleo – ANP, que reconhece os relevantes serviços

prestados pelo grupo OGX. Desde sua criação, a OGX investiu mais de R\$ 10 bilhões em suas atividades no Brasil, valor que a torna a empresa privada que mais investiu no seu segmento (...). [p. 3, parágrafo 7]

[O] fato de que muitos poços não ofereceram a quantidade de petróleo necessária a torna-los produtivos repercutiu, negativamente, na receita do grupo [OGX] e, por consequência, na sua capacidade de honrar nos termos originariamente contratados, as obrigações financeiras assumidas (...). [p. 4, parágrafo 11]

[A]s suplicantes [OGX e suas subsidiárias] são pioneiras no desenvolvimento dos negócios a que se dedicam, graças à tenacidade empresarial, ao descortino, às iniciativas inovadoras que o Sr. Eike Batista, sempre aclamado pelo seu êxito, corajosamente tomou. Hoje em dia, se lhe imputam insucesso decorrentes fatos geológicos, pelos quais, nem de longe, é responsável. [p. 5, parágrafo 14]

Não obstante os prejuízos recentemente sofridos pelas impetrantes [OGX e suas subsidiárias], que as levam a postular a tutela da lei específica [RJ], a existência de ativos de alto vulto, acumulados em companhias formadas por profissionais de reconhecida competência, indicam a convicção de que as impetrantes se recuperarão e retomarão os caminhos do êxito, no melhor interesse de todos os que gravitam ao redor delas. [p. 5, parágrafo 15]. [Pedido de Recuperação Judicial da OGX, GRERJ n. 01426931504-79, 30/10/2013³⁹].

Em sua defesa, Pedro Malan, renomado membro do COAD entre 2008 e 2013, processado por alguns investidores minoritários por omissão e negligência, resumiu a essência da Segunda Conjectura:

[A]s dificuldades em que se encontra a OGX, como se vê, tem uma causa específica, insuperável, que nada tem a ver com a alegada omissão ou negligência do réu, em relação a qual ele nada poderia fazer para evitar: a inexistência de petróleo de extração economicamente viável em alguns dos principais poços da OGX – só evidenciada durante a fase de desenvolvimento e produção destes, ao contrário do que sugeriram os dados colhidos na custosa fase de exploração, que exigiu elevado endividamento da Companhia. Foi essa, como é de conhecimento público, a causa necessária e determinante para a OGX ter entrado em crise financeira. [Contestação P. Malan, p. 69, parágrafo 240].

O AC, que no auge teve sua fortuna estimada em US\$ 34 bilhões⁴⁰, também defendeu publicamente a Segunda Conjectura e suas perdas pessoais:

[E]IKE BATISTA – que, por ser acionista controlador, provavelmente foi quem mais ganhou e quem mais perdeu dinheiro na OGX – explica,

³⁹ Disponível em:

http://ri.ogpar.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=50327&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2013. Acesso em 6/7/2018.

⁴⁰ Bustista, The Economist, 2013, vol. 409 (8860), p. 68.

com clareza, a questão, em carta aberta publicada em jornais de grande circulação: ‘(...) Tive ofertas para vender fatias expressivas ou mesmo o controle da OGX a partir de um valuation de US\$ 30 bilhões. Há dois anos, coloquei mais US\$ 1 bilhão do meu bolso na companhia. Eu perdi e venho perdendo bilhões de dólares com a OGX. Alguém que deseja iludir o próximo faz isso a um custo de bilhões de dólares? Se eu quisesse, poderia ter realizado uma venda programada de US\$ 100 milhões por semestre ao longo de 5 anos. Eu teria embolsado US\$ 5 bilhões e ainda assim permaneceria no controle da OGX. Mas não o fiz. Quem mais perdeu com a derrocada no valor da OGX foi um acionista: Eike Batista. Ninguém perdeu tanto quanto eu, e é justo que assim seja. Eu investi em um negócio de risco. É injusto e inaceitável, por outro lado, ouvir que induzi deliberadamente alguém a acreditar num sonho ou numa fantasia. Quem mais acreditou na OGX fui eu. Continuo acreditando e por isso estamos, nestes últimos meses, reinventando a companhia. Não desistirei deste desafio. [Contestação P. Malan, p. 72, parágrafo 248⁴¹].

Entretanto, a Segunda Conjectura convoca uma outra reflexão: por que a OGX implementou uma campanha exploratória tão extensa e em tão pouco tempo? A Empresa perfurou mais que o dobro de poços que havia planejado no quinquênio 2008/13 e investiu 16 vezes mais do que havia se comprometido com a ANP.

As projeções iniciais para a produção de petróleo indicavam que a prioridade seria Campos e seus Blocos Seletos. Santos seria a segunda bacia mais importante em óleo, porém lá a ênfase era em E&P de GN, apesar das elevadas incertezas quanto à disponibilidade de infraestrutura de escoamento. Então, por que Empresa investiu tanto em Santos (R\$ 3,16 bilhões, ou R\$ 198 milhões por poço, em média), onde a D&M havia estimado baixo RPL de óleo (11,1% do total)? Mesmo o bloco BM-S-59, que custou à Empresa o maior BA da 9ª Rodada, só começou a ser explorado em 2012. Por que não focou seus esforços em Campos (R\$ 8,52 bilhões, ou R\$ 139 milhões por poço) onde a *expertise* dos Executivos e a maior parte do RPL de óleo (71,6% do total) se concentrava?

⁴¹ Trecho do artigo do AC ao JVE, 19/7/13: “Se pudesse voltar atrás, não recorreria ao mercado”. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3203332/se-pudesse-voltar-atras-nao-recorreria-ao-mercado>. Acesso em 12/12/18.

Tabela 11 – Projeção da Produção Anual da OGX Apresentada no IPO (em mboe)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total	%ST	%Total
Campos	2	14	18	53	181	284	401	475	511	1.939	55,0%	39,8%
Santos	-	-	-	27	36	131	125	173	180	672	19,1%	13,8%
ES	-	-	-	-	-	54	72	110	146	382	10,8%	7,8%
PA-MA	-	-	-	-	54	74	110	146	146	530	15,0%	10,9%
Subtotal Óleo	2	14	18	80	271	543	708	904	983	3.523	100,0%	72,3%
%Total	0,1%	0,4%	0,5%	2,3%	7,7%	15,4%	20,1%	25,7%	27,9%	100,0%		
Produção (kbpd)*	5	38	49	219	742	1.488	1.940	2.477	2.693			
Santos	-	-	-	94	173	193	212	232	251	1.156	85,5%	23,7%
ES	-	-	-	-	-	18	51	64	64	196	14,5%	4,0%
Subtotal GN	-	-	-	94	173	211	263	296	315	1.352	100,0%	27,7%
	0,0%	0,0%	0,0%	6,9%	12,8%	15,6%	19,4%	21,9%	23,3%	100,0%		
Campos	2	14	18	53	181	284	401	475	511	1.939	39,8%	
Santos	-	-	-	121	209	324	337	405	431	1.828	37,5%	
ES	-	-	-	-	-	72	123	174	210	578	11,9%	
PA-MA	-	-	-	-	54	74	110	146	146	530	10,9%	
Total	2	14	18	174	444	754	971	1.200	1.298	4.875	100,0%	
%Total	0,0%	0,3%	0,4%	3,6%	9,1%	15,5%	19,9%	24,6%	26,6%	100,0%		

Fonte: Prospecto, p. 19. (*) Produção média diária foi calculada com base em 365 dias de produção por ano.

Adicionalmente, por que pulverizar esforços e capital (R\$ 2,08 bilhões) em bacias mais desconhecidas (ES, PA-MA) e com baixo RPL de óleo? Por que investir no E&P de GN na Parnaíba (R\$ 1,15 bilhão), que apesar de bem-sucedida, agregava pouco valor presente líquido à OGX? De fato, alguns analistas de *sell-side* (“Analistas”) não consideraram o valor do GN na OGX.

Tabela 12 – Campanha Exploratória: Números de Poços Pioneiros e de Avaliação (*Pioneer Wells and Appraisals*)

	2009	2010	2011	2012	2013	Total	%
Campos	4	18	31	6	2	61	53,0%
Santos	2	6	3	4	1	16	13,9%
Parnaíba		2	8	6	8	24	20,9%
ES			2	1	2	5	4,3%
PA-MA				2	3	5	4,3%
Colômbia				1	3	4	3,5%
Total Realizado	6	26	44	20	19	115	100,0%
Planejado 2008	6	19	19	7	-	51	100,0%
Campos	4	11	10	2	-	27	52,9%
Santos	2	8	4	-	-	14	27,5%
Parnaíba	-	-	-	-	-	-	0,0%
ES	-	-	3	3	-	6	11,8%
PA-MA	-	-	2	2	-	4	7,8%

Fontes: Planejamento 2008: Prospecto IPO. Realizados 2009 a 2011: SEQUEIRA & FONSECA, 2012a, p. 10. Projeções 2012 e 2013: KOVARSKY & MENDES [2012g].

Por fim, aparentemente houve dispersão geográfica da campanha exploratória do portfólio do IPO. Além do esforço financeiro e de recursos humanos, a dispersão geográfica poderia limitar potenciais ganhos de sinergia no uso de equipamentos e infraestruturas de exploração, desenvolvimento e produção⁴². Ao longo de 2009 a 2013, a OGX investiu em novas frentes através da aquisição de concessões de outros 29 blocos marítimos e terrestres no Brasil e na Colômbia.

⁴² No prospecto do *follow-on* da PETR [p. 28], na seção “Nossas Vantagens Competitivas”, lê-se: “de aproximadamente 90,0% das nossas reservas provadas de petróleo e 53,0% das nossas reservas provadas de gás natural em 2009 estarem localizadas nos campos de produção da Bacia de Campos, o que nos permite concentrar geograficamente a infraestrutura necessária para dar suporte às nossas atividades e, dessa forma, reduzir os nossos custos com exploração, desenvolvimento e produção”.

Tabela 13 – Histórico de Aquisições de Blocos Exploratórios da OGX

Data Aquisição	Número Blocos	Bacias	Comentários
27/11/07	21	Campos, Santos, ES, PA-MA	9ª Rodada ANP por R\$ 1,568 bilhão em BA, uma média de R\$ 243,7 mil/km ² .
1T2008	1	Santos (BM-S-29)	Farm-in 50% Maersk (sem valor informado).
8/05/09		Santos (BM-S-29)	Farm-in de 15% adicionais (sem valor informado).
9/11/10		Santos (BM-S-29)	Comprou o restante 35% da Maersk (sem valor informado).
24/09/09	7	Parnaíba (blocos terrestres com potencial para GN)	33,33% OGX, 33,33% MPX, 33,33% Petra Energia
22/06/10	5	Cesar Rancheira (Colômbia)	Concessão onerosa de US\$ 125 milhões (R\$ 223,9 milhões, média de R\$ 17,8 mil/km ²).
20/03/12	2	Campos (BM-C-37, BM-C-38)	Aumentou de 50% para 70% sua participação (30% Maersk), sem valor informado.
26/11/12	2	Santos (bloco BS-4, com dois campos: Atlanta e Oliveira)	Comprou 40% da PETR (30% QGEP, 30% Barra Energia) por R\$ 575 milhões (US\$ 270 milhões)
14 e 15/05/13	13	Paranaíba, Barreirinhas, CE, Potiguar e Foz do Amazonas	11ª Rodada ANP por R\$ 376 milhões (US\$ 188 milhões) em BA e R\$ 698 milhões (US\$ 349 milhões) em PEM.
Total	51		

Por que participar de leilões na Colômbia e no Brasil (11ª Rodada) e não investir em mais *farm-ins* com outras operadoras em blocos com a exploração mais avançada? Ou seja, os Gestores poderiam ter preservado Valor de Mercado se a gestão da campanha exploratória tivesse sido mais conservadora como inicialmente planejado? A RJ poderia ter sido evitada se a campanha tivesse sido mais focada e seletiva em Campos onde a PSE era a maior (33%) e onde dois poços já iniciavam produção (TBAZ e Tubarão Martelo (“TBMT”)? Enfim, uma gestão mais focada, conservadora, menos dispersa poderia ser contra intuitiva para a personalidade arrojada (ou temerosa do fracasso) do AC e pelo menos parte dos Executivos, mas poderia ter viabilizado uma campanha mais longa e talvez mais eficaz.

A maneira e intensidade da implementação da campanha exploratória sugere uma terceira conjectura com potenciais implicações analíticas e regulatórias mais relevantes para a credibilidade dos mercados de capitais no Brasil e a financiabilidade de futuros projetos *greenfield*. Os Executivos teriam envidado significativos esforços técnicos e financeiros, mas dada a estrutura de incentivos, objetiva e subjetiva, em que estavam inseridos, não teriam atuado de maneira ótima na gestão e supervisão da campanha exploratória.

Os Executivos, com endosso tácito e/ou explícito do AC e do COAD, construíram uma ampla Agenda de Catalisadores para sustentar um *guidance* otimista por anos, que buscava sobrevalorizar a Tese de Investimentos, mas que posteriormente comprometeu a credibilidade de uma possível mudança na gestão, como defendida na solicitação da RJ. Os Executivos e o AC teriam adotado a arriscada conduta do “*tudo ou nada*”, como caracterizado por GASPAR [2014].

Entretanto, se os Executivos promoveram um *guidance* otimista com repercussões operacionais e financeiras nefastas, os “*gatekeepers*” internos (AC, COAD) e externos (analistas de *buy* e *sell-side*, analistas de crédito, agências de risco, auditores independentes, *appraisers*, bancos de investimentos e reguladores) por sua vez, podem não ter cerceado tal comportamento e até atuado de forma a complementá-lo. *Gatekeepers*, de maneira intencional ou não, podem ter falhado em alertar investidores e financiadores que a Tese de Investimentos, a eficácia da gestão e da governança corporativa da OGX estavam comprometidas.

Do lado da demanda final pelo *guidance*, os investidores, financiadores e fornecedores, nacionais e estrangeiros, também expostos aos seus próprios incentivos, podem também ter contribuído para reforçar a atuação dos Executivos. Parte dos investidores pode ter lucrado com o *guidance* otimista, implementando estratégias de *momentum trade*⁴³ e/ou *day trade* com uso de informações privilegiadas ou falsas. Outros investidores na OGXP3, financiadores e fornecedores podem ter agido passivamente ao não executar suas análises com a necessária diligência. Dentre estes, podem ter havido aqueles que confiaram no poder de análise e monitoramento dos grandes bancos e fundos de investimentos envolvidos com a OGX e outras empresas do Grupo X. Todos estes grupos de pessoas físicas e jurídicas envolvidos direta e/ou indiretamente com a evolução da Tese de Investimentos, com a oferta e demanda pelo *guidance* e sua interpretação denominaremos doravante de “*Stakeholders*”.

⁴³ “Estratégias de momento baseiam-se na premissa que ações que performaram bem no passado irão continuar a performar bem em período de curto a médio prazo. De forma contrária, ações que tiveram um desempenho inferior manterão sua tendência” [TEMPLE, 2018, p. 11].

Figura 3 – Stakeholders Direta e/ou Indiretamente Relacionados ao *Guidance* e a Tese de Investimentos

Fonte: adaptado de HEALY & PALEPU [2003, p. 13]

Vale destacar que o escopo de agentes econômicos envolvidos direta ou indiretamente na geração de valor da OGX é muito mais amplo do que os Stakeholders. Essa ampla gama de agentes ilustra a complexidade dos desafios que a presente pesquisa encontrou e a necessidade de limitar seu escopo sob pena de nunca completá-la.

Figura 4 – Agentes Possivelmente Envolvidos na Geração e Destruição de Valor da OGX

Em suma, nesta outra conjuntura, a combinação entre os sistemas de incentivos nos quais os *Stakeholders*, ofertantes e demandantes de informações estavam inseridos, e a evolução do Valor de Mercado, formaram dinâmicas que promoveram, ou pelo menos não cercearam, a gestão ineficaz da OGX (“Terceira Conjuntura”). **Trata-se de uma conjectura muito mais complexa, porém não maniqueísta, ou até ingênua, do que as outras duas.**

Na Terceira Conjectura, muitos *Stakeholders* perderam e outros ganharam. Em particular, dentre os perdedores podem ter havido investidores e financiadores com horizonte de mais longo prazo e maior tolerância ao risco exploratório (“Investidores de Longo Prazo”). As perdas dos Investidores de Longo Prazo geradas por falhas nas governanças, podem ter gerado externalidades negativas que limitariam a capacidade de novos *greenfields* em captar recursos. **Esta Terceira Conjectura é objeto deste estudo e a base de investigação para possíveis respostas às Questões de Pesquisa.**

1.4 Foco, Estrutura de Governança e Tese Central

“[N]o dia em que achar que as minhas companhias estão com preços inflados na bolsa, eu mesmo enfio o dedo nessa bolha”.

AC em entrevista ao Valor Investe em setembro de 2010⁴⁴.

Dado o amplo espectro de *Stakeholders* envolvidos e a disponibilidade de informações públicas, a presente pesquisa sobre a Terceira Conjuntura foca na atuação de um subgrupo de *Stakeholders*: Executivos, AC e Analistas. Portanto, a pretendida comprovação da Terceira Conjectura é limitada.

A tese central a ser investigada no presente estudo é que um dos principais vetores de geração e destruição de valor da OGX foram os incentivos e as circunstâncias em que os Executivos, AC e Analistas estavam inseridos.

A CVM [2002, p. 2] define governança corporativa como:

(...) o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (...) Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. [grifo nosso].

A “apropriação indevida” que a CVM se refere faz parte do risco moral da relação Principal-Agente. Neste sentido, Governança corporativa é constituída por incentivos punitivos e motivacionais que moldam os comportamentos dos agentes nela inseridos: executivos, membros do Conselho de Administração, acionistas majoritários e minoritários. Os comportamentos destes agentes são sintomas da estrutura de governança. Estes comportamentos produzem ações, reações, eventos.

A estrutura de governança, que definia e limitava incentivos aos Executivos e AC, era composta por quatro elementos dispostos em camadas do macro para o micro (“Estrutura de Governança”). Primeiro, na camada superior, o arcabouço legal e regulatório no Brasil e outras jurisprudências em que a OGX operava. O arcabouço legal brasileiro inclui o mercado de capitais, Novo Mercado, o código civil, o setor de O&G,

⁴⁴ RAGAZZI, A.P. “Prejuízo com ações do grupo EBX estava embutido no risco”, *Jornal Valor Econômico*, Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3199170/prejuizo-com-acoes-do-grupo-ebx-estava-embutido-no-risco>. Acesso em 11/12/18.

meio ambiente, etc. Em segundo, as participações societárias majoritárias do AC tanto na OGX quanto em Partes Relacionadas que teriam relações comerciais e societárias entre si. Soma-se à estas relações o fato do AC ter avaliado empréstimos e ter aportado capital nestas empresas. Terceiro, a estrutura de gatekeepers internos e externos: COAD; auditores (KPMG, E&Y, dentre outros e avaliadores (D&M); Analistas. Cabe destacar que a composição dos Conselhos de Administração das empresas do Grupo X, onde executivos da OGX foram conselheiros de Partes Relacionadas e vice-versa. Por fim, os SOP OGX e o SOP AC.

Figura 5 – Estrutura de Governança da OGX

A princípio, a Estrutura de Governança tinha potencial para ser virtuosa. A participação societária significativa do AC e sua atuação operacional, como principal, nos Conselhos de Administração e, por vezes, até em cargos executivos, poderia reduzir assimetrias de informação com seus agentes, os executivos. Adicionalmente, a atuação do AC e seus principais executivos nos Conselhos de Administração poderia propiciar a identificação de sinergias estratégicas, operacionais e financeiras entre Partes Relacionadas. Os SOPs baseados em opções de compra de ações de empresas de capital aberto, a princípio, também poderiam ser poderosos elementos de alinhamentos entre principal e agentes. A elevada liquidez da OGXP3 poderia sinalizar rapidamente aos Gestores as percepções dos investidores minoritários sobre a eficácia da implementação operacional e financeira da campanha exploratória.

Entretanto, esta complexa Estrutura de Governança operou em circunstâncias extraordinárias que produziram efeitos nefastos no médio prazo. Estas circunstâncias incluíram momentos de sobre e subavaliação da OGXP3, que podem ter gerado um

fenômeno o qual JENSEN [2005] denominou de “heroína organizacional e gerencial” (“Heroína Organizacional”).

Perplexo com as bolhas das ações de empresas de internet, tecnologia e telecomunicações do final da década de 1990⁴⁵, e os inúmeros escândalos corporativos do início do século⁴⁶, que geraram bilhões de dólares de prejuízos, JENSEN [2005] analisou o **ciclo vicioso** que pode se criar quando as ações de uma empresa se tornam sobrevalorizadas⁴⁷:

[P]or definição, uma ação sobrevalorizada significa que a empresa não poderá entregar, exceto por pura sorte, a performance que justificaria seu valor [JENSEN, 2005, p. 5].

Vários autores⁴⁸ entendiam que os mercados financeiros, capital e financiamentos, como potenciais forças que diminuiriam os custos de agência. Entretanto, os significativos custos de agência materializados em escândalos corporativos indicam que quando as ações estão sobrevalorizadas, os mercados financeiros podem atuar exacerbando o conflito entre principal e agente. Os mercados financeiros, junto com gestores de recursos (otimistas e por vezes, iludidos), podem viabilizar e exacerbar condutas destruidoras de valor. *Gatekeepers*, como executivos das empresas investidas, Conselho de Administração, analistas de ações, auditores, bancos de investimentos, bancos comerciais e escritórios de advocacia contribuiriam para manipulações e desinformações que alimentaram as sobrevalorizações.

Um vetor importante no círculo vicioso e perverso da supervalorização é a remuneração por metas. Na remuneração por metas, os executivos e outras partes envolvidas, incluindo *gatekeepers*, não são remunerados pelo o que fazem em si, mas pelo que fazem em relação a uma meta. Gerentes são penalizados se não atingem suas metas operacionais. CEOs e CFOs são penalizados se não atingem as projeções operacionais e financeiras divulgadas aos analistas. Então se cria incentivos em manipular as metas e as estratégias para atingi-las, “jogando com o sistema” (“*gaming the system*”).

Geralmente, a única maneira que os executivos têm para atingir ou superar suas metas ano após ano é manipular os números (“*cook the numbers*”) e ocultar as incertezas inerentes aos negócios da empresa. A “gestão dos lucros” (“*earnings management*”) se espalhou pelo mundo corporativo podendo até ter se tornado uma rotina⁴⁹. Essa manipulação não pode ser feita sem comprometer o valor da empresa, pois além de mentir ao principal e aos outros *gatekeepers*, os executivos podem estar tomando

⁴⁵ MILLER, WELLER & ZHANG [2002] relatam que o S&P 500 aumentou 360% em relação ao vale observado no *crash* de 1987 (330 pontos em agosto de 1987) para 1.500 em agosto de 2000, para depois cair para 1.100 pontos em agosto de 2001.

⁴⁶ Enron, Xerox, Worldcom, Global Crossing, Vodafone, Nortel, HealthSouth, Lucent, Tyco, Royal Dutch Shell, Consumer Associates e outros.

⁴⁷ Embora não seja objeto do presente estudo investigar suas causas, é importante notar que as sobrevalorizações do final da década de 1990 e início do século XXI, seguidas de derrocadas, não são eventos inéditos. Segundo JENSEN [2005], a sociedade parece sobrevalorizar o novo e assim o fez com as ferrovias, automóveis, telefones, canais e etc...

⁴⁸ Entre eles, JENSEN & MECKLING [1976].

⁴⁹ GRAHAM, HARVEY & RAJGOPAL [2005, 2006]; GLATER [2005].

decisões operacionais que não seriam as melhores para a empresa no longo prazo. Mentiras geram outras mentiras e assim avançam. O reconhecimento de receitas futuras antecipadas e despesas futuras postergadas em algum momento precisaram ser reconhecidas e ajustadas. A destruição de valor no médio longo prazo se dará de várias maneiras, incluindo a destruição da reputação da empresa e seus executivos.

Ao estudar os casos da Enron e das empresas de internet durante a “bolha da internet/tecnologia/telecomunicações” no fim dos anos 90 e início do século XXI, JENSEN [2005], notou que nos primeiros estágios de um ciclo de sobrevalorização, executivos e conselheiros estão recebendo sinais distorcidos de mercado. JENSEN associou a força destes sinais à heroína. No começo, o CEO, CFO podem se sentir muito bem. Tornam-se celebridades e os investidores os adoram, seus SOPs estão se valorizando e o mercado de capitais demonstra estar à sua disposição. Entretanto, como todo drogadito sabe: o custo do vício só aumenta com o tempo e o final não é feliz.

A questão central é que se a ação está sobrevalorizada, exceto por pura sorte, não é possível sustenta-la. Os executivos começam a perceber que se não satisfizerem as expectativas do mercado, o mercado será impiedoso. Então, os executivos começam a agir visando resultados de curto prazo, mesmo em detrimento da sustentabilidade da empresa no longo prazo. Por exemplo, os executivos podem captar recursos no mercado de capitais para fazer aquisições e/ou investimentos arriscados, porém com alto retorno potencial, mas que oferecem ao mercado a percepção que a empresa está crescendo e os resultados virão com o tempo. Aumentam gastos internos, distorcem práticas contábeis até chegar ao extremo de promover fraudes contábeis. JENSEN [2005] denominou esta dinâmica de “fator medo” (“*fear fator*”), embora alguns autores⁵⁰ denominaram de “otimismo gerencial” (“*managerial optimism*”).

Os executivos agem desta maneira destrutiva, postergando o inevitável encontro com a realidade, na esperança que até este dia chegar, ou alguma solução surgirá (sorte pura), ou estes executivos já podem ter deixado a empresa e liquidado seu SOP. No contexto de ações sobrevalorizadas, sistemas de remuneração variável para os executivos, tipo SOP, funciona como “jogar gasolina na fogueira”.

A trágica ironia do ciclo de ações sobrevalorizadas é que, na realidade, parece não ser factível aos executivos agirem de outra maneira. Ou será que algum CEO relatará ao Conselho de Administração que acredita não ser possível crescer com rentabilidade para justificar o valor das ações? O Conselho de Administração pode muito bem responder substituindo-o por outro profissional que afirme ser capaz de atingir as metas. Se a sobrevalorização atinge também outros concorrentes ou empresas relacionadas, como ocorreu na bolha da internet/tecnologia/telecomunicações, a posição do CEO é ainda mais difícil.

JENSEN [2005] alerta que os custos de agência gerados por ações sobrevalorizadas também se observam em projetos *greenfield*, viabilizados em momentos de alta liquidez nos mercados de capitais. Este pode ter sido o caso da OGX, que pode ter sido ainda agravado pelo fato de a OGXP3 ter entrado na composição do índice BOVESPA (“IBOV”)

⁵⁰ HEATON [2002]; EFENDI, SRIVASTAVA & SWANSON [2004].

ao fim de 2009. Para gestores de fundos de ações que utilizavam o IBOV como parâmetro de performance, mesmo não acreditando nos fundamentos da Empresa, tinham de comprar a OGXP3 para evitar o *detracking risk*. Em 24/11/2011, por exemplo, a OGXP3 chegou a responder por 6,56% do IBOV.

Gráfico 2 – Evolução da Participação da OGXP3 no IBOV (em %) de 2010 a 2013

Em suma, sobrevalorizações, combinadas com incentivos por metas, podem levar executivos, capturados pela Heroína Organizacional, tomar decisões destruidoras de valor (“Condutas de Valor”): manipular as metas e as estratégias para atingi-las; ocultar as incertezas inerentes aos negócios da empresa; tomar decisões operacionais que visam o curto prazo em detrimento do longo prazo; postergar despesas futuras (por exemplo, *write-offs*); captar recursos no mercado de capitais para fazer aquisições e/ou investimentos arriscados, porém com alto retorno potencial, mas que oferecem ao mercado a percepção que a empresa está crescendo e os resultados virão com o tempo; aumentar gastos internos.

Em outra classificação, TIROLE [2006] identifica como comportamentos próprios de estruturas disfuncionais de governança: investimentos ineficazes e/ou extravagantes;

esforços insuficientes na gestão operacional, financeira e de riscos, controles, custos; entrincheiramento⁵¹; *self-dealing* legais e ilegais⁵². São todas Condutas de Valor.

Outra característica das Condutas de valor é que em um primeiro momento elas são eficazes em valorizar o valor da empresa no mercado. Os investidores acreditam nas informações e interpretações dos executivos. Mas esta eficácia é temporária. A destruição de valor no médio longo prazo se dará de várias maneiras, incluindo a destruição da reputação da empresa e seus executivos.

Uma das manifestações públicas destas Condutas de Valor é o *guidance* otimista e seus efeitos internos e externos à empresa. É interessante destacar a ambivalência do *guidance* otimista: em análise superficial, pode ser interpretado como arrojo, autoconfiança, mas há também o medo (*fear factor*) de falhar e ser desacreditado.

Gatekeepers internos e externos à empresa, como conselhos de administração, acionistas controladores, auditores, consultores, agências de *rating*, analistas de investimentos, bancos, que também ganham com a sobrevalorização e perdem com a subvalorização, também podem reforçar as manipulações dos executivos se não agirem com diligência e isenção, corroborando com a Conduta de Valor dos executivos.

Portanto, na pesquisa sobre a Terceira Conjuntura, a tese central do presente estudo é que há indícios que um dos principais vetores de geração e destruição de valor da OGX foram os efeitos da Heroína Organizacional: a Estrutura de Governança, em momentos de sobre e subavaliações da OGXP3, sobre o *guidance*, construído pelos Executivos, com endosso tácito ou explícito do AC. Para sustentar o *guidance* otimista, os Executivos implementaram Condutas de Valor ao construir uma ampla Agenda de Catalisadores de uma intensa, dispersa campanha exploratória e, como tal, de elevado risco, com implicações de curto e médio prazo para a liquidez e credibilidade da Empresa. Há indícios também que parte dos Analistas, por sua vez, atuando direta ou indiretamente como interlocutores entre os investidores e os Executivos endossaram, ou não se contrapuseram, o *guidance* otimista por anos. Indícios da ocorrência da Heroína Organizacional e seus efeitos sobre as Condutas de Valor de Executivos, AC e Analistas formam a tese central do presente estudo (“Tese Central”).

Durante o processo de pesquisa, o presente estudo identificou indícios sobre as possíveis motivações de outros *Stakeholders*. São eles: agentes de governança interna (COAD) e externa (auditores independentes e bancos de investimento). Estas evidências são abordadas, porém superficialmente, devido à disponibilidade de informações e/ou tempo para investiga-las com a devida profundidade.

⁵¹ Estratégias de entrincheiramento incluem: investimentos em produtos ou tecnologias que os executivos dominam e, portanto, aumentam o valor de sua retenção; manipulações contábeis ou do valor de mercado para superestimar sua performance.

⁵² *Self-dealings* podem ser legais, como por exemplo, benefícios excessivos (jatos executivos, obras de arte, despesas extravagantes com jantares e entretenimento...); escolha de amigos, familiares e/ou seguidores (salas de eco) para posições executivas, ou ainda, isolamento executivos com posições divergentes; contratação de fornecedores caros por amizade ou reciprocidade pessoal. Mas também há *self-dealing* ilegais que podem incluir o uso de informação privilegiada, venda de ativos abaixo do valor de mercado para empresas relacionadas indiretamente aos executivos, roubos.

Também devido à falta de informações, o presente estudo não abordará com a devida profundidade a atuações de outros *Stakeholders*: fornecedores, agências de *rating*, analistas de crédito e de *buy-side*. Em relação aos investidores e financiadores, o presente estudo também enfrenta limitações consideráveis. Não há informações públicas disponíveis sobre os tipos de investidores envolvidos (institucionais, *hedge funds*, gestores de fundos, indivíduos, etc.) e suas estratégias. Mesmo a análise da atuação dos reguladores (CVM, ANP, SEC, dentre outros) também é limitada e merece estudos dedicados.

1.5 Organização

Dentre as possíveis abordagens para investigar a Tese Central, seus efeitos sobre o Valor de Mercado e responder às Questões de Pesquisa, o presente estudo tem como ponto de partida a análise da evolução da Tese de Investimentos e do *guidance*. A abordagem coleta evidências e indícios das Condutas de Valor que sustentam a tese da ocorrência da Terceira Conjectura.

O capítulo 2 descreve a abordagem, conceitos, indicadores e dados utilizados para investigar a Tese Central e responder às duas primeiras Questões de Pesquisa. O capítulo também apresenta uma possível classificação histórica para a evolução do Valor de Mercado entre o IPO (junho/2008) e o pedido de RJ (outubro/2013) em seis subperíodos. Esta classificação é usada para identificar possíveis reflexos do *guidance* no Valor de Mercado e vice-versa. O capítulo 2 apresenta também as premissas que indicam que houve momentos de sub e sobrevalorização da OGXP3, suas possíveis causas e consequências para o *guidance* e a implantação da campanha de E&P e a reação (quantitativa) dos Analistas.

O capítulo 3 descreve, em ordem cronológica ao longo dos seis subperíodos, a evolução da Tese de Investimentos, Agenda de Catalisadores, Valor de Mercado e a interpretação e reação de alguns Analistas sobre o *guidance* dos Executivos e AC. A cronologia busca capturar parte do *zeitgeist* e fornece indícios sobre a dinâmica da Heroína Organizacional e as Condutas de Valor que em um primeiro momento contribuíram para a apreciação do Valor de Mercado, mas posteriormente o comprometeu.

Com base nos indícios coletados no capítulo precedente, os capítulos 4 e 5 buscam responder à Primeira e Segunda Questão de Pesquisa, respectivamente. As repostas às duas primeiras Questões de Pesquisa produzem elementos que podem contribuir para responder a terceira Questão de Pesquisa.

O capítulo 5 investiga com maiores detalhes os indícios de ineficácia da Estrutura de Governança que podem ter comprometido a geração do Valor Ótimo ao não impor limites à gestão operacional, financeira e comprometer relação de confiança entre Gestores e os investidores. Estes indícios se referem a Condutas de Valor e conflitos de interesse de três *Stakeholders* cruciais: Executivos; o AC, incluindo as relações com Partes Relacionadas; e o COAD. A análise da evolução dos possíveis conflitos de interesse dos Executivos, AC e COAD é complementada com informações e depoimentos coletadas por jornalistas do JVE, Wall Street Journal, The Economist, Financial Times. Utilizamos também os autos dos processos contra os Executivos, COAD e AC.

O capítulo 6 dedica-se a considerações finais e busca identificar elementos que possam responder a terceira Questão de Pesquisa. A terceira Questão de Pesquisa merece estudos muito mais aprofundados do que o presente estudo oferece, por isso podem compor temas para futuras pesquisas.

O Anexo descreve conceitos e metodologias básicas para se estimar o valor de empresas de O&G. O Anexo também descreve algumas evidências empíricas sobre a relevância destes conceitos para explicar o valor de mercado de empresas de O&G.

1.6 Relevância

Qual é a relevância das Questões de Pesquisa? Podemos identificar quatro aspectos que justificariam a relevância do presente estudo: (1) crescente participação da indústria de petróleo na economia brasileira; (2) necessidade de financiamento a investimentos em infraestrutura e *greenfields*; (3) políticas de fomento à indústria de equipamentos de O&G e seus efeitos; (4) regulação e desenvolvimento da indústria de GN no país.

Na época do IPO da OGX, em 2008, a bacia de Campos concentrava praticamente toda a produção de O&G do país, enquanto o potencial de Santos era uma incógnita. Hoje, o petróleo no pré-sal de Santos é uma realidade com participação significativa na produção de O&G. Em 2017, o Brasil produziu uma média de 2,62 mbpd, sendo 49% em Campos e 45% em Santos. Entre 2010/17, a produção de óleo em Campos decresceu 4,9% ao ano, em média, enquanto em Santos cresceu 50,8% ao ano. Da média de 2,62 mbpd de óleo de 2017, 49% (1,29 mbpd) veio do pré-sal, sendo 87% de Santos e 13% de Campos.

Financiar projetos de E&P de O&G no pré-sal brasileiro representa significativa oportunidade para o país, já refletida nos resultados das últimas rodadas de licitações da ANP. Apenas nos seis leilões dos últimos onze meses (entre outubro de 2017 e setembro de 2018), 18 empresas investiram R\$ 27,96 bilhões na aquisição de 105 blocos exploratórios, sobretudo nas bacias de Santos e Campos⁵³. Em contraste, nas quatorze Rodadas de licitações que a ANP conduziu entre junho de 1999 e setembro de 2017, o total de Bônus de Assinatura (“BA”) somou R\$ 12,39 bilhões.

Dentre os investidores dos últimos seis leilões destacam-se a: Exxon (R\$ 8,71 bilhões), PETR (R\$ 6,22 bilhões), Shell (R\$ 2,81 bilhões), Equinor (Statoil, com R\$ 2,38 bilhões), Qatar Oil (R\$ 2,24 bilhões), Chevron (R\$ 1,90 bilhão), British Petroleum (R\$ 1,47 bilhão), Petrogal (R\$ 1,08 bilhão). Excluindo a PETR, os investidores nacionais tiveram participação tímida: Queiroz Galvão E&P (“QGEP”) com R\$ 35 milhões, e Imetame com R\$ 3 milhões. Ou seja, exceto pela PETR, aparentemente, empresas brasileiras de O&G de menor porte não conseguiram participar da nova onda de investimentos no pré-sal, possivelmente devido às dificuldades de captar recursos financeiros.

Além das *junior oils* nacionais, haverá também demanda por investimentos em infraestrutura logística e portuária relacionada a E&P de O&G. O recente edital do jornal Valor Econômico⁵⁴ resume o desafio de viabilizar investimentos em infraestrutura no Brasil:

O Brasil, nona maior economia do mundo, está em 73º lugar em infraestrutura em ranking de 137 países elaborado pelo Fórum Econômico Mundial. Fica atrás de países vizinhos como o Chile, e

⁵³ O total de investimentos se refere aos bônus de assinaturas (“BA”) pagos nas 14ª e 15ª Rodadas de concessões e 2ª, 3ª, 4ª e 5ª Rodadas de partilha do pré-sal [RAMALHO et al., 2018].

⁵⁴ “Destruir a infraestrutura é vital para a retomada”, p. A12, 25/09/2018.

Uruguai e de alguns de seus principais parceiros comerciais, como a China.

(...) Nos primeiros 12 anos deste século, a média anual de investimento em infraestrutura ficou em 2,14% do PIB, segundo a consultoria Inter.B. (...) Em 2017, ficou em 1,69% (...) Os valores deveriam ser muito maiores. Calcula-se que seria necessário investir o equivalente a 2,38% do PIB apenas para compensar a depreciação dos ativos e manter a qualidade dos serviços. Já para modernizar a infraestrutura do país, o percentual deveria atingir 4,15% do PIB ao ano, ao longo de duas décadas, estima o IPEA.

(...) O investimento brasileiro em infraestrutura estagnou. Um dos principais motivos é a velha dependência das fontes públicas de recursos. O setor público chegou a responder por 55,8% do capital injetado na infraestrutura em 2009 e, recuou, desde então, encolhendo para cerca de um terço.

Há relatos de parte envolvida no IPO da Ômega Energia em 2017 que houve dificuldades em precificar os projetos *greenfield*. O portfólio da Ômega de ativos de geração de energia renovável era composto de ativos já geradores de caixa (*brownfields*) e *greenfields*. Entretanto, segundo estes relatos, os investidores aceitaram precificar apenas os ativos *brownfields*, e levaram os projetos *greenfield* de graça, como prêmio de risco adicional. A parte envolvida no IPO associou a dificuldade em precificação dos projetos *greenfield* com o efeito na reputação gerado pela OGX.

Portanto, as possíveis respostas às Questões de Pesquisa podem vir a contribuir para a captação de recursos financeiros para viabilizar não apenas empresas de E&P de O&G, mas também para outros recursos minerários, infraestrutura e *greenfields* em geral no Brasil.

2. Abordagem à Tese Central

Este capítulo apresenta conceitos, metodologias e a base de dados utilizados para defender a Tese Central. A primeira seção (2.1) apresenta e discute quatro conceitos de valor econômico financeiro da OGX: Valor de Referência; os PAs; Valor Ótimo; e Valor de Mercado. Estes quatro conceitos de valor possuem virtudes e limitações, mas a articulação destes produz indícios que sustentam a Tese Central, bem como suas repercussões para responder as Questões de Pesquisa.

A segunda seção (2.2) apresenta uma possível classificação da evolução do Valor de Mercado no período que antecede o IPO, em junho de 2008, até a requisição da RJ, em outubro de 2013. São seis subperíodos utilizando conceitos de Análise Técnica. Esta divisão permite articular os PAs, Valor de Mercado os possíveis efeitos da Agenda de Catalisadores (*de-risking* do portfólio [incluindo reclassificações de recursos e o *ramp-up* da produção], opções de crescimento, captações de recursos [financiamentos e capital de risco]) e de vetores críticos de valor (gestão do caixa, credibilidade dos Executivos e AC, preço do petróleo e custo de capital).

Com base nos Valores de Referência e Valor de Mercado, a terceira seção (2.3), identifica os períodos onde há indícios que a OGXP3 foi sobre e subavaliada. Por fim, a seção (2.4) aborda o tema Sentimento de Mercado e suas possíveis repercussões para a evolução da percepção de valor da OGX. Sentimento de Mercado é um tema tão importante quanto complexo e o presente estudo o aborda de maneira superficial.

Por fim, a seção (2.5) descreve sucintamente os principais conceitos de sistemas dinâmicos, que podem contribuir para compreender as dinâmicas de geração e destruição de valor da OGX.

2.1 Quatro Conceitos de Valor Econômico Financeiro da OGX

2.1.1 Valor de Referência

Dentre os *gatekeepers* envolvidos com a OGX, a D&M ocupava papel central na sustentação ou fragilização da Tese de Investimentos. Com décadas de experiência na avaliação de riscos geológicos de prospectos no Brasil e no exterior e uma reputação a zelar, a D&M teria vantagens competitivas para estimar o Valor Ótimo da OGX.

No complexo de *de-risking* do portfólio da OGX, a D&M elaborou três *appraisal reports*, ou relatórios de avaliação (“Relatórios de Avaliação”): março de 2008 (“1º D&M”, utilizado no IPO), setembro de 2009 (“2º D&M”) e abril de 2011 (“3º D&M”). Estes Relatórios de Avaliação foram temas cruciais na evolução da Tese de Investimentos e objeto de intensas discussões entre os Executivos, investidores e Analistas.

Nos Relatórios de Avaliação, a D&M estimou o volume recuperável de O&G do portfólio da OGX e os classificou em categorias com decrescentes graus de incerteza e viabilidade comercial, descrito em detalhes no Anexo. Estes relatórios, além de estimar o volume de O&G recuperável do portfólio de concessões e classifica-los em categorias de prováveis sucesso, quantificava também seu valor presente líquido utilizando parâmetros médios da indústria de O&G (“Valor de Referência”).

Tabela 14 – Evolução dos Valores de Referência

Relatórios	Publicação	VPL médio (US\$ Milhões)	RPL (bboe)	% 1º D&M
1º D&M	junho/08	23.367	4,835	100,00%
2º D&M	novembro/09	33.271	6,884	142,39%
3º D&M	abril/11	52.198	10,800	223,38%

Ao longo dos três Relatórios de Avaliação, além da magnitude dos **recursos**⁵⁵, a composição do portfólio da OGX se alterou. Vale destacar que dada a intensidade da campanha exploratória, os Executivos e AC frequentemente consideravam que o Valor de Referência do último relatório da D&M estaria desatualizado ao desconsiderar novas informações coletadas desde sua publicação.

A categoria mais incerta, **Recursos Prospectivos** (“*untapped resources*”, ou ainda, “recursos potenciais”) são identificados através de testes sísmicos, porém ainda não

⁵⁵ O termo “**recursos**” se refere a todas as quantidades de petróleo na crosta da Terra, descobertas e não descobertas (recuperáveis e não recuperáveis). Inclui todos os tipos de petróleo convencional e não convencional. Areia betuminosa, gás de xisto são exemplos de petróleo não convencional, que pode ser extraído com o uso de tecnologias diferenciadas.

foram submetidas à perfuração. Essa definição implica que não há certeza que alguma parte dos recursos prospectivos seja descoberta e, se a for, não há certeza que sua produção seja viável economicamente. Os **Recursos Contingentes**, por sua vez, são quantidades de petróleo, de acumulações conhecidas, que podem ser potencialmente recuperáveis, entretanto ainda não são consideradas maduras o suficiente para desenvolvimento comercial devido a uma ou mais contingências, em uma determinada data. Recursos Contingentes podem incluir projetos que ainda não têm mercado, ou que requerem uma tecnologia ainda em desenvolvimento, ou ainda que a avaliação ainda não é suficiente para estimar a viabilidade comercial.

Já as **Reservas** são quantidades de petróleo que podem ser comercialmente recuperáveis dentro de certas premissas técnicas e comerciais, em uma determinada data. A proximidade dos prospectos com outras reservas já comprovadas é um diferencial, pois permite o *read-across*. Portanto, como descrito a seguir, em muitos momentos durante a campanha exploratória da OGX, as descobertas de Recursos Prospectivos e confirmações de Reservas de outras empresas de E&P, próximas aos prospectos da Empresa, criaram expectativas sobre o seu Valor Ótimo.

Como descrito adiante, uma das grandes fontes de discussões sobre as estimativas de valor da OGX foi o significado das classificações utilizadas pela Empresa, pela D&M e por outras referências (*peers*) utilizadas pelos Analistas. Por questões regulatórias, no Brasil, Recursos Contingentes podem ser interpretados como estimativas das reservas. O conceito de “reserva” requer a “**Declaração de Comercialidade**”, que por sua vez marca o fim do período de exploração e o início do período contratual da concessão de produção. Por isso, as empresas, geralmente, adiam a Declaração de Comercialidade até o momento que a produção efetivamente começará. Por vezes, quando o período de concessão está por terminar, empresas podem antecipar a Declaração de Comercialidade para não perder a possibilidade de desenvolver da área. Entretanto, após a entrega da Declaração de Comercialidade, a empresa tem prazos para apresentar e implementar o **Plano de Desenvolvimento** (“PD”).

Para os Recursos Contingentes serem classificados como Reservas é preciso ter uma alta confiança na capacidade do reservatório produzir comercialmente, consubstanciada por testes de formação ou pela produção efetiva. Sem novas informações técnicas, não deve haver mudanças na distribuição e categorização dos recursos recuperáveis.

O tempo para iniciar o desenvolvimento de um projeto varia de acordo com seu escopo e com as circunstâncias. Apesar de recomendar *benchmark* de 5 anos, o SPE-PRMS reconhece que o período pode ser mais longo, se o produtor tiver esta opção. Nestes casos, o produtor pode aguardar condições de mercado mais favoráveis ou critérios estratégicos para iniciar o desenvolvimento do projeto. Entretanto, o SPE-PRMS recomenda que, nestes casos, as justificativas para a classificação das reservas sejam claramente documentadas.

Em suma, o fator decisivo para a classificação entre “recursos prospectivos”, “recursos contingentes” e “reservas” é o nível de incerteza, calculado com base em análises qualitativas, mas que podem ser associados com os conceitos probabilísticos de P90,

P50 e P10⁵⁶. As classificações de incerteza utilizam simulações de Monte Carlo considerando funções de distribuição de probabilidades para vários aspectos físicos químicos (porosidade, saturação do óleo, taxas de recuperação, densidade do fluido, etc.) e econômicos (preço do petróleo, custo de extração, etc).

Tabela 15 – Conceitos de Níveis de Incerteza no Sistema de Classificação de Recursos

Recursos Prospectivos	Recursos Contingentes	Reservas
Baixo (P90)	1C (P90)	1P (P90) – Provada
Melhor (P50)	2C (P50)	2P (P50) – Provável
Alto (P10)	3C (P10)	3P (P10) - Possível

Fonte: KOVARSKY & MENDES [2011a].

A SPE recomenda que a incerteza das estimativas dos recursos recuperáveis seja divulgada em intervalos de possíveis resultados. **Caso seja necessário um único resultado, então recomenda-se o uso da “melhor” estimativa (P50)⁵⁷. Entretanto, segundo a SPE, para considerar um recurso prospectivo como reserva, deve haver uma probabilidade de 90% que a reserva é maior ou igual ao seu volume estimado.**

Além de classificar os recursos do portfólio da OGX, a D&M também estimou seu valor presente líquido com base em parâmetros técnicos e na metodologia do *Net Asset Value* (“NAV”) utilizados na indústria internacional de O&G e aceitos por agências regulatórias, como a SEC⁵⁸. Em geral, as estimativas de volumes recuperáveis nestes relatórios podem ser usadas para: (i) fins contábeis e exigências das agências reguladoras dos mercados de capitais; (ii) bancos e outras fontes de financiamento; (iii) transações de M&A.

A SPE-PRMS recomenda ainda que os relatórios de avaliação descrevam suas premissas comerciais de forma clara. A avaliação da viabilidade comercial dos recursos pode ser baseada em preços e custos históricos de desenvolvimento, recuperação e produção da própria empresa nos projetos ou parâmetros de empresas comparáveis, na ausência de histórico.

⁵⁶ P90, por exemplo, significa que há, pelo menos, 90% de probabilidade que a quantidade de óleo efetivamente recuperada seja igual ou maior do que a menor estimativa.

⁵⁷ SPE-PRMS, 2008, p. 14.

⁵⁸ As três diferenças básicas entre o NAV e o FDC são:

- (a) no NAV, o volume de reservas existentes não aumenta, portanto não há investimentos adicionais no futuro para desenvolver o portfólio atual.
- (b) Enquanto o FDC considera os fluxos de caixa da empresa (ativos e passivos operacionais), no NAV são apenas considerados os fluxos dos ativos, que consideram investimentos, despesas de desenvolvimento e produção, e impostos. Portanto, o valor presente das despesas gerais e administrativas é subtraído posteriormente do VPL dos fluxos dos ativos.
- (c) Enquanto o FDC assume que a empresa tem vida útil indeterminada, no NAV a vida útil é limitada à exaustão das reservas. Não se assume novos investimentos para adquirir outras reservas. Após as reservas atingirem um ápice, assume-se uma TACC negativa para a produção.

Quando a empresa em avaliação possui histórico operacional, como era o caso da OGX, a SPE recomenda que as projeções devam ter como base variações em relação às médias históricas dos últimos 12 meses de preços e custos. São considerados também os tributos, pagamentos de royalties e outras deduções. A vida útil da reserva pode ser projetada de acordo com o prazo contratual de propriedade, ou “qualquer outra estimativa razoável”⁵⁹. A taxa de desconto utilizada deve refletir o WACC ou a TMA do projeto. As projeções devem ser em moeda constante e cenários econômicos alternativos devem ser considerados.

As avaliações da D&M, como outras consultorias especializadas em avaliar e classificar volumes recuperáveis de O&G, tinham suas limitações. Primeiro, a D&M conduz seus trabalhos com base nas informações disponibilizadas pelos seus próprios clientes. Entretanto, nos Estados Unidos, por exemplo, o *Pension Protection Act* de 2006 define multas para os avaliadores que aceitarem informações de seus clientes sem uma adequada auditoria (*due diligence*). Portanto, os usuários dos Relatórios de Avaliação podiam supor que as informações geológicas, químicas e geofísicas disponibilizadas pela OGX e avaliadas pela D&M eram de qualidade.

A segunda limitação dos Relatórios de Avaliação é que, dada a diversidade de técnicas exploratórias, o volume classificado em uma determinada categoria, por exemplo, “reservas 2P”, para uma empresa de O&G pode não ser diretamente comparável à mesma classificação de outras empresas. Esta limitação fragiliza a análise por múltiplos de mercado.

Uma terceira limitação dos Relatórios de Avaliação são as premissas para as projeções de preços do petróleo e o custo de oportunidade do capital. É prática nos Relatórios de Avaliação utilizar a taxa real de 10% (conhecido como “*SEC 10*”)⁶⁰ como premissa para o custo de oportunidade do capital, independente das idiosincrasias de cada empresa e do regime regulatório em que está inserida. A projeção de preços do petróleo é mantida constante ao longo de toda a projeção em um patamar (“*price deck*”), apesar das conhecidas flutuações dos preços no mercado internacional.

Em seus três relatórios, a D&M publicou estimativas do NAV do portfólio da OGX em três cenários probabilísticos P90, P50, P10. Também publicou a média aritmética destes cenários, que por sua vez é muito próxima do P50.

⁵⁹ SPE-PRMS, 2008, p. 14.

⁶⁰ A taxa de desconto de 10% se tornou uma referência da indústria internacional de O&G. A SPE não requer que a avaliação dos recursos inclua o financiamento do projeto (*project finance*). Ou seja, a taxa de 10% equivale ao WACC, porém com 100% de capital acionário.

Tabela 16 – Estimativa do VPL dos Recursos da OGX estimados pela D&M (US\$ milhões)

Relatórios	Média	P10	P90	P50	%
1º D&M (Mar. 2008)	23.367	27.638	19.521	23.142	100,0%
2º D&M (Nov. 2009)	33.271	39.352	27.795	32.951	142,4%
3º D&M (Abr. 2010)	52.198	61.739	43.607	51.696	223,4%

Nota: para estimar o NAV, a D&M usou uma taxa de desconto de 10% em moeda constante.

Segundo a SPE-PRMS [2008, p. 14], geralmente, um projeto de O&G pode ser considerado economicamente viável se tiver um VPL positivo usando “melhores estimativas” (P50) de “volumes recuperáveis”. A SEC recomenda o uso de P90 em Reservas Provadas para definir o termo “certeza razoável” (*reasonable certainty*) (SEC, 2010, p. 27). Portanto, por ambos os critérios da SPE (P50) e SEC (P90), a OGX não teria valor algum, pois não possuía Reservas *stritu senso*.

Entretanto, em junho de 2008, apesar de não possuir Reservas ou Recursos Contingentes, OGX protagonizou o maior IPO do Brasil na época. Aparentemente, no IPO, os investidores consideraram o NAV de Recursos Prospectivos do 1º D&M na sua demanda pela a OGXP3.

A aposta no NAV da D&M foi além do IPO. Geralmente, financiamentos externos exigem que a avaliação utilize somente volumes em reservas provadas. Na época que a OGX emitiu duas Notes (em junho de 2011 e março de 2012) somando US\$ 3,7 bilhões, o 3º D&M (data base de dezembro 2012) estimava que a Empresa teria 3,0 bboe (3C ou P10) em Recursos Contingentes e somente 0,7 bboe em 2C (P50) e 0,1 bboe em 1C (P90). Ou seja, aparentemente, os financiadores, sem garantias, apostavam na capacidade da OGX em transformar recursos contingentes em Reservas Provadas.

Desde o final da década de 1970, a SEC obrigava a divulgação de Reservas Provadas (1P) aos investidores das empresas de O&G listadas nos EUA. Porém, entre 2008/10, possivelmente por causa da “revolução” do gás de xisto, a SEC e o FASB atualizaram as regras permitindo a divulgação, facultativa, de Reservas Prováveis (2P)⁶¹, compatíveis com as classificações da SPE (permaneceu a obrigação de divulgar Reservas Provadas [1P]). Apesar desta atualização, MISUND & OSMUNDSEN [2017] constataram que poucas empresas de O&G dos EUA divulgam suas Reservas Prováveis, o que pode subestimar sistematicamente o potencial de crescimento destas empresas.

No Canadá, as empresas de O&G são obrigadas a divulgar suas Reservas Provadas e Não Provadas e podem divulgar também Recursos Contingentes, o que permite a análise do impacto dos diferentes tipos de reservas no valor de mercado das empresas⁶². Segundo os autores, há poucos estudos que focam na importância das outras classificações de reservas, porém há evidências circunstanciais que demonstram sua importância. Citam, por exemplo, em 2004, quando a Royal Dutch Shell reclassificou 28% de suas reservas

⁶¹ Cf. Financial Accounting Standards Board [1982, 2009, 2010] e Securities and Exchange Commission. [1978, 1979, 1981, 2008].

⁶² Cf. Canadian Securities Administrators [2002a, 2002b].

de O&G de provadas para prováveis, suas ações se depreciaram significativamente. Essa reclassificação também ilustrou a incerteza inerente ao conceito de reservas provadas.

No Brasil, na época do IPO da OGX, o artigo 15 da Instrução CVM n. 400 (29/12/2003)⁶³ previa que a aprovação de uma oferta de ações no mercado aberto não requereria “qualquer garantia quanto ao conteúdo da informação, à situação econômica ou financeira do ofertante ou da emissora ou à sua administração, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários ofertados”. O artigo 32 requeria “Estudo de Viabilidade” caso a “emissora exerça a sua atividade há menos de dois anos” (inciso II) ou “a fixação do preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura” (inciso III), e foi o que a OGX fez ao incluir o 1º D&M (base março 2008) no Prospecto do seu IPO. Os artigos 38 e 56 definiam que as informações contidas no Prospecto fossem verdadeiras e que tanto a Emissora, no caso a OGX, quanto a Instituição Líder do IPO, no caso o UBS Pactual, eram responsáveis pela veracidade das mesmas, incluindo o Estudo de Viabilidade.

O Prospecto deveria conter uma seção denominada “Fatores de Risco” que deve expor os riscos relacionados à emissão, o setor da economia em que a empresa atua, acionistas e aspectos macroeconômicos. De fato, no PROSPECTO DA OGX [2008] lê-se:

O investimento nas nossas Ações envolve um alto grau de risco. O investidor pode perder parte do seu investimento ou o seu investimento integral devido a qualquer um dos riscos descritos neste Prospecto, incluindo, entre outros fatores, a nossa falta de histórico operacional e as incertezas que cercam o nosso desempenho futuro, as incertezas substanciais sobre a nossa capacidade de ter os recursos necessários às nossas operações, a nossa incapacidade de obter as licenças necessárias ou celebrar parcerias estratégicas, caso deixemos de atingir os resultados e as previsões descritas neste Prospecto, a nossa incapacidade de desenvolver os Recursos Potenciais ou de atingir as probabilidades esperadas de sucesso, especialmente caso a nossa prospecção futura não resulte em descobertas e, mesmo que nós consigamos realizar descobertas com sucesso, não há certeza de que as mesmas sejam comercialmente viáveis, e caso deixemos de gerar ou obter capital de giro adicional suficiente no futuro [p. 25, grifo nosso].

(...) O Estudo de Viabilidade anexo ao presente Prospecto não compreende todas as informações que possam ser importantes para uma decisão de investimento. Em vista de tais incertezas, os investidores não devem se basear nestas projeções para tomar a sua decisão de investimento, devendo analisar cuidadosamente as informações incluídas neste Prospecto, inclusive as nossas demonstrações financeiras notas explicativas relacionadas [p. 63, grifo nosso].

As estimativas de Recursos Potenciais apresentadas neste Prospecto foram elaboradas em conformidade com o Sistema de Administração de Recursos Petrolíferos (Petroleum Resources Management System -

⁶³ A instrução CVM 400 posteriormente foi alterada pela Instrução CVM 482, 5/04/2010.

PRMS) aprovado em março de 2007 pela Sociedade de Engenheiros do Petróleo, pelo Conselho Mundial de Petróleo e pela Associação Americana de Geólogos do Petróleo. Tendo em vista a incerteza da possibilidade de comercialização e a falta de sondagem suficiente, as estimativas de Recursos Potenciais não podem ser classificadas como e nem são fornecidas para comparação de possíveis recursos ou reservas [p. 64, grifo nosso].

O Estudo de Viabilidade anexo a este Prospecto foi preparado com base na legislação brasileira e não segue as regulamentações de quaisquer outras bolsas de valores [p. 67, grifo nosso].

Nem a KPMG nem qualquer outro auditor independente, nem os Coordenadores da Oferta ou os Agentes de Colocação Internacional, compilaram, examinaram ou executaram quaisquer procedimentos com respeito às informações financeiras projetadas usadas para preparar o Estudo de Viabilidade, nem expressaram sua opinião ou qualquer outra forma da declaração sobre tais informações ou a possibilidade de realizarem, e não assumem nenhuma responsabilidade por, e negam qualquer associação, com estas informações financeiras projetadas [p. 67, grifo nosso].

Ou seja, o PROSPECTO deixou claro a incerteza em relação ao conceito de Recurso Prospectivo e a isenção da responsabilidade da KPMG e coordenadores do IPO sobre a veracidade e exatidão do Estudo de Viabilidade.

Dada a reputação da D&M e a assimetria de informação sobre o risco geológico, os Valores de Referência eram parâmetros importantes para a Tese de Investimento. Eram parâmetros que investidores e financiadores consideravam para deduzir se o Valor de Mercado poderia estar sub ou sobrevalorizado.

2.1.2 Valor Ótimo

Na essência, governança corporativa é constituída por sistema de incentivos punitivos e motivacionais. Sistemas de incentivos são constituídos por contratos explícitos e/ou implícitos. A base de muitos sistemas de incentivos, tanto da demanda quanto da oferta de informações, é o valor do ativo subjacente. No caso das empresas de capital aberto, *proxy* do valor do ativo subjacente é observável nos preços de suas ações em bolsa. Entretanto, estes preços podem ou não refletir o real valor do ativo subjacente.

No caso do AC, Executivos e membros do COAD com SOP, e investidores minoritários, o Valor de Mercado era observável diariamente, sem custo, através das cotações da OGXP3, transacionada tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos (ADRs). Quanto aos financiadores, que adquiriram os *Notes* com vencimentos em 2018 e 2022, os preços de curto prazo eram observáveis diariamente, através das cotações da OGXPBZ18 e OGXPBZ22, respectivamente.

Entretanto, por fatores exógenos e endógenos, os valores correntes da OGXP3, OGXPBZ18 e OGXPBZ22 nos mercados abertos podem destoar do valor de longo prazo destes títulos. Ou seja, o Valor de Mercado pode ter sido diferente do “valor ótimo” da OGX. Valor ótimo aqui definido “*como o valor da empresa com uma hipotética equipe de administração ótima*” (“Valor Ótimo”)⁶⁴. Por definição, o Valor Ótimo não era observável, mas era objeto de estimativas por boa parte dos *Stakeholders*. O Valor Ótimo menos o valor de mercado das dívidas onerosas da OGX, que até a RJ se restringiam à OGXPBZ18 e OGXPBZ22, resultava no Valor Ótimo do *Equity* (“VOE”).

A princípio, a “*hipotética equipe de administração ótima*” do Valor Ótimo era formada pelos Gestores, mas em abril de 2010 surgiu outra possibilidade: a venda de parte da OGX (o chamado “*farm-out*”) para um investidor estratégico, que poderia ser uma *International Oil Company* (“IOC”) ou até mesmo para a PETR. A expectativa de uma possível diferença positiva entre o VOE e o Valor de Mercado geraria um prêmio (“Prêmio de Controle”). Tal investidor estratégico poderia superar os Executivos na capacidade de incrementar o VOE ao agregar *expertises* na gestão financeira e operacional, explorar sinergias, capturar ganhos de escala e aumentar o poder de barganha com fornecedores.

A possibilidade de um Prêmio de Controle positivo incentivaria investidores minoritários a comprar a OGXP3, uma vez que o *tag along* previsto no Novo Mercado permitiria a captura deste valor pelos minoritários. Em abril de 2010, quando se tornou pública a negociação do *farm-out* de 20% das ações da OGX para IOCs, o volume de negociações triplicou de R\$ 244 milhões para R\$ 734 milhões por dia⁶⁵. Além da possibilidade de um prêmio de controle, havia também a especulação de distribuição de dividendos.

Tanto na Primeira e Segunda Conjectura, o Valor Ótimo *ex-ante* seria nulo, uma vez que não haveria valor no portfólio da Empresa, mesmo sob uma nova gestão potencialmente

⁶⁴ DAMODARAN, 2012, p. 316.

⁶⁵ GASPAR, 2014, p. 246-249.

mais eficiente que os Gestores. A diferença é que na Primeira Conjectura, os Gestores, *ex-ante*, percebiam o Valor Ótimo como nulo.

Na Segunda Conjectura, a percepção de que o Valor Ótimo poderia ser nulo seria construída ao longo da campanha exploratória. Até chegar a esta conclusão, os Gestores podem ter genuinamente investido em novas opções de crescimento acreditando não só que a Tese de Investimentos era factível, mas com a percepção de que o VOE poderia ser muito superior ao Valor de Mercado.

Na Terceira Conjectura, os Gestores poderiam perceber, ao longo da campanha exploratória, o VOE como inferior ao Valor de Mercado, mas pelos incentivos a que estavam expostos, insistiam em manter e até ampliar a Tese de Investimentos na esperança que novos fatos, como por exemplo novas descobertas e/ou *farm-outs*, viessem a melhorar e atualizar sua percepção quanto ao Valor Ótimo. O *fear factor* pode ter levado o AC e os Executivos a insistirem e intensificarem a campanha que, se bem-sucedida, não apenas recuperaria sua credibilidade, mas também o lastro do AC para garantir os financiamentos das Partes Relacionadas.

Por fim, é importante também distinguir as duas formas em que o Valor de Mercado é utilizado no presente estudo. O Valor de Mercado, que inclui o valor das disponibilidades e exclui o valor da dívida, é comparado diretamente aos PAs, discutido na próxima seção. Mas, quando a comparação for entre o Valor de Mercado e o Valor de Referência, é preciso utilizar o conceito de Valor da Empresa (“EV”), que por sua vez inclui o valor contábil da dívida líquida.

Como o valor das disponibilidades era publicado trimestralmente, para estimar seus valores diários, foi deduzida uma relação linear decrescente entre os saldos no início e fim de cada trimestre. O valor contábil dos financiamentos da OGX intra-trimestre não precisaram ser estimados, uma vez que suas amortizações estavam programadas para pagamentos integrais quando do vencimento dos títulos (*bullet* em 2018 e 2022).

2.1.3 Preços Alvos

Um subgrupo particular dos analistas que apoiavam ou não decisões de investimentos e financiamentos para a OGX era formado pelos Analistas. Os Analistas buscavam estimar o Valor Ótimo em vários cenários descritos em relatórios técnicos privados (“Relatórios”). A média dos cenários resultava no PA. Comparando o PA com o Valor de Mercado, os Analistas faziam a seus clientes recomendações de investimento ou desinvestimento.

Em teoria, os Analistas são considerados *gatekeepers*. Em suas análises e recomendações, a CMV exige que os Analistas atuem com diligência, objetividade, boa fé e independência, ou seja, sem conflitos de interesse em relação às instituições a quem estão vinculados^{66, 67, 68}.

A literatura empírica internacional produziu evidências que investidores institucionais e investidores individuais (*retail investors*) usam Relatórios no processo decisório de investir em ações (MADAN et al. [2003] apud GROYSBERG et al [2011]). Empresas de capital aberto utilizam os Relatórios para vender seus títulos mobiliários (por exemplo,

⁶⁶ Artigos 4º e 9º da Instrução CVM 388 de 30/4/2003:

“Art. 4º O analista deve agir com observância dos princípios de probidade e boa fé, empregando todo cuidado e diligência que despenderia na análise de títulos e valores mobiliários para seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão”.

“Art. 9º É vedado às instituições integrantes do sistema de distribuição a que os analistas de valores mobiliários porventura estejam vinculados, bem como às companhias objeto de sua análise, exercer qualquer influência na elaboração de recomendações sobre a aplicação de recursos para investimento, de modo a reduzir ou retirar-lhe sua independência na emissão de recomendações sobre aplicação de recursos para investimento.”

⁶⁷ Instrução CVM 483 de 6/7/2010, artigo 18, parágrafo 1, descreve exemplos de conflitos de interesses criados por relações entre o analista (incluindo não apenas a pessoa física do analista, mas também a pessoa jurídica autorizada pela CVM como consultor de valores mobiliários) e o emissor do título:

- I – Tenham participações societárias relevantes no emissor objeto do relatório de análise (...);
- II – Tenham interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto do relatório de análise;
- III – Estejam envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto do relatório de análise; e
- IV – Recebam remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

⁶⁸ O artigo 2º do código de ética da APIMEC [2011] exige que o Analista siga os seguintes princípios:

- I. *Honestidade, Integridade e Equidade* - O Analista deve observar os mais elevados padrões de honestidade, integridade e equidade de forma a manter a confiança do investidor em sua profissão;
- II. *Prudência e diligência* - O Analista deve conduzir suas atividades com cuidado, diligência e prudência compatíveis com as expectativas do investidor e de seu empregador, dando a ambos o conforto em relação à qualidade do trabalho;
- III. *Independência e objetividade* - As análises devem sempre refletir o melhor juízo do autor, nunca sendo influenciadas por pressões ou benefícios a que este possa estar sujeito.
- IV. *Competência profissional* - O Analista deve sempre procurar manter e aperfeiçoar sua competência técnica, seu conhecimento dos instrumentos, instituições e normas que regem o mercado e das informações pertinentes ao exercício de sua profissão.
- V. *Cumprimento das leis e normas* - O Analista deve cumprir todas as normas e leis a que esteja sujeito.

em um IPO, uma oferta subsequente) e aumentar a liquidez de suas ações⁶⁹. Os Analistas dos bancos mais proeminentes têm a capacidade de afetar os preços das ações⁷⁰, seu volume transacionado⁷¹ e transações de finanças corporativas⁷².

Em julho de 2008, Analistas de grandes bancos e corretoras nacionais e internacionais iniciaram uma intensa cobertura do Valor de Mercado, marcada por frequentes revisões nos PAs. A OGX foi a primeira *e-company* de capital aberto no Brasil⁷³, muito diferente da PETR, que é uma empresa de O&G integrada, pois possui o *upstream*, *midstream* (oleodutos, gasodutos e comercialização) e *downstream* (refinarias e petroquímicos). Dadas as singularidades da OGX, nomeadamente uma empresa pré-operacional, 100% exploratória e com um portfólio integralmente composto por Recursos Prospectivos, e sua história entre 2007 e 2013, os Analistas buscaram informações sobre o *de-risking* e apoio técnico para interpretá-las no *guidance*.

Os Analistas construíram suas projeções com base em informações públicas padronizadas sobre a Empresa, incluindo os Relatórios de Avaliação da D&M, teleconferências e reuniões presenciais com Executivos. Por vezes, utilizavam informações privadas oriundas da contratação de geólogos especializados. Os Analistas também consideravam informações públicas sobre a performance dos concorrentes nacionais (QGEP, HRT e PETR), empresas similares internacionais, bem como transações de M&A envolvendo empresas de O&G no Brasil, frequentes entre 2009/13.

Os Analistas geralmente utilizam metodologias consagradas para estimar o Valor Ótimo, como o FDC e o NAV, e a análise relativa, também conhecida como análise de múltiplos. Os múltiplos mais usados eram o EV pelo volume de RPL em 2C barris (“EV/2C”), durante a fase pré-operacional, e pelo EBITDA (“EV/EBITDA”), na fase operacional. Em geral, na indústria de O&G, os Analistas utilizavam EV/boe de Reservas e/ou Recursos Contingentes, que no caso da OGX só se tornaram disponíveis no 3º D&M.

Pela OGX ter sido uma empresa pré-operacional e 100% exploratória (*e-company*) até março 2012, os Analistas enfrentaram cinco particularidades nas estimativas dos PAs. Primeiro, à rigor, como não era possível usar o EV/EBITDA, utilizou-se o EV/2C que possuía poucos *benchmarks* internacionais, uma vez que as *junior oils* listada geralmente já eram operacionais. Os Analistas da MER, por exemplo, ajustavam os múltiplos EV/2C da OGX aplicando um desconto de 45% em múltiplos de empresas “similares” com reservas 3P⁷⁴.

Frequentemente, os Analistas consideraram as implicações de possíveis transações de M&A (múltiplos de *farm-out*) de blocos próximos àqueles da OGX como indicadores de

⁶⁹ Cf. KRIGMAN et al. [2001]

⁷⁰ Por exemplo, STICKEL [1995], WOMACK [1996].

⁷¹ Por exemplo, IRVINE [2000, 2004], JUERGENS AND LINDSEY [2009].

⁷² Por exemplo, KRIGMAN, SHAW, AND WOMACK [2001].

⁷³ A HRT e a QGEP executaram seus IPOs em 25 de outubro de 2010 e fevereiro de 2011, respectivamente. A HRT Participações em Petróleo (hoje, PetroRio S.A.), uma *greenfield* formada por ex-funcionários da PETR, captou R\$ 2,624 B em seu IPO junto a investidores qualificados, com 2,1 bboe em Recursos Prospectivos, nas bacias dos Solimões, AM, e na Namíbia, segundo a D&M. O líder no IPO foi o CS, junto com Citi e GS.

⁷⁴ MCGANN & KOYA, 2008a, p. 6.

de-risking e possibilidades de capitalização. Foi o caso da entrevista que o AC concedeu, em 15/04/2010, divulgando a intenção de vender parte da OGX (*farm-out*) para uma IOC, que por meses foi objeto de intensa expectativa por partes dos Analistas.

Segundo, a eficácia da metodologia do FDC ou NAV era discutível para um portfólio com tantas incertezas e longos prazos de maturação.

As reservas não desenvolvidas (isto é, reservas não desenvolvidas e não comprovadas) podem ser difíceis de avaliar usando a abordagem de FDC, particularmente em áreas onde pouco desenvolvimento ocorreu e onde não se sabe muito sobre reservas e potencial de produção. Como a área não desenvolvida ainda precisa ser ‘de-risked’, a falta de informações necessárias para identificar os parâmetros do FDC pode tornar a análise altamente especulativa [KOC, ROSS & SZCZPANSKI, 2015, p. 27, grifo nosso].

Terceiro, dadas as duas primeiras particularidades, a reputação e o *guidance* dos Executivos, incluindo os Valores de Referência, foram muito importantes na construção da percepção de valor dos Analistas. A interpretação dos anúncios de várias descobertas e seus efeitos sobre o portfólio, novas aquisições e *farm-ins* (por exemplo, BM-S-9, blocos na Colômbia, na 9ª e 11ª Rodadas), e a ocorrência de poços secos foram exemplos da dificuldade dos Analistas em distinguir entre componentes transitórios e permanentes de efeitos inesperados nos lucros futuros.

Além disso, uma quarta particularidade era a atenção do mercado, da mídia nacional e internacional dedicada à OGX, ao AC e seus outros empreendimentos. A evolução do número de Analistas da Thompson Reuters (“Amostra TR”) cobrindo a OGX mais que triplicou em dois anos, especialmente a partir do *rally* de novembro de 2008 a outubro de 2010.

Gráfico 3 – Evolução do Número de Analistas da Amostra TR

Fonte: Thompson Reuters.

A literatura internacional coletou evidências de que CEOs com elevada autoconfiança, que tendem a superestimar sua habilidade de gerar valor, afetam indiretamente os participantes do mercado, em especial os Analistas. Os gestores das empresas alvo de análise são importante fonte de informação para os Analistas. A elevada autoconfiança dos gestores pode se manifestar de duas maneiras: excessivo otimismo sobre a futura performance da empresa (sobre-estimativa [*overestimation*]) e excessiva certeza sobre o grau de precisão de suas informações privadas (sobre-precisão [*overprecision*])⁷⁵.

O otimismo e a elevada autoconfiança do AC acompanharam a evolução de seus empreendimentos e sua exposição na mídia⁷⁶. O otimismo dos Executivos, especialmente até junho de 2012, também merece destaque. Quantos Analistas ousariam contradizer o otimismo do AC e dos Executivos?

Uma quinta particularidade foi o potencial conflito de interesses entre os Analistas e outros executivos dos bancos de investimentos e bancos múltiplos em que trabalhavam. O AC e o Grupo X conduziam muitas transações no mercado de capitais com vários bancos. Não deve ter sido fácil para Analistas pessimistas sustentarem suas recomendações e PAs quando o consenso era mais otimista, como ocorreu, por exemplo, durante longos períodos de valorização da OGXP3.

A literatura internacional coletou evidências de que os Analistas tendem a ser otimistas⁷⁷, por questões relacionadas a incentivos (por exemplo, conflitos de interesse em *underwriting*)⁷⁸ e comportamentais⁷⁹. As projeções de Analistas de bancos de investimentos que atuaram como *underwriters* no IPO (*affiliated analysts*) tendem a ser mais otimistas⁸⁰. Analistas geram maiores comissões de corretagem, emitindo recomendações otimistas e projeções de lucro mais otimistas, sugerindo que os Analistas têm mais incentivo para viesar recomendações⁸¹.

Seguir o consenso seria uma estratégia de autopreservação de parte dos Analistas⁸². Quanto maior a incerteza sobre o futuro da empresa sob análise, maior a probabilidade de *herding* entre os Analistas. Portanto, quanto maior a incerteza, menor poderia ser a dispersão entre as projeções e recomendações dos Analistas. Ou ainda, se altas dispersões indicam que não houve *herding* e os Analistas (e investidores) discordam sobre o futuro da empresa, o que também poderia estar positivamente relacionado com

⁷⁵ Cf. DANIEL et al. [1998] e MOORE et al. [1999].

⁷⁶ O otimismo e a elevada autoconfiança do AC pode ser evidenciado pelo fato de não ter vendido suas ações na OGX até fevereiro de 2013. Já o mesmo não pode ser dito com relação ao Diretor de Exploração, Diretor de Relações com Investidores e Diretor Jurídico, como foi evidenciado em processo movido pela CVM por uso de informações privilegiada.

⁷⁷ BUTLER & LANG [1991].

⁷⁸ Cf. DUGAR & NATHAN [1995]; LIN & MCNICHOLS [1998]; MICHAELY & WOMACK [1999].

⁷⁹ Cf. FRIESEN & WELLER [2006].

⁸⁰ Cf. DUGAR & NATHAN [1995]; MICHAELY & WOMACK [1999]; HONG & KUBIK [2003].

⁸¹ Cf. IRVINE [2004].

⁸² Cf. TRUEMAN [1994], GRAHAM [1999], WELCH [2000].

o volume transacionado (quanto mais os investidores discordam, maiores são as oportunidades de transação)⁸³.

Por outro lado, Analistas com elevada reputação (*"all-star analysts"*) reduzem suas recomendações antes e com maior ênfase do que os outros⁸⁴. Estes Analistas ganham significativamente mais do que os outros não estrelados⁸⁵. Revisões dos Analistas mais pontuais (*timeliness leaders*) geram reações do mercado mais significativas⁸⁶. As reações do mercado são maiores também às revisões que divergem do consenso e/ou de Analistas que são mais audazes (*bold analysts*) do que seus pares⁸⁷.

Há evidências que os Analistas também consideram fatores não econômicos em suas recomendações e PA, incluindo o "sentimento" (*investors sentiment* ou *market sentiment*) dos investidores ou do mercado, que podem ser positivos (*bullish*) ou negativos (*bearish*) ("Sentimento do Mercado") que é discutido com maiores detalhes na seção 2.4. Alguns autores⁸⁸ encontraram evidências da relação entre Sentimento do Mercado em alta e recomendações mais favoráveis dos Analistas. Os efeitos dos sentimentos dos investidores na eficácia dos Analistas em traduzir suas projeções em recomendações é conhecido como "*translational effectiveness*"⁸⁹ ou efetividade transacional.

Em suma, possivelmente por uma combinação de fatores, como a influência do otimismo dos Executivos e AC, *herding*, conflitos de interesse organizacionais e a efetividade transacional com a elevada incerteza da viabilidade do portfólio da OGX, a mediana dos PA dos Analistas da Amostra TR ficou acima do preço de mercado da

⁸³ Há evidências também que o volume transacionado pode aumentar, mesmo sem alterações nas dispersões, particularmente antes da divulgação de resultados. Esse fenômeno é conhecido por "*belief jumbling*", quando os Analistas trocam informações e percepções que podem acarretar em futuras revisões em suas projeções e recomendações. Exemplo: BARRON [1995].

⁸⁴ CLARKE et al. [2006].

⁸⁵ GROYSBERG, HEALY, MABER [2011] resumem que devido à falta de informações sobre a compensação financeira dos Analistas, as pesquisas até então se baseavam mais em conjecturas plausíveis do que evidências sistemáticas. Em abordagem diferenciada, os autores consideraram informações sobre a compensação financeira de 609 Analistas-ano (uma média de 33,8 Analistas por ano) de proeminentes bancos de investimentos entre 1988 a 2005, os *All-Star Analysts* da renomada revista de *buy-side*, a *Institutional Investor* ("II"), e/ou pelo Wall Street Journal (WSJ). Os *All-Star Analysts* da II ganhavam 61% a mais do que a média dos outros Analistas. Os autores não encontraram relação entre a precisão das projeções de longo prazo com a compensação dos Analistas, entretanto encontraram evidências de relação entre erros extremos nas projeções e a probabilidade de demissão do Analista. Como era esperado, os autores encontram relação entre a compensação dos Analistas e suas contribuições para transações de bancos de investimentos, especificamente *underwriting*. Pesquisas anteriores indicavam que os *All-Star Analysts* contribuíam para receitas de corretagem e atração de clientes para as atividades de bancos de investimentos. Entretanto, as evidências encontradas por GROYSBERG, HEALY, MABER [2011] indicam que os bancos preferem associar a compensação dos Analistas com os votos dos clientes, que indiretamente podem levar a receitas de corretagem e atração de clientes para o banco de investimentos.

⁸⁶ Cf. COOPER, DAY, & LEWIS [2001].

⁸⁷ GLEASON & LEE [2003]; MOZES [2003]; CLEMENT & TSE [2005].

⁸⁸ Cf. BAGNOLI, CLEMENT, CRAWLEY & WATTS [2009].

⁸⁹ Cf. KE & YU [2009].

OGXP3 por longos períodos, indicando o otimismo destes especialistas em O&G sobre o valor da OGX⁹⁰.

Gráfico 4 – Evolução da Mediana do PA da Amostra TR em relação ao Valor de OGXP3

Em certos períodos, mesmo os Analistas mais pessimistas sustentaram PAs acima do Valor de Mercado.

⁹⁰ DAMODARAN [2007, p. 1-2] pondera que raramente uma avaliação parte do zero. Ou seja, frequentemente, as opiniões sobre o valor de uma empresa começam a ser formadas antes mesmo da construção do modelo de avaliação. As fontes de viés podem incluir: a escolha da empresa a ser avaliada (que nos casos da OGX e do AC eram marcadas pela intensa cobertura da mídia); as fontes de informações utilizadas; fatores institucionais (exemplo: Analistas tendem a emitir mais recomendações de Compra do que de Venda); estrutura de incentivos. Além disso, o próprio resultado da avaliação, que se for muito diferente daqueles de outros Analistas e/ou do preço corrente da ação em bolsa, pode inibir sua divulgação ou suscitar ajustes por parte de Analistas menos experientes.

Gráfico 5 – Evolução dos Preços Alvo entre 28/7/08 a 30/10/13: Amostra TR

Os Analistas, como outras partes envolvidas na possível sobrevalorização da OGXP3, enfrentaram conflitos de interesse. Por um lado, têm incentivos a serem otimistas e assim promover transações de bancos de investimentos e receitas de corretagem. Por outro lado, têm uma reputação a zelar diante de seus clientes e deveres fiduciários perante o órgão regulador (no caso, a CVM).

Como especialistas em O&G e em avaliação de empresas, os Analistas, em tese, têm capacidade de processar informações superior a parte dos investidores. Em setores de alta complexidade, como é o caso de O&G, além de informações públicas padronizadas ou não, os Analistas baseiam parte de seus estudos na orientação (*guidance*) dos Executivos. Portanto, as interações entre Analistas, Executivos e, no caso da OGX, o AC, constituem material rico para a compreensão da formação de expectativas entre os investidores, o Sentimento de Mercado.

Para reconstituir a história da Tese de Investimentos, a construção da Agenda de Catalisadores e os impactos diretos do *guidance* no Valor de Mercado, utilizamos uma amostra com cerca de 393 relatórios de Analistas de nove bancos nacionais e estrangeiros (doravante denominada de “Amostra Própria”): BTG Pactual (“BTG”); Bradesco (“BBD”); Credit Suisse (“CS”); Deutsche Bank (“DB”); Goldman Sachs (“GS”); Itaú BBA (“IBBA”); Merrill Lynch (“MER”); Morgan Stanley (“MS”); Santander (“SAN”).

Tabela 17 – Quantidade de Relatórios de Analistas das Ações da OGX da Amostra Própria

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total	%
BTG	0	0	1	3	3	0	7	1,8%
BBD	5	0	0	0	1	0	6	1,5%
CS	8	28	6	2	0	13	57	14,5%
DB	0	0	8	10	13	22	53	13,5%
GS	0	0	0	0	3	9	12	3,1%
IBBA	4	29	45	21	29	18	146	37,2%
MER	1	0	0	0	0	5	6	1,5%
MS	1	9	9	5	1	15	40	10,2%
SAN	0	0	7	12	28	19	66	16,8%
Total	19	66	76	53	78	101	393	100,0%
%	4,8%	16,8%	19,3%	13,5%	19,8%	25,7%	100,0%	

Os relatórios dos Analistas da Amostra Própria incluem “relatórios de início de cobertura”, “*updates*” e análises setoriais que incluem não apenas a OGX, mas também outras empresas do setor de O&G no Brasil e, por vezes, na América Latina (coletivamente denominados de “Relatórios”). Não podemos afirmar que a Amostra Própria contém séries completas dos relatórios de cada banco. Há também casos, como o do MS, onde, ao longo da cobertura, houve troca de Analistas.

Dos 393 relatórios analisados, 92% pertencem a cinco dos nove bancos: CS, DB, IBBA, MS e SAN. Segundo a B3, as corretoras destes cinco bancos responderam por cerca de 25% do volume transacionado no mercado à vista da BOVESPA entre 2S2008 e os primeiros 10 meses de 2013.

Tabela 18 – Representatividade da Amostra Própria (% Trading total da BOVESPA)

	2S2008	2009	2010	2011	2012	10m2013
DB	1,30%	1,56%	1,49%	1,95%	2,39%	1,34%
CS	8,84%	7,50%	6,88%	9,26%	9,68%	11,57%
IBBA	3,78%	5,66%	5,57%	5,78%	5,19%	5,39%
SAN	2,15%	2,69%	2,30%	2,54%	2,50%	1,95%
MS	7,57%	5,38%	5,57%	7,21%	8,07%	7,45%
Total (% Bovespa)	23,64%	22,79%	21,81%	26,74%	27,83%	27,70%

Obs.: inclui todos os CNPJs. Fonte: B3.

Ao comparar a evolução das medianas dos PAs da Amostra TR e da Amostra Própria do presente estudo, nota-se grande proximidade ao longo do período, com um viés mais conservador nesta última.

Gráfico 6 – Comparação entre as Medianas dos PAs da Amostra TR e da Amostra Própria

Dados os incentivos que a D&M e os Analistas estavam expostos, é possível considerar que dentre os três conceitos de valor descritos, o Valor de Referência era, relativamente, o mais conservador. Os PAs tendiam a ser mais otimistas, quer seja por influência do otimismo do AC, dos Executivos e do Sentimento de Mercado, quer seja por conflitos de interesse com os BIs. E o Valor Ótimo estaria entre estes dois conceitos.

Figura 6 – Possível Relação entre os Valores de Referência, os PAs e o Valor Ótimo

Dada estas ponderações, qual a possível contribuição da análise da evolução dos PAs e das reações dos Analistas ao *guidance*? A análise dos PAs e, principalmente, das justificativas dos Analistas sobre seus níveis pode “dar voz” ao mercado, que se manifesta de maneira lacônica através dos preços da OGXP3. Ao contestar ou ao endossar o *guidance*, a Tese de Investimento, os Analistas oferecem interpretações sobre erros e acertos dos Executivos e AC, com base em informações públicas e privadas. Apesar do viés do avaliador, estas interpretações oferecem subsídios para responder às três Questões de Pesquisa.

A análise dos relatórios dos Analistas da Amostra Própria e da Amostra TR pode ajudar a entender o impacto do *guidance* otimista sobre o ponto de vista do *sell-side* da OGXP3, que pela maior parte do tempo, defendiam que a OGXP3 estava subavaliada. No entanto, a capitalização de mercado da OGX é resultante do encontro entre as expectativas do *sell-side* com as do *buy-side*. Do *buy-side* há poucas informações diretas disponíveis.

A evolução da composição do *floating* da OGXP3 indica que a partir de fevereiro de 2012, a participação de investidores estrangeiros, que antes dominavam, começou a declinar drasticamente e a participação de pessoas físicas nacionais aumentou.

Gráfico 7 – Composição do Floating da OGXP3 por Tipo de Investidor

Fonte: B3.

Nas atas das AGEs, há indícios que muitos investidores sofisticados com visão de longo prazo mantiveram seu interesse na OGX por um bom tempo (até o fim de 2012). Através da análise de alguns indicadores de volatilidade⁹¹, encontramos indícios também de condições propícias aos *noise traders*, cuja atuação pode desestimular investidores racionais de longo prazo (DE LONG et al. [1987]), criando um círculo vicioso e potencialmente depreciativo. Até o momento da conclusão deste estudo, a OGX, a B3 não divulgou dados mais detalhados sobre a evolução das participações societárias dos vários tipos de investidores

⁹¹ Volatilidade “MaxMin” [PARKINSON, 1980] e o Alisamento Exponencial (*Exponentially Weighed Moving Average*, ou “EWMA”).

2.1.4 Valor de Mercado

O Valor de Referência e os PAs enquanto *proxies* para o Valor Ótimo têm virtudes e limitações. Os Valores de Referência foram estimados a partir de informações geológicas, químicas e geofísicas coletadas pela OGX e premissas e conceitos utilizados pela indústria de O&G internacional. Por exemplo, é prática nos Relatórios de Avaliação, utilizar a taxa real de 10% como premissa para o custo de oportunidade do capital, independente das idiosincrasias de cada empresa e do regime regulatório em que está inserida. O patamar de preços do petróleo ("*price deck*") é mantido constante ao longo de toda a projeção, apesar de suas conhecidas flutuações. Apesar desta e de outras limitações, como analisado no capítulo 3, o Valor de Referência foi parâmetro crucial no *guidance* e na Tese de Investimento e, como tal, crítico para a construção da percepção de valor da OGX por parte dos investidores e financiadores.

Os PAs e as premissas e projeções que os justificavam eram baseadas na percepção dos Analistas sobre a credibilidade e eficácia dos Gestores⁹². Como tal, os PAs representavam leituras críticas do Valor de Referência endereçadas aos clientes dos Analistas: os investidores racionais e com elevado potencial de compra. Parte destes investidores, considerando o potencial otimismo dos Analistas, não apenas liam seus Relatórios de Pesquisa, mas também os questionavam.

O que todos os *Stakeholders* observavam de maneira mais tangível, diária e sem custo era o Valor de Mercado. Entretanto, o conceito de Valor de Mercado não é menos controverso do que os outros três conceitos utilizados neste estudo.

Por várias razões, incluindo choques exógenos e realocações de portfólio, o Valor de Mercado poderia não refletir o do Valor Ótimo e/ou o Valor de Referência. Os Analistas tentavam diferenciar os fundamentos da OGX de fatores não idiossincráticos que afetaram seu Valor de Mercado. A tarefa era complexa. Dentre os fatores não idiossincráticos havia também os possíveis efeitos dos *noise traders*⁹³, *herding* e do *momentum trading* de especuladores racionais sobre o valor da OGXP3.

Quando a OGXP3 passou a compor o IBOV em dezembro de 2009 surgiu outro fator não idiossincrático: o *detracking risk*. SHLEIFER [1986] e HARRIS & GUREL [1986]⁹⁴ demonstraram que a inclusão de uma ação no S&P 500, e a consequente demanda por ações de fundos de índices (*detracking risk*), tem um impacto substancial nos preços da ação, embora não haja nenhuma implicação para os fundamentos de seu valor.

Contudo, apesar das controvérsias, não se pode menosprezar o valor informativo do Valor de Mercado de uma ação com a liquidez da OGXP3. O Valor de Mercado representava a média das perspectivas de valor de milhares de investidores sofisticados

⁹² Eficácia dos Gestores entendida aqui como a capacidade dos mesmos em gerenciar riscos e monetizar o portfólio de exploração dado as restrições orçamentarias da Empresa.

⁹³ DE LONG et al. [1987], mostram que, mesmo com crenças errôneas, os *noise traders* podem afetar preços e capturar ganhos mais elevados do que investidores racionais. Estes elevados retornos podem ocorrer pelo aumento do risco gerado pela presença do *noise traders*.

⁹⁴ Cf. também LEE, SHLEIFER & THALER [1991]; SHLEIFER & SUMMERS [1990].

e não sofisticados, especuladores racionais e *noisy traders* sobre o valor da OGX. O Valor de Mercado, portanto, poderia ser interpretado como uma leitura crítica as duas outras *proxies*, o Valor de Referência e os PAs. Adicionalmente, o Valor de Mercado era a base do SOP OGX e do SOP AC, com implicações para a gestão da Empresa.

Em suma, o Valor Ótimo pode ser estimado através de três *proxies* disponíveis: o Valor de Mercado, Valores de Referência e os PAs. Os Valores de Referências foram importantes alicerces da Tese de Investimento, enquanto os PAs podem ser considerados como interpretações dos Analistas sobre o quão factível era a Tese de Investimento e a eficácia dos Gestores na execução da campanha exploratória da OGX, ou seja, o Valor Ótimo.

Para compreender a estrutura de incentivos e investigar suas possíveis repercussões para as Questões de Pesquisa na Terceira Conjectura, o ponto de partida será a análise da evolução das três *proxies* para o Valor Ótimo entre junho de 2008 a outubro de 2013, analisada nos capítulos 3, 4 e 5.

2.2 Evolução do Valor de Mercado

“Eventos passados, presentes e mesmo eventos futuros descontados refletem-se no preço de mercado, mas muitas vezes não mostram relação aparente com as variações de preço... Causas artificiais também intervêm: a Bolsa reage a si mesma, e a flutuação atual é uma função, não apenas das flutuações anteriores, mas também do estado atual. A determinação dessas flutuações depende de um número infinito de fatores; é, portanto, impossível aspirar a previsões matemáticas das mesmas ... [A] dinâmica da Bolsa nunca será uma ciência exata”.

BACHELIER, L., **Theory of Speculation**.

Paris: Gauthier-Villars, 1900. apud BERNSTEIN, 2005, p. 19.

Dada sua importância para as Dinâmicas de Valor e a Tese Central, a frequência e acessibilidade de sua atualização, é importante analisar a evolução do Valor de Mercado entre o IPO e 31/10/2013, quando da RJ. A evolução da OGXP3 indica uma sequência de acentuadas desvalorizações e valorizações que se alternaram, em parte correlacionadas ao *de-risking* do portfólio, preço do petróleo tipo Brent, IBOV, volume transacionado, dentre outras. Embora não seja objeto de análises econométricas que poderiam elucidar as principais variáveis explicativas da evolução da OGXP3, o presente estudo se propõe a identificar elementos e eventos no *guidance* que podem estar relacionados às variações na OGXP3 para investigar sua relevância e implicações.

Gráfico 8 – Evolução da OGXP3 (R\$/ação, ajustados para o split) entre 12/06/2008 e 31/10/2013

Os vetores endógenos incluem a percepção do risco geológico (inicialmente com anúncios de descobertas de hidrocarbonetos, seguidos de estimativas de qualidade e quantidade de óleo no reservatório, e, posteriormente, os TLDs), captura de opções de crescimento (via *farm-in* e leilões de concessões), disponibilidade de equipamentos de E&P, a capacidade de atrair novos recursos financeiros (via emissões de dívida e *farm-out*) e a gestão do caixa da Empresa. Estes vetores endógenos compunham a Tese de Investimento.

Possivelmente, além dos vetores supramencionados, houve também o impacto de movimentos especulativos, realocações de portfólios (como, por exemplo, IPOs de outras *junior oils* e o *follow-on* da PETR) e outros vetores exógenos e não relacionados à OGX, ao setor de O&G nacional e internacional.

Para começar a análise da evolução da OGXP3, com base em conceitos da análise técnica⁹⁵, é possível identificar ao menos cinco períodos ao longo de junho de 2008 a outubro de 2013. São períodos com tendências apreciativas e depreciativas, pontos de inflexão, que refletem o Sentimento de Mercado. Soma-se a estes cinco períodos um anterior, um sexto período: os precedentes ao IPO.

Tabela 19 – Cinco mais Um Períodos da Evolução da OGXP3 (R\$/ação pós split)

Datas de Início e Fim	Períodos	Número Pregões	OGXP3 Início	OGXP3 Fim	Var. %
2006 a 25/06/08	Antecedentes e IPO	9	11,31	13,64	20,6%
25/06/08 a 06/11/08	1ª Correção Depreciativa	102	13,64	2,54	-81,4%
06/11/08 a 04/11/10	Primária Apreciativa (Rally)	480	2,54	23,20	813,1%
04/11/10 a 08/08/11	2ª Correção Depreciativa	179	23,27	9,20	-60,3%
08/08/11 a 23/02/12	Correção Apreciativa	128	9,20	18,21	97,9%
23/02/12 a 31/10/13	Primária Depreciativa	405	18,21	0,13	-99,3%

Fonte: Thompson Reuters para o VMD e preços da OGXP3.

Cabe enfatizar que as escolhas das datas que definem estes subperíodos não tiveram associação com um único evento corporativo. As expectativas, positivas ou negativas, foram construídas gradualmente, podendo incluir certos dias com significativas flutuações no valor da OGXP3 que foram associados a eventos corporativos específicos.

Antecedentes ao IPO a 25/6/08 (2006 a 25/6/08). Como descrito no capítulo 3, uma série de precedentes envolvendo a MMX em particular, o preço do Brent e as perspectivas do pré-sal brasileiro, viabilizaram o maior IPO da OGX. Entretanto, após uma alta de 20,6% em 9 pregões (de R\$ 11,31 em 12/6/08 para R\$ 13,64 em 25/6/08,

⁹⁵ Na definição de EDWARDS & MAGEE [1992, p. 4], análise técnica “refere-se ao estudo da ação própria do mercado em contraposição ao estudo do ativo que o mercado transaciona”.

quando a Empresa chegou a valer 5,5x seu patrimônio líquido⁹⁶), a OGXP3 inaugurou desvalorizações consecutivas que perduraram por quatro meses. Neste período, a OGXP3 se valorizou em 20,6%, enquanto o IBOV se depreciou 2,2% e o Brent (em R\$/barril) perdeu 3,4%.

Primeira Correção Depreciativa (de 25/06/08 a 06/11/08). A OGXP3 começou uma trajetória de queda a partir de 25/6, antes da implosão da “bolha do óleo do verão de 2008” (15/7) e da quebra da Lehman Brothers (15/9). Até 6/11, a OGXP3 havia se desvalorizado em 77,5%, enquanto que o IBOV perdeu 46,0% e o Brent, em R\$/barril, perdeu 42,6%.

Ou seja, em relação ao IBOV e ao Brent, após a euforia do IPO, a OGXP3 experienciou um significativo *undershooting*, que pode, ao menos em parte, ter sido amplificado pelo aumento da aversão ao risco após a crise de setembro de 2008. A aversão ao risco pode ter penalizado desproporcionalmente mais empresas *greenfield*, como a OGX. A trajetória de desvalorização da OGXP3 só se reverteria após 6/11, quando atingiu um vale com R\$ 2,54 equivalente a 22,5% do valor do IPO.

Gráfico 9 – Evolução da OGXP3, IBOV e Brent entre 12/6 e 6/11/2008 (IPO = 100)

Primária Apreciativa (de 06/11/08 a 4/11/10). Em quase dois anos após seu primeiro vale histórico (R\$ 2,54 em 6/11/08), a OGXP3 praticamente se multiplicou por 9x, acumulando uma valorização de 816,1%, quando chegou ao seu pico histórico de R\$

⁹⁶ Em 25/6/08, quando a OGXP3 alcançou seu primeiro pico com R\$ 13,64 por ação, equivalente a uma capitalização de R\$ 44,08 bilhões e um patrimônio líquido de cerca de R\$ 8,00 bilhões.

23,27 (15/10/10). O valor no pico correspondia a 205,7% do valor do IPO. O Valor de Mercado chegou a R\$ 75,2 bilhões, equivalente a 7,9x seu valor patrimonial. Devido a sua longa extensão (480 pregões) e sua significativa valorização, podemos considerar este período como uma “tendência primária” (ou *major*), de acordo com a Teoria de Dow⁹⁷ (“Rally”).

No mesmo período, a OGXP3 se valorizou (816,1%) muito mais do que a IBOV (que se valorizou em 97,6%) e que o Brent (9,8%), o que, a princípio, poderia sugerir um *overshooting*. Como descrito no capítulo 3, neste período, o 2º D&M, publicado em 9/11/2009, indicava que a OGX poderia ter 42,4% mais RPL (em bboe) do que havia previsto no IPO. A Empresa também publicou vários FRs com descobertas de hidrocarbonetos em Campos no mesmo período. Em abril de 2010, o AC divulgou ao mercado que estava negociando uma grande operação de *farm-out* com “várias” IOCs que poderia injetar bilhões de dólares na campanha exploratória, além de prover uma confirmação externa (IOC) que o *portfólio* prospectivo da OGX realmente tinha potencial para se transformar em Reservas. Os investidores estavam confiantes na Empresa e no *guidance*.

Gráfico 10 – Evolução da OGXP3, IBOV e Brent entre 6/11/2008 e 4/11/2010 (Vale = 100)

⁹⁷ De acordo com EDWARDS & MAGEE [1992, p. 16 e 17], uma “tendência primária” (ou *major*) é caracterizada por “extensivos movimentos de alta ou baixa que usualmente duram por um ano ou mais e resultam em apreciações ou depreciações de mais de 20%. Movimentos em direção a uma tendência Primária são interrompidos em intervalos por “Secundárias” – reações ou “correções” em direções opostas que ocorrem quando o movimento da Primária temporariamente exagerou [“*gotten ahead of itself*”] (...) Secundárias normalmente duram de [ao menos três] semanas até muitos meses (...) retrocedendo de um a dois terços do ganho (ou perda) nos preços registrados na Primária anterior”.

Segunda Correção Depreciativa (de 4/11/10 a 08/08/11). Após o Rally, o Valor de Mercado passou por um período correção depreciativa (“*bear*”), ou uma secundária depreciativa, que terminou após 179 pregões, com a OGXP3 valendo R\$ 9,20, ou seja, equivalente a 39,5% do preço no pico do Rally (R\$ 23,27) e 81,3% do seu valor no IPO (R\$ 11,31). A depreciação da OGXP3 de 60,3% superou a queda no IBOV (-33,3%), enquanto o Brent, em R\$/barril, se valorizou em 15,6%.

Gráfico 11 – Evolução da OGXP3, IBOV e Brent entre 4/11/2010 e 8/08/2011 (Pico = 100)

Como descrito no capítulo 3, o início desta secundária depreciativa pode refletir a frustração dos investidores quanto às negociações do *farm-out* em outubro de 2011. Seis meses antes, a publicação do 3º D&M em 18/04/2011, que apesar de estimar um aumento no RPL de 123% em relação ao IPO, já havia frustrado as expectativas dos investidores. A frustração não foi pela quantidade estimada de RPL, mas sim pela sua qualidade. Aparentemente, os investidores esperavam indícios mais contundentes do *de-risking*, o que não foi confirmado pela D&M.

Mesmo a conclusão da primeira captação de *Senior Unsecured Notes*, no montante de US\$ 2,6 bilhões (ou R\$ 4,0 bilhões, balão 7 anos, juros de 8,5%) não foi capaz de reverter a secundária depreciativa. Aparentemente, a frustração quanto ao *farm-out* e a publicação do 3º D&M foram marcos no processo de perda de credibilidade do *guidance*, da Tese de Investimentos e, conseqüentemente, dos Gestores.

Correção Apreciativa (de 08/08/11 a 23/02/12). A terceira correção, desta vez foi apreciativa, durou 128 pregões, menos do que a segunda correção (179 pregões). No período, a OGXP3 teve uma valorização significativa de 97,9% (R\$ 18,21 em 23/2/12), equivalente a 161,0% do preço do IPO, e 197,9% em relação ao vale da Segunda Correção Depreciativa (R\$ 9,20 em 8/8/11). No mesmo período, o IBOV se valorizou 35,2% e o Brent (em R\$) em 27,3%.

Mas o valor máximo neste período não recuperou as perdas da secundária anterior: ficou 21,7% abaixo do preço pico do Rally (R\$ 23,27, em moeda nominal). Entretanto foi uma recuperação significativa em relativamente pouco tempo.

Gráfico 12 – Evolução da OGXP3, IBOV e Brent entre 08/08/2011 e 23/02/2012 (Vale (2011) = 100)

Os catalisadores desta correção podem estar relacionados ao sucesso da captação do 1º. Note, ao desconto menor, em relação ao Brent, do preço de venda da primeira carga para Shell e o *first oil* de TBAZ. Ao fim de janeiro (28), a OGX passou de uma empresa puramente exploratória para a produção, e portanto, geração de receitas. Os Executivos estimavam que o TLD de TBAZ começaria em outubro de 2010, mas após atrasos operacionais, começou de fato o fim de janeiro de 2012.

Meltdown até RJ (de 23/02/12 a 31/10/13). Após o pico de R\$ 18,21 de 23/2/12, a OGXP3 iniciou uma forte tendência de queda irreversível que durou 405 pregões, podendo ser considerada uma primária depreciativa. A OGXP3 perdeu 99,3% de seu valor, sendo que a maior parte desta perda ocorreu em 86 pregões, entre 24/2 e 28/6/12, quando passou de R\$ 18,21 para R\$ 5,05, uma perda de 72,3%. O marco no

guidance foi a teleconferência de 26/6/12 dos Executivos, AC e Analistas. Nesta ocasião, foi comunicado a revisão da ideal Waimea de 20 kbpd (anunciado em setembro de 2011) para 5 kbpd e que a vazão e, conseqüentemente, o ramp-up da produção seria reduzido.

Logo após a fatídica teleconferência, o principal Executivo da OGX, o Dr. Oil, foi afastado da gestão (em 28/6). Em apenas dois pregões, 27 e 28/6, a OGXP3 perdeu 39,7% de seu valor. Em 24/10/2012, nem a outorga de uma put do AC a favor da Empresa, no valor de US\$ 1 bilhão, pode interromper a forte depreciação da OGXP3. Em 14/6/2013, a OGXP3 ficou abaixo de R\$ 1,00 (R\$ 0,97): virou uma “penny stock”.

Gráfico 13 – Evolução da OGXP3, IBOV e Brent entre 23/02/2012 e 31/10/2013 (Pico (2012) = 100)

Quando do pedido de RJ em 31/10/13, a OGXP3 valia R\$ 0,13 por ação, correspondendo a um Valor de Mercado de R\$ 2,2 bilhões, equivalente a 20% do valor patrimonial. Após o pedido de RJ, os Analistas encerraram a cobertura da OGXP3. O Valor de Mercado chegou a um mínimo de R\$ 64 milhões (em fevereiro de 2016).

Por fim, vale destacar o aumento do VMD ao longo destes períodos que quase triplicou durante o Rally e continuou aumentando durante a 2ª. Correção Depreciativa. Mesmo durante os dois últimos períodos, já com a OGXP3 valendo muito menos do que os níveis do Rally, o VMD manteve montantes significativos, indicando o expressivo giro do título.

Tabela 20 – Cinco Períodos da Evolução do VMD da OGXP3

Datas de Início e Fim	Períodos	Número Pregões	Var. % OGXP3	VMD Médio (R\$ M/dia)
De 25/06/08 a 06/11/08	1ª Correção Depreciativa	102	-81,4%	68,2
De 06/11/08 a 04/11/10	Primária Apreciativa (Rally)	480	813,1%	184,4
De 04/11/10 a 08/08/11	2ª Correção Depreciativa	179	-60,3%	307,7
De 08/08/11 a 24/02/12	Correção Apreciativa	128	97,9%	259,2
De 24/02/12 a 31/10/13	Primária Depreciativa	405	-99,3%	219,9

Fonte: Thompson Reuters.

Gráfico 14 – Classificação da Evolução da OGXP3 em Cinco Períodos: 12/6/2008 a 30/10/2013 (R\$/ação pós split)

3

2.3 Sub e Sobrevalorizações da OGXP3

Conforme exposto no capítulo 1, na pesquisa sobre a Terceira Conjuntura, a Tese Central é que há indícios que um dos principais vetores de geração e destruição de valor da OGX foram os efeitos da Estrutura de Governança, em momentos de sub e sobrevalorizações da OGXP3, sobre o *guidance*, construído pelos Executivos, com endosso tácito ou explícito do AC e do COAD. Não surpreende que estes períodos de sub e sobrevalorizações, em parte, coincidem com aqueles de *under* e *overshooting* identificados na seção 2.2: a Primeira Correção Depreciativa (de 25/06/08 a 05/11/08) e o Rally (de 06/11/08 a 4/11/10).

Comparações entre a média dos cenários do Valor de Referência e o Valor de Mercado produzem indícios de períodos sub e sobrevalorizações da OGXP3. Como o Valor de Referência é estimado sem considerar financiamentos, ou seja, sem dívida líquida, a comparação mais precisa seria entre Valor de Referência e o EV deduzido a partir do Valor de Mercado⁹⁸.

No IPO, o EV da OGX era US\$ 17,363 bilhões, correspondia a 88,9% da estimativa P90 (US\$ 19,52 bilhões) e 74,3% da média dos cenários (US\$ 23,67 bilhões) do 1º D&M. Em 25/6, nove pregões após o IPO, o Valor de Mercado chegou a US\$ 23,02 bilhões, equivalente a 98,5% da média do 1º D&M, que era constituído de 100% Recursos Prospectivos. Como a recomendação SEC para avaliação de empresas abertas de O&G se refere ao conceito de Reservas e não de Recursos Prospectivos, é possível que em 25/06/2008 a OGXP3 já estava sobrevalorizada.

Tabela 21 – Estimativas do 1º D&M, EV e outros Indicadores (US\$ Bilhões)

Indicadores	US\$ Bilhões	% Média	%P90	%P50
Estimativa Baixa (P90)	19,521	83,5%	100,0%	84,4%
Melhor Estimativa (P50)	23,142	99,0%	118,5%	100,0%
Estimativa Alta (P10)	27,638	118,3%	141,6%	119,4%
Média D&M	23,367	100,0%	119,7%	101,0%
Capitalização IPO (sem caixa)	17,363	74,3%	88,9%	75,0%
Patrimônio Líquido (sem Caixa)	0,920	3,9%	4,7%	4,0%
BA 9ª. Rodada	0,806	3,5%	4,1%	3,5%

⁹⁸ Para estimar o EV, somamos a capitalização de mercado (MC) com a dívida líquida da OGX (dívida bruta menos disponibilidades). Até junho de 2011, a OGX não possuía dívidas onerosas. Portanto, até este período, a dívida líquida da OGX era negativa, o que implica em valores do EV menores do que o MC. Pela mesma razão, em 2013, nas vésperas do colapso da OGX, os valores do EV eram superiores ao MC. Neste período, o EV era composto principalmente pela dívida. Vale destacar que, por se tratar de uma dedução a partir do preço observado no *float* da OGXP3 no BOVESPA (correspondente a participações minoritárias), o EV não considera prêmio de controle.

Considerando como proxy para o Valor Ótimo as médias das estimativas (próximos ao P50) dos três Relatórios de Avaliação da D&M e comparando-os com o EV, é possível identificar **três períodos de possíveis sobrevalorizações da OGX**:

- 1) Em 25/06/2008 (um pregão);
- 2) De 2/10 a 19/10/2009 (durante 11 pregões consecutivos);
- 3) De 17/08/2010 a 15/04/2011 (durante 140 pregões [85,4%] em um total de 164 pregões).

Gráfico 15 – EV versus VPL do Cenários Médios D&M: Índícios de Sobrevalorização da OGXP3

No pico, em 15/10/2010, o EV da OGX alcançou US\$ 42,047 bilhões (US\$ 6,11/boe) equivalente a 193% do valor no IPO e 26,4% acima do Valor de Referência do 2º D&M (US\$ 33,271 bilhões). O terceiro e mais longo período de sobrevalorização termina em 15/04/2011, às vésperas da publicação do tão esperado 3º D&M. Este dia foi um dos principais marcos na história da OGX e ponto de inflexão na evolução da OGXP3. Como descrito na seção 3.4, a publicação do 3º D&M teve forte impacto na percepção do *de-risking* da OGX e na credibilidade dos Executivos.

Pelo mesmo critério, o período de 317 pregões consecutivos (desde o IPO em 26/06/2008 a 01/10/2009) anterior à primeira sobrevalorização deveria ser classificado

como um período de subvalorização⁹⁹. Entretanto, a demarcação do período de subvalorização é menos óbvia, uma vez que houve dois eventos exógenos importantes no período: a implosão da “Bolha do Óleo do Verão de 2008”, quando em um mês (entre 14/07 e 14/08) o Brent caiu 21,5% (de US\$ 142,43 para US\$ 111,82 por barril); e a quebra da Lehman Brothers em setembro. O aumento da aversão ao risco causado por estes dois eventos pode justificar parte da desvalorização da OGXP3 após 25/6/2008. Porém, no vale de 6/11/2008, o EV da OGX correspondia a US\$ 313 milhões (US\$ 0,06/boe), valor este 61,2% abaixo dos BAs dos blocos na 9ª Rodada (US\$ 806,5 milhões ou US\$ 0,17/boe).

Em suma, assumindo como proxy para o Valor Intrínseco a média dos cenários da D&M, houve três períodos significativos de subavaliação.

- 1) De 26/06/2008 a 1/10/2009 (durante 317 pregões consecutivos);
- 2) De 09/11/2009 a 16/08/2010 (durante 188 pregões consecutivos);
- 3) De 15/04/2011 a 26/06/2012 (durante 298 pregões consecutivos).

Cabe destacar que a duração do segundo período de subavaliação vai até 26/06/2012, quando a OGX divulgou ao mercado dados sobre os fluxos do TBAZ que comprometiam o *ramp-up* da produção. A partir deste momento e dada a ausência de 4º D&M para o portfólio todo, a média dos cenários do 3º D&M como proxy para o Valor Ótimo não seria mais adequada.

Gráfico 16 – EV versus VPL do Cenários Médios D&M: Indícios de Subvalorização da OGXP3

⁹⁹ Se consideramos como critério de comparação o EV com o P90 do 1º D&M (US\$ 19.521 milhões), o período de subvalorização se estenderia por 310 pregões consecutivos, de 01/07/2008 a 25/09/2009.

2.4 Sentimentos do Mercado e Possíveis Implicações

“Ações e bonds, por exemplo, dada suas próprias naturezas, são convites à especulação e até mesmo à corrupção: ninguém os adquire com o sublime propósito de tornar mais eficiente a alocação do capital da nação. As pessoas só os compram na esperança de pegar uma carona para a estrada da fortuna”.

BERNSTEIN, 2005, p. 7.

Desde KEYNES [1936] economistas estudam os efeitos dos sentimentos na reação dos investidores e seus efeitos decorrentes nos preços de ativos. A questão central era como os investidores formam crenças que podem gerar subreação e sobrereação, distorcendo preços e gerando oportunidades de ganhos extraordinários.

A teoria da economia comportamental que estuda os preços de ativos financeiros que demonstraram comportamentos “exuberantes”, aparentemente irracionais, como a Bolha da Internet em 1990, considera duas premissas. A primeira, que certos investidores são sujeitos a sentimentos (“*sentiments*”). Os sentimentos destes investidores podem ser definidos como crenças, otimistas (*high sentiment*) ou pessimistas (*low sentiment*), sobre os fluxos de caixa e riscos futuros que não condizem com os fatos disponíveis (DELONG, SHLEIFER, SUMMERS & WALDMANN [1990]) gerando bolhas e colapsos (*crashes*)¹⁰⁰.

BARBERIS, SHLEIFER, VISHNY [1998] elaboraram um modelo de formação de sentimentos para explicar os fenômenos de subreação (*underreaction*) dos preços das ações à notícias (que pode durar de 1 a 12 meses) e sobrereação (*overreaction*) das ações à um longo fluxo de notícias positivas, que pode durar de 3 a 5 anos, e acarretar na sobrevalorização da empresa. Fenômenos de subreação e sobrereação desafiam a hipótese de eficiência de mercado, pois sugerem que investidores sofisticados podem lucrar nestes momentos sem estarem expostos a riscos adicionais.

A segunda premissa (SHLEIFER & VISHNY [1997]) é que apostar contra o sentimento do investidor é custoso e arriscado¹⁰¹, inclusive porque a evolução dos sentimentos dos investidores pode ser, em parte, difícil de prever (BARBERIS, SHLEIFER, VISHNY [1998]).

¹⁰⁰ Primeiros estudos: SHILLER [1981] sobre excesso de volatilidade; FAMA & FRENCH [1988] e POTERBA & SUMMERS [1988] sobre a reversão à media; CAMPBELL & SHILLER [1988] e FAMA & FRENCH (1989) sobre indicadores de valor.

¹⁰¹ Segundo BAKER & WURGLER [2007], há pesquisas que mostram que a arbitragem tende a ser particularmente arriscada e cara para ações de empresas jovens, pequenas, não lucrativas ou que experimentam um crescimento extremo. Tais ações tendem a ser mais caras para comprar e vender a descoberto (D'AVOLIO [2002]). Tais ações têm um alto grau de variação idiossincrática em seus retornos, o que torna as apostas mais arriscadas (WURGLER & ZHURAVSKAYA [2002]).

Ou seja, dentre outros, os arbitradores correm o risco do “*noise traders*”¹⁰² no curto prazo.

SHLEIFER & SUMMERS [1990] analisam os impactos dos *noise traders* que são caracterizados como investidores que não agem de maneira completamente racional e tomam decisões baseadas em suas crenças ou sentimentos que não podem ser plenamente justificados pelos fundamentos públicos. Os autores encontraram evidências que os *noise traders* têm influência significativa sobre os preços das ações e ganham retornos maiores do que investidores racionais.

Segundo KAPLANSKI & LEVY [2017], “*noise traders*” seriam investidores que decidem comprar e vender ações sem considerar análise fundamentalista, mas sim considerando “pseudo sinais” (*pseud-signals*), como uma “dica” sobre uma suposta informação privilegiada. Geralmente, sobre-reagem às notícias boas e ruins, seguem tendências. Se os efeitos dos *noise traders* forem relevantes, então os preços das ações podem se distanciar de seus fundamentos.

Distinguir entre *noise traders* e investidores sofisticados não é uma tarefa trivial. *Noise traders* tornam as ações de sua escolha mais arriscadas, pois ficam sujeitas aos seus caprichos. Investidores sofisticados e avessos a riscos evitam estas ações, a não ser que sejam recompensados pela exposição ao risco fundamental e ao risco gerado pelos *noise traders*. Se o comportamento dos *noise traders* responde por parte significativa da volatilidade das ações, então é racional para investidores sofisticados monitorarem indicadores de tendências futuras dos *noise traders*, e preferirem adotar estratégias que sigam o tempo do mercado (como *momentum trading*¹⁰³) que não necessariamente se assemelham a estratégias de compra e manutenção (“*buy-and-hold strategies*”). No caso da OGXP3, alguns investidores poderiam acreditar que o Valor Ótimo era baixo ou nulo, mas nem por isso deixaram de comprar a OGXP3 durante suas tendências apreciativas aguardando o melhor momento para vendê-la antes do próximo ponto de inflexão (a chamada estratégia de “dança das cadeiras”).

Como consequência dos *noise traders* e as oportunidades para *tradings* de tendência, investidores racionais ou arbitradores não atuam de forma tão agressiva para forçar os preços dos ativos aos níveis justificados pelos seus fundamentos, como o paradigma da eficiência de mercado sugere. Ou seja, quando os sentimentos dos investidores predominam, há limites nas forças de arbitragem. Durante a Bolha da Internet em 1990, BAKER & WURGLER [2007] relatam que muitos arbitradores tiveram grandes perdas e/ou foram à falência.

Estas duas premissas implicam na existência de dois tipos de investidores: aqueles racionais e imunes aos sentimentos; e os irracionais, propensos a serem influenciados por sentimentos exógenos, os *noise traders* e o “*dumb money*” (FRAZZINI & LAMONT [2008]). Ambos competem no mercado para definir preços e retornos, que pode levar a

¹⁰² Outras referências de *noise traders*: LEE, SHLEIFER & THALER [1991]; SHLEIFER & SUMMERS [1990].

¹⁰³ KAHN [2009, p. 5] ilustra *momentum trading* no contexto de commodities, mas que pode ser replicado para o caso de ações: “(...) essencialmente comprar commodities que tenham tido altos retornos durante períodos recentes e vender (ou vender à descoberto) aqueles com baixos retornos (...)”

distorções de valor quando os irracionais predominam e/ou quando há limites para transações de arbitragem dos racionais.

Como medir os sentimentos dos investidores e seus efeitos? Há um “beta sentimento”? Empiricamente, é difícil comprovar a existência destes sentimentos e seus efeitos, pois estes não são diretamente observáveis. Sentimentos dos investidores compõe um fenômeno complexo cujo mecanismo de propagação é vago e possivelmente associado com outras tendências anômalas de preços¹⁰⁴.

Uma abordagem é microeconômica, que estuda a psicologia dos investidores, como excesso de confiança (“*overconfidence*”), a heurística da representatividade (*representativeness*¹⁰⁵), e conservadorismo (*conservatism*¹⁰⁶), que podem gerar avaliações distorcidas (“*misvaluation*”)¹⁰⁷ e afetar preços das ações, volumes e os sentimentos dos investidores.

No caso da OGX e outras empresas percebidas como de alto crescimento (*high-growth companies*), a heurística da representatividade pode ter levado os investidores a interpretar o histórico de sucesso dos Executivos, do AC e da valorização da OGXP3 como tendências futuras, sem considerar que poucas empresas, em particular em E&P de O&G, conseguem continuar a crescer por muito tempo.

O fenômeno do conservadorismo pode ter levado os investidores da OGX a não considerar a devida dimensão do impacto da falta de notícias (por exemplo, sobre o insucesso no BM-S-29, o baixo volume de recursos contingentes no 2º D&M, o insucesso do *farm-out* de Campos) ou de notícias incompletas (como a crescente falta de detalhes no 2º D&M e 3º D&M) em seus modelos de avaliação da OGX.

O fato da equipe da OGX ter tido alta taxa de sucesso nas descobertas em Campos durante seu trabalho na PETR não seria garantia que o mesmo sucesso iria se repetir na OGX. Talvez por isso, os Executivos valorizaram tanto suas primeiras descobertas na OGX, com 100% de taxa de sucesso, incluindo estimativas prematuras de volumes recuperáveis (em Vesúvio e Pipeline, por exemplo), ao mesmo tempo em que notícias negativas (por exemplo, o insucesso do BM-S-29) foram ocultadas.

BAKER & WUGLER [2007] relatam que ações particularmente e desproporcionalmente sensíveis aos sentimentos de mercado são de empresas cujo valor intrínseco é difícil de

¹⁰⁴ Por exemplo, cf. AISSIA [2016] e LISTON [2016].

¹⁰⁵ “Representatividade” é a tendência dos investidores em interpretar eventos como típicos ou representativos de alguma classe específica e a ignorar as leis da probabilidade no processo. Ou seja, na heurística da representatividade, os investidores identificam tendências em fenômenos aleatórios. O artigo seminal sobre representatividade é de TVERSKY & KAHNEMAN [1974].

¹⁰⁶ “Conservadorismo” é definido como a lenta atualização dos modelos de avaliação dos investidores (no caso de ações) frente a novas evidências (EDWARDS [1968]). Esta lentidão pode ser causada pela crença que os efeitos de um novo fato podem ser temporários, por exemplo. Neste caso, os ajustes nos modelos de avaliação seriam parciais, preservando a crença original sobre o valor da empresa, o que seria uma forma de excesso de confiança do investidor. A evidência de subreação, em particular, é consistente com o conservadorismo.

¹⁰⁷ BARBERIS, SHLEIFER, VISHNY [1998]; DANIEL, HIRSHLEIFER, SUBRAHMANYMAN [1998].

estimar e/ou possui um teor altamente subjetivo. Os autores citam um exemplo que pode se aplicar ao caso da OGX¹⁰⁸:

Por exemplo, no caso de uma empresa de crescimento jovem, atualmente não rentável, mas potencialmente extremamente lucrativa, a combinação de nenhum histórico de lucros e um futuro altamente incerto permite que os investidores defendam avaliações que variam de muito baixas a muito altas, como convém a sentimento. Durante uma bolha, quando a propensão a especular é alta, os banqueiros de investimento podem juntar-se ao coro, defendendo altas avaliações. Por outro lado, o valor de uma empresa com um longo histórico de lucros, ativos tangíveis e dividendos estáveis é muito menos subjetivo e, portanto, seu estoque provavelmente será menos sensível ao sentimento [BAKER & WURGLER, 2007, p. 4].

Esse tipo de ação que é difícil de avaliar, e pela mesma razão é difícil de arbitrar.

Outro paradigma de pesquisa dos Sentimentos de Mercado, conhecida como “de cima para baixo”, reconhece que investidores reais e mercados são demasiadamente complexos para serem mensurados. Neste paradigma, as variações nos sentimentos dos analistas são exógenas, e como tal foca em medidas do sentimento agregado e investiga seus efeitos sobre os preços de ações individuais, com o objetivo de elucidar quais ações são potencialmente mais suscetíveis aos sentimentos.

Há duas principais previsões da abordagem “de cima para baixo”. A primeira é que quando há choques de demanda, oriundos de sentimentos, que variem entre empresas, ao mesmo tempo em que arbitragem é difícil entre as empresas, então o sentimento gera uma demanda maior por ações mais especulativas. Assim, quando o sentimento aumenta, a ação “especulativa” gera retornos mais altos, podendo ficar sobrevalorizadas, como pode ter sido o caso da OGXP3. Mas, quando seu valor intrínseco é revelado, seu retorno cai. Portanto, quando uma ação se torna suscetível a sentimentos otimistas, seus retornos futuros serão menores do que aqueles das ações de empresas mais estáveis (“*bond-like stocks*”), como empresas de infraestrutura.

Ainda segundo BAKER & WURGLER [2007], mensurar os sentimentos dos investidores não é trivial, o que não impede de haver combinações de algumas métricas imperfeitas que podem ser úteis. Nas métricas é difícil distinguir os efeitos de potenciais causas comportamentais de causas macroeconômicas e idiosincrasias setoriais¹⁰⁹.

¹⁰⁸ Outros exemplos de empresas suscetíveis aos sentimentos citados por BAKER & WURGLER [2007] incluem empresas: com baixa capitalização de mercado; jovens, portanto sem histórico operacional; que não geram lucros; altamente voláteis; que não pagam dividendos; com alto potencial de crescimento; ou em crise de liquidez. Por exemplo, as pequenas startups que provocaram a maior parte do entusiasmo e o colapso da bolha da Internet. Este tipo de ação pode ser mais difícil de avaliar e de arbitrar (por exemplo, por elevados custos de transação).

¹⁰⁹ As possíveis métricas incluem: retornos dos primeiros dias pós IPO; volume do IPO; indicadores de humor (*mood proxies*); volume transacionado; volume transacionado por pequenos investidores ou investidores individuais (*retail investors*); *insider trading*; volatilidade implícita de opções; dentre outras. Nos EUA, os sentimentos podem ser medidos através de indicadores como: *CBOE Volatility*

Sentimentos distorcem preços, que podem gerar comportamentos oportunistas por parte dos executivos da empresa em questão. Possuidores de informações privilegiadas, estes executivos podem manipular a contabilidade da empresa. Mas a contabilidade da empresa também pode ser resultante das condições de mercado. Ou seja, não é trivial mensurar sentimentos e seus efeitos.

KAPLANSKI & LEVY [2017] investigaram os efeitos dos Analistas sobre os sentimentos dos investidores em uma amostra com 34 anos (1980-2013) e 3 milhões de dados sobre ações nos EUA. A análise de causalidade revelou que o sentimento afetou “profundamente” vários aspectos das previsões e recomendações dos Analistas. Sentimentos positivos (de alta) precedem revisões das projeções e recomendações dos Analistas, mas não encontraram evidências claras que os Analistas podem ter iniciado os sentimentos, tampouco teriam afetado sua evolução.

KAPLANSKI & LEVY [2017] investigaram se o sentimento afeta os Analistas ou se os Analistas afetam o sentimento. Descobriram que o sentimento afeta os Analistas. Analistas não iniciam o sentimento, tampouco afetam sua forma, entretanto aceleram a propagação do sentimento nos preços das ações, através da sua capacidade de influenciar investidores mais sofisticados.

Ao influenciar investidores racionais, como investidores institucionais, os Analistas contribuíram para a propagação do sentimento para os preços das ações e, provavelmente, aumentaram seu efeito. Entretanto, vários estudos mostraram os efeitos dos conflitos de interesse com bancos de investimentos nas recomendações dos Analistas (MEHRAN & STULZ [2007]; MILLER & SEDOR [2014]; MOLA & GUIDOLIN [2009]), o que pode ter gerado uma falsa casualidade com os sentimentos. Para isolar os efeitos dos conflitos de interesse, em 2002, a SEC impôs nova regulação e instaurou processos contra bancos de investimentos suspeitos de influenciar as recomendações de seus Analistas.

Ao analisar os dados antes e depois da nova regulamentação, KAPLANSKI & LEVY [2017] puderam isolar o efeito do conflito de interesses. Eles encontraram evidências que os Analistas mais experientes estavam cientes do sentimento e conscientemente o incorporam em suas previsões e recomendações, um fenômeno que era mais profundo antes que as novas regulamentações fossem impostas em 2002.

O resultado que os analistas conscientemente incorporam o sentimento em suas previsões e recomendações fornece um exemplo extremo no qual mesmos analistas financeiros profissionais, sem falar

Index (VIX, conhecido como o índice do medo), 52 week High/Low Sentiment Ratio, Bullish Percentage, 50-day moving average and 200-day moving average.

Devido à falta de informações públicas no Brasil, um indicador acessível é o volume transacionado. SCHEINKMAN & XIONG [2003] consideram que o volume transacionado revela diferenças subjacentes de opinião, que por sua vez estão relacionadas a níveis de avaliação quando a venda a descoberto é difícil.

A dispersão entre as projeções de lucros de analistas foi utilizada como proxy para identificar ações especulativas. A volatilidade dos retornos, medida pelo desvio padrão mensal dos retornos relativos ao ano anterior, também foi utilizada para identificar ações especulativas [BAKER & WURLER, 2007, p. 144].

em investidores privados, podem achar que nem sempre é benéfico apostar contra os noise traders, como defendido por DE LONG et al. (1990). Também ilustra a importante função que as regulamentações podem desempenhar no controle e mitigação de tais fenômenos [KAPLANSKI & LEVY, 2017, p. 316].

A presença de *noise traders* poderia justificar o receio de alguns executivos de empresas listadas que o horizonte de curto prazo dos investidores típicos nos EUA poderia prejudicar a economia (DONALDSON [1984]), ao exigir retornos excessivamente altos para os projetos de investimento. Neste sentido, *noise traders* geram custos sociais. Desencorajá-los poderia aumentar o bem-estar social. Se fosse este o caso, por que todas as empresas não fecham seus capitais para evitar o efeito dos *noise traders*? Provavelmente porque os benefícios do capital aberto (acesso a capital, liquidez) excedem o efeito dos *noise traders*.

O presente estudo não pretende investigar com a devida profundidade a atuação de *noise traders* e as influências do *momentum trading* na evolução da OGXP3, mas nem por isso o tema é ignorado. Pelo contrário: o presente estudo analisa graficamente a evolução da OGXP3 com outros indicadores, como o Brent, o IBOV, o índice de O&G e E&P da S&P, a participação de investidores nas AGEs, dentre outros, com o objetivo de capturar indícios de sentimentos otimistas e pessimistas.

2.5 Sistemas Dinâmicos

“Quando uma mesma ação produz efeitos dramaticamente diferentes no curto e no longo prazo, há complexidade dinâmica. Quando uma ação tem um conjunto de consequências locais e um outro conjunto de consequências em outra parte do sistema, há complexidade dinâmica. Quando intervenções óbvias produzem consequências não óbvias, há complexidade dinâmica.”

SENGE, 2006, p. 71

O que, em um primeiro momento, pode ter gerado tanto Valor de Mercado? O que, posteriormente, pode ter destruído tanto Valor de Mercado?

Conforme proposto na seção 1.4, a Tese Central é que há indícios que a geração e destruição de valor da OGX foram causadas por Condutas de Valor, dentro e fora da OGX, originadas pela dinâmica da Heroína Organizacional na Estrutura de Governança. As Condutas de Valor adotadas pelos Executivos, com apoio tácito ou explícito do AC, se materializaram em uma intensa, dispersa campanha exploratória e, como tal, de elevado risco, com implicações de curto e médio prazo para a liquidez da Empresa. A ampla Agenda de Catalisadores que compunha o *guidance* otimista, manifestações públicas destas Condutas de Valor. Na evolução do *guidance*, há indícios que a mediana dos Analistas, por sua vez, atuando, direta ou indiretamente, como interlocutores entre os investidores e os Executivos endossaram, ou não se contrapuseram, ao *guidance* otimista por anos.

O capítulo 3, ao reconstruir a evolução do *guidance* sobre a Agenda de Catalisadores e seus impactos qualitativos e quantitativos sobre os Analistas, fornece indícios da dinâmica Heroína Gerencial que acometeu os Executivos e o AC e suas consequências para a OGX. A evolução do *guidance* também fornece insights sobre os sistemas dinâmicos que envolveram os *Stakeholders*.

Há indícios que a evolução do Valor de Mercado, com períodos de sub e sobrevalorizações, combinada com a Estrutura de Governança produziu sutis relações não lineares e interdependentes de causas e efeitos não óbvios para os *Stakeholders*. As Condutas de Valor foram produzidas por um “sistema” do tipo “limites para o crescimento” descrito por SENGE [2006, p. 92-103] em seu livro seminal, que por sua vez se baseou nos estudos de Jay Forrester, ambos do MIT.

Sistemas são formados por inter-relações que influenciam comportamentos ao longo do tempo. Comportamentos estes que o presente estudo denominou de Condutas de Valor. Não se trata de inter-relações entre pessoas, mas entre variáveis críticas [SENGE,

2006, p. 44]. O sistema “*tem sua própria agenda*”¹¹⁰, “*tem vontade própria*”¹¹¹ que frequentemente passam despercebidas pelos agentes nele inseridos.

Sistemas são formados por variáveis críticas e “processos de feedback” (*feedback processes*). Processos de feedback se referem a quaisquer fluxos de influências recíprocas, onde cada variável é causa e efeito ao mesmo tempo. Nenhuma variável é influenciada em apenas uma direção, por isso estes processos são representados graficamente por círculos. Cada círculo descreve uma história de como a estrutura cria padrões particulares de comportamentos e como estes padrões podem ser influenciados.

Há dois tipos de processos de feedback: processo de reforço (“Processo de Reforço”, ou *reinforcing processes*) e de balanceamento (“Processo de Balanceamento”, ou *balancing processes*). Processos de Reforço são processos de feedback amplificadores, são motores de crescimento. Mas os Processos de Reforço também podem gerar declínios acelerados: o declínio começa lentamente e se amplifica até o sistema entrar em colapso. SENGE [2005] cita como exemplo a evolução de uma crise bancária, que começa com a depreciação de ativos financeiros, seguida das primeiras crises de liquidez em bancos mais vulneráveis até contaminar o setor bancário inteiro. Alguns processos de reforço são círculos viciosos, outros círculos virtuosos.

No caso da OGX, nos períodos de sub e sobrevalorização da OGXP3, houve Processos de Reforço em ação. Um dos Processos de Reforço foi a evolução do Valor de Mercado, em períodos de *under* (como a 1ª Correção Depreciativa de 25/06 a 6/11/2008) e *overshoot* (como o Rally de 6/11/2008 a 4/11/2010), que incluíram momentos de sub e sobrevalorizações. Estes períodos de distorção do Valor de Mercado podem ter gerado a Heroína Organizacional e motivou investidores, incluindo o AC, financiadores e fornecedores a aumentarem sua exposição ao risco OGX e às Partes Relacionadas. Comportamentos de investidores e financiadores motivados por *herding* e/ou *de-tracking risk trading* são exemplos de outros tipos de Condutas de Valor que podem ter contribuído para o *overshoot* do Valor de Mercado.

Remunerações por metas dos *Stakeholders* externos (fornecedores, prestadores de serviços, financiadores, investidores) e internos à Empresa, incluindo o SOP OGX e SOP AC, podem ser entendidos como Processos Reforçadores que, em um primeiro momento, foram implantadas para alinhar os interesses e reduzir custos de agência, mas com a sub e sobrevalorizações da OGXP3, podem ter produzido o efeito oposto: a Heroína Organizacional da OGX e de outros *Stakeholders* externos.

Processos de Reforço podem criar uma espiral de sucesso, mas também podem criar efeitos secundários, manifestados nos Processos de Balanceamento que eventualmente podem retardar, limitar e/ou comprometer o crescimento. Processos de Balanceamento são formados quando há um comportamento orientado a objetivos: a Agenda de Catalisadores, cuja aspecto central era o *de-risking* e crescimento do portfólio, geração de sinergias com Partes Relacionadas e, especialmente, o *ramp-up* da produção. O *ramp-up* era crucial, pois era produzindo e vendendo O&G com margens que a OGX

¹¹⁰ SENGE, 2006, p. 84.

¹¹¹ SENGE, 2006, p. 88.

poderia gerar fluxos de caixa. O cronograma de amortizações dos financiamentos da OSX e outras Partes Relacionadas. O valor das participações societária do AC na OGX dados como garantias a estes financiamentos. Todas estas metas e métricas formavam Processos de Balanceamento que vieram a limitar o crescimento dos Processos Reforçadores até revertê-los.

Em todo sistema ocorrem atrasos (*delays*, SENGÉ, p. 89) que podem não ser bem compreendidos e resultar em um “*overshoot*”, instabilidade e até a quebra do sistema se os atrasos forem muito extensos. No caso OGX, quando a confirmação de parâmetros e metas da Agenda de Catalisadores sofreram atrasos ou simplesmente desapareceram da pauta do *guidance*, a credibilidade começou a ser questionada. O *farm-out*, o 3º D&M e o *ramp-up* do fluxo de TBAZ foram exemplos mais contundentes dos efeitos nefastos dos atrasos.

O capítulo 4 descreve como as variáveis do sistema de crescimento da OGX, seus Processos Reforçadores e Conduas de Valor criaram Valor de Mercado em um primeiro momento (primeira Questão de Pesquisa). O capítulo 5 descreve como Processos de Balanceamento combinados com atrasos e percalços reverteram os Processos Reforçadores a ponto de inviabilizar não apenas a continuidade da OGX, mas também de outras Partes Relacionadas (segunda Questão de Pesquisa).

3. Evolução do *Guidance*, Sentimento de Mercado e Reação dos Analistas

Para analisar a evolução histórica da OGX, é possível combinar duas abordagens que se complementam. A primeira é a evolução do Valor de Mercado, buscando identificar tendências, pontos de inflexão, enfim, Sentimentos de Mercado, e analisa-los não apenas do ponto de vista gráfico, mas articulando-os com eventos qualitativos e quantitativos. Esta articulação requer a segunda abordagem: a evolução do *guidance* e da reação qualitativa e quantitativa (através dos PAs e projeções) dos Analistas.

Para identificar elementos e eventos na Tese de Investimentos e no *guidance* e seus possíveis efeitos sobre a geração de valor da OGX, objeto da Primeira e Segunda Questões de Pesquisa, o presente capítulo se baseou em: Relatórios; a evolução de estatísticas básicas (mediana, máximo e mínimo) dos PAs da Amostra TR; denúncias e defesas dos processos judiciais abertos pelo Ministério Público Federal (“MPF”) pela CVM; artigos do Jornal Valor Econômico (“JVE”), Wall Street Journal, The Economist, Financial Times. Apesar da amplitude de informações, dada a complexidade do Grupo X, do setor de O&G no Brasil e no mundo, o presente capítulo faz uma descrição parcial dos eventos que podem estar envolvidos na Primeira e Segunda Questões de Pesquisa.

3.1 2008: IPO, Início da Cobertura e Primeira Correção Depreciativa

Evolução do Valor de Mercado em 2008: do Céu ao Inferno

A Bolha de Verão de 2008, para os índices S&P Oil & Gas Exploration and Production 600 (“S&P OGEP 600”) e o S&P Oil & Gas Exploration and Production 1500 (“S&P OGEP 1500”), implodiu em 25/06 e atingiu seu mínimo em 20/11, com desvalorizações em relação ao pico, de 50,8% e 69,0% respectivamente. Mas a OGXP3, possivelmente devido ao fato de nem ter iniciado sua campanha exploratória e à desvalorização do R\$, se depreciou mais do que o Brent, S&P OGEP 600 e 1500. Ao fim de 2008, sem nenhum evento corporativo que poderia explicá-la, houve uma recuperação da OGXP3 relativamente maior do que os outros três indicadores.

**Gráfico 17 – Evolução do S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 e Brent em 2008
(12/06/2008 = 100)**

Conforme descrito na seção 2.2, em duas semanas após o IPO, o Valor de Mercado chegou a US\$ 23,02 bilhões (R\$ 36,83 bilhões, em 25/6), equivalente a um múltiplo de EV de US\$ 4,76/boe e 5,5x seu patrimônio líquido. Após a expressiva alta de 20,6%, a OGXP3 começou uma trajetória de queda que se acentuou com implosão da “bolha do óleo do verão de 2008” (15/7) e a quebra da Lehman Brothers (15/9), quando chegou a R\$ 3,95 (26/9/08). A desvalorização prosseguiu até a OGXP3 atingir um vale em 6/11/08 com R\$ 2,54, equivalente a 24,2% do valor do IPO.

Gráfico 18 – Evolução da OGXP3 em 2008 (em R\$ nominais por ação, pós Split)

Ao todo, na 1ª Correção Depreciativa, entre o pico pós-IPO (25/6) e o vale em 6/11/08 (93 pregões), a OGXP3 acumulou perda de 81,4% (de R\$ 13,64 para R\$ 2,54). Descontado o valor das disponibilidades, o Valor de Mercado da OGX se desvalorizou de R\$ 36,83 bilhões para R\$ 0,68 bilhão (US\$ 0,31 bilhão). Foi uma desvalorização mais acentuada que a do Brent (57,3%, de US\$ 131,59 para US\$ 56,14 por barril) e do IBOV, que perdeu 44,7% (de 65.853 para 36.361). Em 15/09, quando a Lehman Brothers quebrou, o IBOV perdeu 7,6% e a OGXP3 se desvalorizou 14,7% em um único pregão (de R\$ 5,39 para R\$ 4,60).

Gráfico 19 – Evolução da OGXP3, Brent e IBOV em 2008 (Base 100 = 12/6/2008 [IPO])

O vale em 6/11, mensurado pelo múltiplo EV/2C, indicava uma depreciação ainda mais dramática, pois correspondia a 1,34% do Valor de Referência do 1º D&M. O EV/2C equivalia a US\$ 0,06/boe, valor este abaixo do valor pago nos BAs dos blocos na 9ª Rodada (US\$ 0,81/boe). Ou seja, em 6/11, o portfólio da OGX chegou a valer menos do que o valor de liquidação dos blocos.

Gráfico 20 – Evolução do EV/2C da OGX em 2008 (em US\$/boe)

Em 6/11, o Brent estava cotado a US\$ 56,14 por barril, uma queda de 60,6% em relação ao pico da Bolha de Julho. O Brent continuaria caindo até atingir a mínima no ano, de US\$ 33,73 em 26/12 (queda de 76,3% em relação ao pico da Bolha). Ao longo de 2008, a OGXP3 apresentou uma evolução na forma de “u”. Ainda em 2008, a OGXP3 iniciou uma trajetória de recuperação que posteriormente mostraria ser um Rally que se estenderia até outubro de 2010.

Início da Cobertura dos Analistas

O Brasil oferece um grande potencial no upstream. Se assumirmos que isso seja verdadeiro e considerando a estabilidade econômica e o marco regulatório atraente, então investir em projetos no upstream no Brasil parece ser uma boa ideia. Junte a isso altos preços de petróleo e uma boa ideia se transforma em uma ótima ideia. Então, qual é o melhor caminho para fazer seu dinheiro render nesta indústria promissora? Nós pensamos que investidores devem considerar OGX – o empreendimento em Óleo & Gás de Eike Batista [KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 18].

Nós não conhecemos nenhuma outra companhia no setor de O&G que tentou fazer algo similar com que a OGX pretende fazer. Como resultado, embora o plano da Empresa esteja entre o mais ousado e o mais interessante acontecimento no Brasil desde a abertura do setor de O&G em 1997-8, na nossa visão, ele envolve muitos desafios e riscos significativos [MCGANN & KOYA, 2008a, p. 3].

Analistas de grandes bancos nacionais e internacionais iniciaram a cobertura da Empresa em 28/7, quando a OGXP3 valia R\$ 6,95, uma desvalorização de 38,5% em relação ao IPO (R\$ 11,31). Entretanto, o início da cobertura foi entusiasmada por alguns Analistas que endossaram a Tese de Investimento apresentada no IPO: experiência dos executivos em E&P (“*dream team*”¹¹²), que indicava que a probabilidade de sucesso de 27% estimada pela D&M seria conservadora; gestão ágil e focada em resultados (diferente da PETR); portfólio “*premium*” de blocos exploratórios; potencial para transações de M&A envolvendo novos entrantes estrangeiros interessados no vasto potencial brasileiro¹¹³.

¹¹² KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 3.

¹¹³ Alguns exemplos destes Analistas são: LEITE, CANHEU & CUSTODIO [2008a], KOVARSKY & MENDES [2008a].

Tabela 22 – PAs no Início de Cobertura (28/7/2008, ajustados para o *split*) e Respetivo Múltiplo de Valor por boe de RPL de óleo (excluindo GN)

Análise	Analistas	PA R\$/ação	% Cotação	EV/ boe (US\$)
OGXP3 (12/6/08)		11,31	163,7%	4,5
OGXP3 (28/7/08)		6,91	100,0%	2,9
CS	LEITE, CANHEU, CUSTODIO	17,00	246,0%	8,6
IBBA	KOVARSKY, MENDES	13,67	197,8%	6,6
MER	MCGANN, KOYA	8,25	112,7%	3,3
MS	DARIPA, SILVA	8,49	122,9%	3,7
JPM	TORRES, YANG, SOUSA NETO	7,60	110,0%	3,2
UBS Pactual	GATTASS, MEDEIROS, ESPIRITO SANTO	16,63	240,7%	8,3
Média PA		11,86	171,7%	5,6
Mediana PA		11,08	160,3%	5,2
Desvio Padrão PA		3,90		2,2
Média D&M (IPO)	D&M (IPO)			6,5

Nota: para calcular o EV/boe, excluindo disponibilidades, consideramos as seguintes premissas: 32.319.606 ações; PTXA de R\$ 1,575; dívida zero e disponibilidades de US\$ 4,26 bilhões; 3,578 bboe de RPL de óleo (excluindo GN, por causa da dificuldade de monetização). Para estimar o valor presente dos recursos prospectivos, a D&M utilizou as seguintes premissas: taxa de desconto de 10% em moeda constante; preços do Brent de US\$ 60/barril (Low), US\$ 80 (Best), US\$ 100 (High); preços do GN de US\$ 5/10³ft³ (Low), US\$ 6 (Best), US\$ 7 (High); despesas operacionais variáveis de US\$ 5,3 a 8,0/barril, incluindo custos de transporte; despesas fixas operacionais de US\$ 30 (águas rasas) a US\$ 80 milhões (águas profundas) por FPSO por ano mais outras despesas fixas (embarcações de apoio, peças de manutenção, etc.); despesas operacionais variáveis de US\$ 0,15 a 0,25/10³ft³, incluindo custos de transporte.

No Prospecto, a Empresa se apresentou como “a maior companhia privada brasileira do setor de petróleo e gás natural em termos de área marítima de exploração” [Prospecto OGX, 2008, p. 95]. Essa autodenominação seria, posteriormente, difundida por alguns Analistas.

Alguns Analistas entendiam que o limitado capital da PETR, aliado às recentes descobertas de poços gigantes, teriam deixado muitas oportunidades atraentes de exploração que poderiam ser capturadas por outras empresas competentes, dentre elas, a OGX¹¹⁴. Os Analistas também acreditavam que os preços do petróleo no mercado internacional continuariam altos, devido aos atrasos no desenvolvimento da produção em alguns países não-OPEC, alta taxa de depreciação dos campos da OPEC e pressões de custos em projetos globais¹¹⁵.

Os Analistas ressaltavam que a alta capacidade de execução dos Executivos era comparável às realizações da equipe da MMX:

Seu plano de negócios, embora envolva numerosos desafios, será executado por um time de gestores que enfrentaram desafios similares

¹¹⁴ LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 9.

¹¹⁵ LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 11.

na MMX (por exemplo, Sr. Landim, atual CEO da OGX e ex-CEO da MMX), com resultados de sucessão, até então [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 10].

Até mesmo na obtenção das várias licenças ambientais, alguns Analistas consideravam o histórico de outras empresas do Grupo X:

(...) empresas do grupo EBX têm demonstrado um impressionante histórico de sucesso em obter licenças ambientais sem atrasos (MMX, LLX, MPX, por exemplo). [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 12]

LEITE, CANHEU & CUSTODIO [2008a], do CS, por exemplo, estimavam o PA da OGXP3 em US\$ 10,60, ou R\$ 17,00 (equivalente a US\$ 6,2/boe) para uma cotação na época de US\$ 4,47 (22/7/2008, equivalente a US\$ 2,1/boe). Eles consideravam que a Empresa estava “bem posicionada para ocupar um papel definitivo na indústria do petróleo Brasileiro”, com “uma combinação de força de gestão, capacidade de execução, solidez financeira e comprometimento do acionista controlador (...)”. “O coração da estratégia da OGX era sua equipe executiva”, com uma experiência média de 30 anos no setor de petróleo, incluindo um ex-CEO (Francisco Gros) e o ex-diretor de E&P (Paulo Mendonça) da PETR [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p.7]. Mendonça participou da campanha exploratória “mais bem sucedida da Petrobras, incluindo a descoberta do campo de Tupi.”

KOVARSKY & MENDES [2008a], do IBBA, iniciaram a cobertura com um PA um pouco mais conservador (R\$ 13,67, equivalente a US\$ 4,8/boe) do que o CS, porém não menos entusiasta. Com a “equipe dos sonhos” (*dream team*), foco em portfólio relativamente pequeno ao da concorrência, mas de qualidade, e abordagem orientada a resultados seria a “tríade” do diferencial da OGX. Além do seu valor por si próprio (*stand alone*), os Analistas acreditavam em potenciais ganhos para os investidores advindos de possíveis transações de M&A envolvendo a OGX. O histórico das transações da MMX com a AA reforçava esta expectativa.

Outros Analistas, entretanto, iniciaram a cobertura com uma abordagem mais conservadora. MCGANN & KOYA [2008a], da MER, por exemplo, estimaram o PA em R\$ 8,25 por ação, ou seja, abaixo do preço observado no IPO (R\$ 11,31) apenas algumas semanas atrás.

Apesar do nosso otimismo sobre do eventual sucesso da OGX, há uma significativa incerteza quanto ao timing de qualquer produção e ramp-up [MCGANN & KOYA, 2008a, p. 10].

As premissas de produção incluídas no relatório da D&M sugerem que a produção pode alcançar 877 kboed em 2019. Embora esse objetivo não seja impossível, a história sugere que é desafiador, e nós acreditamos que requereria um sucesso não usual na exploração e desenvolvimento [MCGANN & KOYA, 2008a, p. 20].

Evolução do Guidance e suas Repercussões sobre os Analistas em 2008

08/07. OGX contrata sua primeira unidade flutuante da Queiroz Galvão.

Repercussões. A Queiroz Galvão, um conhecido fornecedor deste equipamento no Brasil, fornecedor e sócio da PETR na exploração de O&G no Nordeste. A contratação foi uma sinalização importante ao mercado, que receava que a PETR pudesse pressionar seus fornecedores a não atender as demandas da OGX¹¹⁶. Em novembro, a OGX já havia assegurado 4 sondas, com um aluguel médio de US\$ 330 mil por dia.

11/07. A Polícia Federal executou a operação “Toque de Midas” para investigar irregularidades na obtenção da concessão da Estrada de Ferro do Amapá para a MMX.

Repercussões. Alguns Analistas¹¹⁷ questionavam se parte da desvalorização da OGXP3 poderia estar relacionada à Operação. No dia, as ações da MMX perderam 9,8% de seu valor em um pregão. A OGXP3 perdeu 10,5% e a MPX, 11,4%. Seria o início de uma crise de credibilidade que comprometeria o Grupo X? Poucos Analistas abordaram este tema.

15/07. Implosão da “bolha do óleo do verão de 2008”. Entre 14/07 e 14/08, o Brent caiu 21,5% (de US\$ 142,43 para US\$ 111,82 por barril).

28/07. Analistas iniciam a cobertura da Empresa, quando a OGXP3 valia R\$ 6,95, uma desvalorização de 38,5% em relação ao IPO (R\$ 11,31).

15/09. Quebra da Lehman Brothers. OGXP3 se desvaloriza 14,7% em um único pregão (de R\$ 5,39 para R\$ 4,60).

Repercussões. Apesar do Crash e da desvalorização da OGXP3, na mediana, os Analistas da Amostra TR se mantiveram otimistas no valor da OGX. Houve reajustes nos PAs, mas ainda acima do Valor de Mercado. Houve Analistas também mais conservadores, como a MER, que em 28/10/2008 reduziu seu PA de R\$ 7,20 para R\$ 3,70 e recomendou a venda da OGXP3 devido à piora nas condições de mercado¹¹⁸.

06/11. Em cerca de cinco meses, a OGXP3 valia R\$ 2,54, equivalente a 22,5% de seu valor no IPO. No dia seguinte, a OGXP3 começaria um longo período de valorização até chegar ao seu pico histórico de valor em 15/10/2010 (R\$ 23,27).

Repercussões. Em outubro (3/10), quando a OGXP3 já havia se desvalorizado muito, o CS ponderou que a OGX tinha US\$ 4,5 bilhões no caixa, o que deveria ser suficiente para seus investimentos e despesas até 2012¹¹⁹. Sem dívidas (o PEM de US\$ 300 milhões estaria coberto por seguros), e com valor de liquidação estimado em US\$ 5,3 bilhões (US\$ 4,5 bilhões em caixa mais US\$ 0,8 bilhão em bônus de assinatura) a OGXP3,

¹¹⁶ KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 35.

¹¹⁷ ROZENBAUM & VARELLA [2009a].

¹¹⁸ MCGAN & KOYA [2008b].

¹¹⁹ LEITE, CANHEU & CUSTODIO [2008b, p. 5]: do total de US\$ 4,5 bilhões, US\$ 2,0 bilhões seriam suficientes para custear toda campanha exploratória com 51 poços. Estimava-se ainda US\$ 0,2 bilhão em SG&A, e os US\$ 2,3 bilhões restantes seriam utilizados para custear o início do desenvolvimento da produção (US\$ 1,0 bilhão) e *farm-in* em novos blocos (até US\$ 1,3 bilhão).

defendia o CS, não deveria valer menos que R\$ 2,70. Apesar disso, em 6/11, a OGXP3 fechou em R\$ 2,54, ou seja, abaixo do seu valor de liquidação. Mesmo o otimista CS cedeu à significativa desvalorização da OGXP3 e ao aumento da aversão ao risco: reduziu seu PA em 32%, de R\$ 17,00 para R\$ 10,50 (equivalente a US\$ 3,9/boe) em 7/10 (elevou o WACC real de 11% para 15%, mas manteve a premissa de preço de petróleo em US\$ 100/barril). Algumas semanas depois (29/11), o IBBA também reduziu seu PA em 25%, de R\$ 13,67 para R\$ 10,26, portanto, próximo ao PA do CS.

Novembro e Dezembro. A partir do vale de 6/11, a OGXP3 iniciou uma trajetória de valorização e fechou o ano valendo R\$ 5,26, uma valorização de 107,1% em relação ao vale.

Repercussões. Apesar da volatilidade da OGXP3 no 2S2008, os Executivos dedicaram ao processo de contratação de materiais, bens e serviços vitais para a campanha exploratória, incluindo a contratação de 4 sondas de perfuração, 6 embarcações marítimas de apoio, 5 das quais em construção. A Empresa conduziu o planejamento do seu plano de exploração “com disciplina”, segundo Analistas¹²⁰, incluindo a contratação de mais executivos (ex-PETR), equipamentos, medições sísmicas em 3D. A campanha de exploração começaria em setembro de 2009 nos prospectos de menor risco, no pós-sal do Sudeste de Campos, onde se concentrava a experiência dos Executivos¹²¹. As campanhas em Santos (incluindo pré-sal), ES e PA-MA provavelmente começariam em 2010-11¹²².

Na época, a expectativa era a campanha exploratória em Campos e Santos¹²³. A Empresa montou dois grupos: um para estudar oportunidades no pré-sal e outro para o pós-sal¹²⁴. Os blocos da OGX estavam no centro de grandes descobertas recentes: Mexilhão em Santos; Polvo, Peregrino, Maromba e Papa-Terra em Campos; Golfinho no ES¹²⁵. Dos 51 prospectos identificados pela D&M (44 de óleo e 17 de GN) nos 22 blocos da OGX, 6 estavam em camadas do pré-sal de Santos (em um total de 8 prospectos de óleo em 4 blocos) e 2 em Campos (em um total de 24 prospectos em 7 blocos)¹²⁶. A proximidade de muitos blocos da OGX a outros já em desenvolvimento pelos concorrentes sugeria a possibilidade de compartilhamento da infraestrutura de escoamento que futuramente seria construída¹²⁷. Havia também potenciais sinergias com a LLX: os blocos de Campos, por exemplo, estavam localizados a cerca de 200 km do local onde futuramente seria construído o Porto de Açu (e a 250 km do Porto de Sepetiba, ambos no RJ).

Cerca de 94% do RPL da OGX estava localizado em águas rasas, o que representava uma vantagem competitiva importante em relação aos projetos em águas profundas no

¹²⁰ KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 3.

¹²¹ Segundo LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 8.

¹²² MCGANN & KOYA, 2008a, p. 14.

¹²³ Dada a falta de informações sobre Santos, na época, e o potencial estar em águas profundas, estimava-se que o custo de perfuração por poço seria de US\$ 48 milhões contra US\$ 26 milhões por poço na média de Campos [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 38].

¹²⁴ Segundo relato de KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 21.

¹²⁵ Há tabela com detalhes em LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 29.

¹²⁶ LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 8 e 27.

¹²⁷ LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 8.

Brasil. Perfurações em águas rasas são mais baratas e havia maior disponibilidade de equipamentos no mercado internacional¹²⁸.

Um dos desafios que a OGX enfrentava era a disponibilidade de “unidades de sondagem” (“drilling rigs”) que ajudariam no *de-risking*. Na época, a demanda pelas unidades de sondagens para águas de meia profundidade estava em alta e 99% da capacidade global estava contratada. A Empresa precisava de ao menos 3 unidades para 2009, a preços competitivos (de US\$ 250 a 400 mil por dia de aluguel).

Outra fragilidade da OGX, bem como de todos os produtores de GN, era o acesso a gasodutos. Na época, a PETR detinha 100% dos gasodutos e não permitia acesso a terceiros. A tese da OGX para seu GN seria a venda para a MPX, que planejava construir uma UTE de 4 GW no Porto de Açu até 2019.

Em suma, apesar do Crash e da significativa desvalorização da OGXP3, na mediana, os Analistas da Amostra TR se mantiveram otimistas no valor da OGX. Até os Analistas mais pessimistas mantiveram seus PAs acima do valor da OGXP3 por longos períodos dentro do ano. Ou seja, até mesmo os pessimistas consideraram que o portfólio da OGX tinha valor acima do múltiplo do BA.

Gráfico 21 – Amostra da TR: Evolução da Mediana, Máximo e Mínimo do PA em 2008 (em R\$/ação, pré split)

¹²⁸ Segundo LEITE, CANHEU & CUSTODIO [2008a, p. 8], embora no curto prazo (2008), a disponibilidade de equipamentos para águas de média profundidade fosse limitada (6%), para 2010, a projeção é que haveria uma ampla disponibilidade (69%).

3.2 2009: Início da Campanha e Construção do Guidance Otimista

Evolução do Valor de Mercado em 2009

O ano de 2009 foi marcado por significativa valorização da OGXP3. Foi um ano inteiro de Rally, que em termos nominais levou a OGXP3 a triplicar de valor na BOVESPA. No fim de julho (29/07), a OGXP3 fechou o dia em R\$ 11,40, recuperando seu valor nominal do IPO (R\$ 11,31 por ação), há pouco mais de um ano. A OGXP3 encerrou o ano com um ganho de 235,3% no ano (de R\$ 5,10 para R\$ 17,10/ação).

Gráfico 22 – Evolução da OGXP3 em 2009 (em R\$ nominais por ação, pós Split)

A apreciação da OGXP3 foi substancialmente maior do que aquela do S&P OGEP 600 e 1500.

**Gráfico 23 – Evolução do S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 e Brent em 2009
(12/06/2008 = 100)**

O quarto trimestre foi marcado por vários anúncios das primeiras descobertas de hidrocarbonetos nos blocos da OGX, logo complementadas por estimativas de elevados volumes recuperáveis nos prospectos de Vesúvio, Pipeline e Waimea. Anunciar uma descoberta e poucos dias depois estimar os possíveis volumes recuperáveis era considerado, no mínimo, precipitado por especialistas em O&G. Geralmente, essas estimativas só seriam publicadas após mais perfurações e testes bem-sucedidos. Mas entre 6/11/2008 e 30/12/2009, o mercado respondeu significativamente à expectativa do aumento de volumes recuperáveis e a OGXP3 se valorizou (+573,2%) mais do que o IBOV (+87,8%) e o Brent (+9,1%).

Gráfico 24 – Evolução da OGXP3, Brent e IBOV em 2009 (Base 100 = 6/11/2008)

Ao longo do ano, a campanha exploratória da OGX ganhou “*momentum*”, com os resultados das pesquisas sísmicas em 3D¹²⁹ nos blocos de PA-MA, Campos e Santos. As pesquisas teriam identificados de 8 a 10 novos prospectos, além dos 51 anteriormente considerados. A execução do plano de negócios estava adiantada em relação ao seu cronograma original.

O entusiasmo com os resultados das pesquisas 3D levou a Empresa a contratar uma atualização do relatório da D&M para agosto, mas que só seria divulgada em setembro (9/11). O 2º D&M elevou as estimativas de recursos prospectivos de 4,8 bboe (baseado em pesquisas 2D) para 6,7 bboe (aumento de 38%). O mercado e os Analistas responderam com entusiasmo. Até mesmo a venda de R\$ 31,33 milhões em ações por parte dos Executivos em três dias em dezembro de 2009 (de 7 a 10/12), divulgada através da CMV 358 em janeiro de 2010, passou despercebida pelos Analistas.

No início de 2009, o EV/2C no início do ano correspondia a US\$ 0,79/boe, chegou a se valorizar 333,3% no pico de US\$ 5,58 (9/10) e terminou o ano a US\$ 4,00/boe, ou seja, uma valorização no ano de 407,5%. Mas vale ressaltar que a valorização do EV/2C só não foi maior porque em 9/11/2009 foi publicado o 2º D&M, que aumentou o RPL em 38% (de 4,835 bboe para 6,883 bboe).

¹²⁹ Enquanto as pesquisas em 2D eram conduzidas em distâncias de 8 quilômetros, as pesquisas em 3D ocorriam a 25 metros. Segundo os geólogos, as pesquisas em 2D geravam “buracos” (lacunas) de 8 km². Portanto as pesquisas em 3D não só melhoravam o dimensionamento dos recursos, mas também a probabilidade de sucesso e a precisão dos locais para perfuração.

Gráfico 25 – Evolução do EV/2C da OGX em 2009 (em US\$/boe)

Evolução do Guidance e suas Repercussões sobre os Analistas em 2009

26/03. Testes sísmicos indicavam 1,0 bboe nos blocos da bacia do ES e não 0,27 bboe como fora estimado pelo 1º D&M¹³⁰.

Repercussões. A OGXP3 se apreciou 6,9% no pregão (de R\$ 6,83 para R\$ 7,30). A campanha exploratória no ES, que só começaria em 2011, poderia ser antecipada para o 2S2010. Estes resultados e a expectativa do 2º D&M para agosto levaram o IBBA a aumentar seu PA em 18%, de R\$ 10,26 para R\$ 12,10 no início de maio (4/5). Poucas semanas depois (29/4), o MS revisou seu PA de R\$ 8,40 para R\$ 10,19/ação, pois acreditava que o possível sucesso com o BM-S-29 e com os blocos em Campos poderiam confirmar 1,1 bboe em reservas¹³¹.

Em abril de 2009, o BBI publicou um relatório que chamou a OGX de “uma estrela em ascensão”, “uma oportunidade única no setor de petróleo e gás acontecendo no lugar certo (Brasil) e na hora certa. A empresa combina um notório empreendedor, Eike Batista, e sua equipe de profissionais altamente qualificados (...)”¹³².

04/05. OGXP3 já se destacava entre as ações mais líquidas do BOVESPA e, como tal, passou a incorporar o IBrX-50¹³³ (com peso de 1,91%) e o IBrX-100 (1,68%).

¹³⁰ KOVARSKY & MENDES, 2009b, p. 2.

¹³¹ DARIPA & SILVA [2009b].

¹³² ROZENBAUM & VARELLA, 2009a, p. 1

¹³³ O índice IBrX-50 é composto por cinquenta papéis selecionados numa relação de ações após serem classificadas em ordem decrescente de liquidez, de acordo com seu índice de negociabilidade, que é

Repercussões. Analistas consideraram que a inclusão da OGXP3 nos índices iria melhorar sua liquidez e contribuir para sua reputação¹³⁴.

11/05. Repsol descobre hidrocarbonetos nas águas rasas de Santos (Panoramix), próximo ao BM-S-29. Confiante em seu potencial, a OGX aumentou sua participação societária de 50% para 65%.

Repercussões. No início de 2009, a Empresa demonstrava especial interesse no único bloco que não havia adquirido na 9ª Rodada, o BM-S-29 (prospecto de Abacate). A cerca de 40 quilômetros do BM-S-29, a PETR havia encontrado uma importante acumulação de gás (BM-S-7). Esta descoberta reforçava uma teoria que poderia haver uma formação rica em óleo leve na região. No 1º D&M avaliava a participação da OGX no BM-S-29 em 145 mboe¹³⁵. Foi este o primeiro poço da campanha exploratória da OGX em Santos, perfurado e operado pela MAERSK.

Como o primeiro bloco a ser perfurado, nós esperamos que o BM-S-29 seja um marco que trará a atenção dos investidores para a OGX. O risco de um campo seco existe, mas a natureza conservadora dos geólogos combinada com a confiança que nós sentimos na equipe da OGX nos leva a associar um baixo risco a esta possibilidade [KOVARSKY & MENDES, 2009a, p. 1].

Quando a Repsol anunciou a descoberta em Panoramix, a OGX, ainda em maio, aumentou sua participação no BM-S-29 para 65% (anúncio em 11/5). O RPL do BM-S-29 foi revisado para 227 mboe. Não havia informação de nenhum pagamento direto à MAERSK, que poderia ser mais um sinal do valor esperado do BM-S-29¹³⁶. Na data do anúncio do *farm-in* (em 11/5), a OGXP3 se apreciou 2,5% no pregão (de R\$ 8,93 para R\$ 9,15).

14/05. Empresa acelera a campanha de exploração com a contratação de sete sondas, uma a mais do que o planejado.

Repercussões em Junho e Julho. Apesar dos boatos sobre resultados negativos no BM-S-29, em junho, alguns Analistas aumentaram seus PAs pela melhora das condições

medido sempre nos últimos doze meses, observados os demais critérios de inclusão das empresas que são:

- a) as ações devem estar entre as cinquenta melhores classificadas em seu índice de negociabilidade, apurados nos doze meses anteriores à reavaliação;
 - b) as ações devem ter sido negociadas em pelo menos 80% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira.
 - c) As companhias que estiverem sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial, ou ainda que estiverem sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação, não podem integrar o IBRX-50.
- A carteira teórica do índice tem vigência determinada de quatro meses, vigorando para os três quadrimestres: períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro. A BM&FBovespa divulga três prévias antes da mudança da carteira, que desde 2011 ocorre sempre na primeira segunda-feira útil dos meses de janeiro, maio e setembro.

¹³⁴ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009c, p. 5.

¹³⁵ Considerando uma taxa de sucesso de 27%: 1,075 bboe x 27% = 290 mboe x 50% = 145 mboe [KOVARSKY & MENDES, 2009a, p. 1].

¹³⁶ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009d, p. 1.

macroeconômicas (reduzindo o custo de oportunidade do capital), revisão de premissas sobre a taxa de sucesso em Campos (de 33% para 50%) e o potencial do ES (que poderia aumentar o RPL de 0,9 a 2,0 bboe), aceleração da campanha de exploração¹³⁷.

Nós reforçamos nossa recomendação de outperformance da OGX. Prevemos uma sequência de boas notícias que darão suporte à performance da ação para o restante do ano, agora mais reforçada com a tendência de de-risking. Os resultados do BM-S-29 poderiam ser percebidos pelos investidores como um risco, catalisando a realização de lucros, entretanto nós entendemos que a probabilidade é alta após várias interações com a Empresa na sala 3D. Por sua vez, o fluxo de notícias gerado pelo relatório da D&M revisando a bacia de Campos seguido da agressiva campanha exploratória no segundo semestre, agora reforçada com uma sonda adicional (num total de 7 no ano), nos deixa bem confortáveis em reiterar nossa percepção positiva da Empresa [KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009e, p. 1].

Com base em percepções semelhantes, o MS revisou novamente seu PA em 55% (de R\$ 10,19 para R\$ 15,83 em 1/7), pois, segundo seus Analistas, já havia indícios que a D&M iria aumentar o RPL e o valor da OGXP3 na época (R\$ 10,26 em 1/7) ainda estava abaixo do IPO (R\$ 11,31) e embutia um desconto de 67% em relação aos múltiplos de EV/Reservas de empresas similares [p. 4]:

Nós esperamos fortemente que catalisadores [revisão D&M, descobertas em Santos (BM-S-29) e Campos] elevarão os preços da ação nos próximos 6 meses e insistimos para que os investidores comprem OGX. (...) Se os catalisadores forem confirmados, os investidores podem ficar mais confortáveis com a estimativa [Preço Alvo] do nosso cenário otimista de R\$ 31,75 (próximo ao cenário “alto” [P10] da D&M) [DARIPA & SILVA, 2009b, p. 1].

Mas algumas análises de múltiplos de empresas comparáveis pareciam considerar empresas em estágios de maturidade bem distintos, já produzindo, com a OGX ainda em fase exploratória.

¹³⁷ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009e]; DARIPA & SILVA [2009b].

Tabela 23 – Múltiplos de Empresas Similares Utilizadas pelo MS para Comparar com a OGX

Empresas	Capitalização de Mercado (US\$ Bilhões)	Produção (2008, kboed)	EV/boe Riscado
Tullow Oil	11,53	66,6e	7,2
Afren	0,30	3,3	5,1
Addax Petroleum Corp.	5,35	136,5	9,4
Premier Oil	1,45	36,8	-
SOCO International	1,70	6,4	7,8
Dana Petroleum	2,03	39,4	7,3
Caim Energy	5,39	12,8	8,4
OGX	15,58	0,0	1,6

Fonte: DARIPA & SILVA, 2009b, p. 8.

Os Analistas demonstravam entusiasmo com o 2º D&M que, segundo a OGX, poderia adicionar de 2 a 3 bboe ao RPL e aumentar o POS em Campos de 33% para 50%. Ao todo, os Analistas aventavam a possibilidade de o RPL chegar a 10 bboe, dos quais 1 bboe poderiam advir de eventuais bons resultados no BM-S-29. A PETR havia encontrado óleo em dois blocos próximos (BM-S-7 e BM-S-3). Uma possível descoberta de óleo no BM-S-29, cujo anúncio era esperado para setembro/outubro, não só afetaria as premissas da taxa de sucesso, mas também reforçaria o suposto diferencial da expertise da equipe de exploração da OGX em Santos. A expertise dos Executivos em Campos parecia ser inconteste, pois a taxa de sucesso histórica obtida entre 2005-06 fora de 90%, contra a média de 20% observada mundialmente¹³⁸.

Em julho, a Empresa participou de um *road show* na Ásia em busca de parceiros estratégicos para o *farm-out* de alguns blocos. As perfurações no BM-S-29 estavam atrasadas (começaram em 13/8 e os primeiros resultados deveriam estar disponíveis em 2 meses, ou seja, outubro) e a publicação do 2º D&M também foi adiada para outubro. Mas a Repsol descobriu hidrocarbonetos em Vampira, a apenas 18 quilômetros do BM-S-29, o que foi recebido como um indício auspicioso. Os Analistas acreditavam que o 2º D&M poderia: aumentar o volume de RPL, incluindo o BM-S-29 e os prospectos no ES; e aumentar a estimativa da taxa de sucesso. O MS associou uma probabilidade de 80% desta expectativa ser confirmada¹³⁹. O IBBA o considerou aumento “altamente provável”¹⁴⁰.

No fim de julho (29/07), a OGXP3 fechou o pregão em R\$ 11,40, recuperando seu valor nominal do IPO (R\$ 11,31 por ação), pouco mais de um ano atrás.

Agosto. Início da campanha exploratória em Campos e Santos. Começam as perfurações no BM-S-29 (17/8).

¹³⁸ DARIPA & SILVA [2009a].

¹³⁹ DARIPA & SILVA [2009c].

¹⁴⁰ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009g].

Repercussões. Em 20/8, a PETR anunciou a descoberta de 280 mboe de óleo leve recuperável no BM-C-36, próximos a dois blocos da OGX (BM-C-40 e BM-C-39), o que reforçava a expectativa de sucesso em Campos. Poucos dias depois (23/8), a BG anunciou um poço seco em Corcovado-2, no bloco BM-S-52, a 140 km do BM-S-29 e 60 km do BM-S-59, ambos da OGX. Alguns Analistas mantiveram seu otimismo em relação ao BM-S-29, afinal “*geologia é tudo menos uma ciência exata...*”¹⁴¹. De fato, três dias depois, o IBBA elevou seu PA mais uma vez, de R\$ 13,19 para R\$ 14,79.

24/09. OGX adquire 70% da Petra Energia, que detinha concessões de 7 blocos terrestres na bacia do Parnaíba (interior do Maranhão), com grande potencial de GN. Constituição da OGX Maranhão (66,7% OGX e 33,3% MPX) para viabilizar a UTG Parnaíba (1,0 GW).

Repercussões. Alguns Analistas¹⁴² interpretaram esta aquisição da Petra como uma “opção grátis”, pois envolveu o pagamento de R\$ 12 milhões à vista, referente ao BA pago pela Petra na 9ª Rodada, mais a assunção do compromisso de exploração (estimado em até R\$ 78 milhões). Entretanto, os mesmos Analistas consideraram muito cedo para precificar o impacto das novas reservas e da SPE com a MPX.

2/10. Em menos de 2 meses após o início das perfurações, a OGX anunciou a descoberta de hidrocarbonetos no BM-S-29.

Repercussões. Os Analistas consideraram a descoberta um marco histórico para a OGX, uma prova do diferencial do seu “*dream team*”¹⁴³, uma vez que a MAERSK já havia perfurado o BM-S-29, anteriormente, e só havia encontrado água. O anúncio causou um aumento na OGXP3 de 10% em um dia. Os Analistas se apressaram em aumentar suas estimativas para o RPL e revisar seus PAs. O IBBA, por exemplo, aumentou seu PA de R\$ 14,79 para R\$ 16,30 (RPL de 5,7 para 6,2 bboe¹⁴⁴).

7 a 14/10. Descoberta de hidrocarbonetos em Vesúvio (BM-C-43, poço OGX-1), cujo reservatório poderia conter de 0,5 a 1,5 bboe. Em um único bloco poderia haver 39% do óleo estimado no IPO para Campos (o total era de 2,6 bboe de RPL). Em paralelo ao Vesúvio, a campanha exploratória continuava: outras sondas começaram a perfurar poços no BM-C-41 (prospecto de Pipeline) e BM-S-43 (Waimea).

Repercussões. A perfuração em Vesúvio começou em 17/9, ou seja, descobriu-se óleo em menos de um mês de perfuração¹⁴⁵. A estimativa de 0,5 a 1,5 bboe poderia ser revisada para cima, pois a perfuração ainda não havia sido completada. A descoberta de Vesúvio era muito maior do que outras recentemente anunciadas pela PETR em Campos, por exemplo: o BM-C-36, com um volume total recuperável estimado em 280 mboe; reservatórios em Marlim Sul e Marlim Leste com 350 mboe; Jabuti com 350 mboe.

¹⁴¹ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009f, p. 1.

¹⁴² KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009h].

¹⁴³ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009i].

¹⁴⁴ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009k]. Destes 0,5 bboe a mais, 0,1 se referiam a ajustes na estimativa do BM-S-29 (POS de 27% para 37%) e 0,35 do ES (POS de 19% para 27%).

¹⁴⁵ Já em 2008, havia expectativas de sucesso neste bloco, pois houve descobertas no passado, mas que devido a condições técnicas e comerciais desfavoráveis não foram desenvolvidas [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 29].

Vesúvio teria uma coluna de petróleo de 200 metros, incomum na região, com 57 metros de *net pay*. Novas revisões dos PAs se seguiram. Em menos de um mês, o IBBA reajustou seu PA três vezes, de R\$ 13,19 (24/8) para R\$ 17,80 (14/10), um aumento de 35%.

09/11. Publicação do 2º D&M, que elevou as estimativas do portfólio em 38%: de 4,8 bboe do 1º D&M para 6,7 bboe. Destes recursos, 95% se localizariam em blocos de águas rasas com duas implicações positivas: custos menores de E&P, além de maior disponibilidade de equipamentos.

Repercussões. A nova estimativa equivalia a 34% dos recursos da PETR. O aumento do RPL em 38% foi principalmente causado por três variações: aumento de 1,131 bboe no RPL de Campos; POS maiores para Campos (de 33,0% para 44,1%) e ES (de 18,0% para 32,6%). O aumento do POS total, de 27,0% para 34,5%, foi maior do que o previsto por alguns Analistas¹⁴⁶:

É importante notar que há muita confusão no mercado sobre a “taxa de sucesso”. A taxa de sucesso é composta pela combinação de dois fatores: a chance de se descobrir óleo ou gás com a chance destas descobertas serem economicamente viáveis. De fato, a Empresa foi bem-sucedida nos seus primeiros dois poços [Abacate e Vesúvio], mas daí para acreditar que a revisão da D&M confirmaria um fator de sucesso materialmente maior do que o usual da indústria é outra estória. Isto realmente iria contra a natureza do exercício conduzido por uma consultoria e dos riscos que ela estaria preparada para defender. Então, pode haver um potencial mais alto de reservas, o que provavelmente será de-risked ao longo do tempo, a medida que a Empresa prosseguir com sua campanha exploratória [KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009I, p. 2].

As revisões do 2º D&M teriam sido justificadas pelos novos dados dos testes sísmicos em 3D, “*porém e mais importante, pelo massivo esforço interpretativo conduzido pela equipe de exploração da Empresa nos 16 meses desde o IPO. Novos prospectos foram identificados e outros unificados, aumentando a área potencial da OGX (...)*”¹⁴⁷.

¹⁴⁶ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009I, p. 2.

¹⁴⁷ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009I, p. 2.

Tabela 24 – Resumo dos Relatórios D&M (em bboe de hidrocarbonetos)

	IPO 2008 (3/2008)		Revisão 2009 (10/2009)			
	RPL	POS	RPL	POS	Var.	Var.%
Bacias						
Campos	2,562	33,0%	3,693	44,1%	1,131	44,1%
Santos	1,569	25,0%	1,688	27,0%	0,119	7,6%
ES	0,270	18,0%	0,817	32,6%	0,547	202,6%
PA-MA	0,434	20,0%	0,447	21,2%	0,013	3,0%
Parnaíba	-	-	0,026	19,9%		
RPL Subtotal	4,835	27,0%	6,672	34,5%	1,837	38,0%
Rec. Contingentes¹⁴⁸	0	-	0,212	-	0,212	-
RPL Total	4,835		6,883		2,049	42,4%

Fontes: Prospecto, p. 113, e KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009l, p. 2. Como alerta KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009l, p. 2, vale notar que a comparação entre estes dois relatórios é impossível, pois foram elaborados com base em dados diferentes, com prospectos diferentes.

Adicionalmente, a D&M incluiu mais 0,212 bboe de recursos contingentes da bacia do Parnaíba, que teria GN suficiente para alimentar uma UTE de 1 GW por 30 anos. Entretanto, alguns Analistas¹⁴⁹ consideravam que o efeito da UTE no PA poderia ser pequeno. Ou seja, a maior parte dos volumes recuperáveis da OGX (6,672 bboe) ainda permanecia classificada na categoria de maior risco (Recursos Prospectivos). Os 0,2 bboe de Recursos Contingentes eram de GN, portanto com valor menor do que se fosse de óleo. O mercado recebeu o 2º D&M com cautela: em quatro pregões após a publicação, o EV/2C perdeu 37,1% (de 4,96 em 6/11 para 3,12 em 12/11).

O 2º D&M foi baseado nas informações disponibilizadas até 30/9/2009, o que, aparentemente, não incluía as descobertas do Vesúvio (254 mboe adicionais), BM-C-41 (Pipeline), BM-S-43 (Waimea), o que, segundo alguns Analistas, poderia aumentar o volume para 7,0 a 8,0 bboe¹⁵⁰. De fato, o 2º D&M trouxe a expectativas de outros novos anúncios positivos (ou seja, mais “catalisadores”):

Esperamos que os próximos 12 meses tragam tantas surpresas como os últimos três meses [DARIPA, 2009e, p. 1].

Na teleconferência de 10/11 sobre o 2º D&M, os Executivos pouco informaram sobre a campanha no ES, que possuiria 817 mboe, apesar de aumentar o número de poços a serem perfurados de 4 para 7 em 2010. Quanto ao BM-S-29, a OGX não tinha declarações a fazer, uma vez que a MAERSK era o operador:

(...) a perfuração [BM-S-29] também ainda está em andamento. O que temos até agora são resultados muito promissores. Nós estamos muito

¹⁴⁸ A D&M considerava “recursos contingentes como o volume de petróleo que potencialmente poderia ser recuperável de acumulações conhecidas através de projetos de desenvolvimento, porém que não são atualmente considerados como comercialmente recuperável devido a uma ou mais contingências” [Prospecto, 2008, p. 270].

¹⁴⁹ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009m].

¹⁵⁰ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009m]; DARIPA [2009e].

animados. Como todos sabem, não somos os operadores do bloco. Assim, o operador é o encarregado de fazer as divulgações e a comunicação com o mercado. Assim, apenas declararemos o fato de que aquilo que temos em nossas mãos é algo de que gostamos muito [Compilação da Teleconferência pela Thompson Reuters, p. 2].

O 2º D&M não considerou os resultados de Abacate (BM-S-29), devido a “dificuldades técnicas”¹⁵¹. De fato, a D&M aumentou ligeiramente o POS médio de Santos: de 25% para 27%. Outro fato curioso foi que, aparentemente, os Analistas consideraram o RPL de hidrocarbonetos do 2º D&M sem distinguir entre óleo e GN, este último de difícil monetização.

A nova estimativa do RPL da OGX (6,7 bboe) equivalia a 34% daqueles da PETR. Destacava-se também que destes recursos, 95% se localizariam em blocos de águas rasas (entre 140 a 150 metros), o que poderiam implicar em custos menores de E&P¹⁵², além de uma disponibilidade maior de equipamentos no mercado internacional.

O MS louvou os executivos da OGX que haviam entregado o que fora prometido 18 meses atrás: *“descobertas em seus blocos e uma elevada base de recursos riscados (de 4,8 para 6,2 bboe), agora oficialmente considerada subestimada [em 50%] pela D&M”*¹⁵³.

12 e 16/11 e 4/12. Descoberta de hidrocarbonetos no bloco BM-C-41 (Pipeline, prospecto C09, poço OGX-2). Inicialmente, a Empresa estimou a descoberta entre 0,4 e 0,5 bboe (16/11).

Repercussões. À medida que a perfuração se aprofundava, a OGX anunciou indícios ainda mais auspiciosos, o que levou alguns Analistas a especularem que Pipeline poderia ser maior que Vesúvio¹⁵⁴, o que tornaria as estimativas do 2º D&M conservadoras (1,44 bboe).

18/12. Descoberta em Waimea (BM-S-41), a apenas 5 quilômetros de Pipeline. Em 22/12, anunciou que as perfurações estavam finalizadas em Pipeline e revisou as estimativas iniciais para 1,0 a 2,0 bboe de óleo recuperável (incluindo os 0,4 e 0,5 bboe ora anunciados em 16/11). Na média, a descoberta poderia somar 0,33 bboe ao RPL (1,5 médio do Pipeline – 1,17 bboe estimados no 2º D&M).

Repercussões. Alguns Analistas ficaram muito entusiasmados com as descobertas, o que tornaria a região Sudeste de Campos uma nova província petrolífera. Especulava-se que a OGX poderia acelerar o desenvolvimento destas descobertas através de acordos de *farm-out*. De fato, IOCs pareciam estar ávidas por *farm-outs* no Brasil, como foi o caso da aquisição da XTO pela Exxon em meados de dezembro¹⁵⁵.

¹⁵¹ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009m, p. 3.

¹⁵² ROZENBAUM & VARELLA [2009a, p. 2] estimavam custos de desenvolvimento de US\$ 2,5/bbl e despesas operacionais de US\$ 8/bbl.

¹⁵³ DARIPA, 2009e, p. 1.

¹⁵⁴ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009n].

¹⁵⁵ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2009o].

07 a 10/12. Parte dos Executivos (Diretor de Exploração e o Diretor de Relações com Investidores) vendeu R\$ 31,33 milhões em ações da OGX. Dados da CVM 358 revelaram a movimentação ao público, mas não identificavam seus autores que só vieram a ser conhecidos anos depois através de processos judiciais.

21/12. Empresa desdobra suas ações (*split*) na proporção de 1 para 100, aumentando a liquidez da OGXP3¹⁵⁶.

Repercussões. A expectativa dos Analistas é que o aumento da liquidez das ações teria um impacto positivo no valor da OGXP3¹⁵⁷.

22/12. Fim das perfurações em Pipeline com estimativas revisadas dos iniciais de 0,4 e 0,5 bboe (em 16/11) para 1,0 a 2,0 bboe. Ou seja, Vesúvio e Pipeline somados poderiam conter 1,5 a 3,5 bboe. Especulava-se que a OGX poderia acelerar o desenvolvimento destas descobertas através de acordos de *farm-out*. De fato, IOCs pareciam estar ávidas por *farm-outs* no Brasil.

28/12. Descoberta de hidrocarbonetos em Waimea que poderia conter de 0,5 a 0,9 bboe, contra 0,15 bboe previstos no 2º D&M. Devido à sua proximidade, Waimea e Pipeline poderiam estar conectados geologicamente, o que geraria sinergias na produção. Juntas Waimea e Pipeline poderiam ter entre 1,5 e 2,9 bboe. Estas recentes descobertas poderiam aumentar o RPL para 7,0 a 8,0 bboe.

Repercussões: No 4T09, ao todo, a OGX fez nove anúncios de descobertas em um intervalo de três meses. Apenas o volume total de óleo recuperável estimado para Pipeline e Vesúvio poderia somar de 1,5 a 3,5 bboe, contra a estimativa para o total do portfólio de 4,8 bboe descrita no IPO. No fim do ano começaram as perfurações em dois outros prospectos: Kilawea (BM-C-42, a 10 quilômetros do Vesúvio), e Krakatoa (BM-C-43). Foi um quarto trimestre intenso para a OGXP3.

Ao todo, ao longo de 2009, a Empresa perfurou mais 6 poços, 4 em Campos e 2 em Santos. Sua taxa de sucesso até então tinha sido de 100% em quatro blocos (BM-C-41, BM-C-43, BM-C-43 e BS-C-29) e a Empresa demonstrava muita autoconfiança:

O ano de 2009 representou um período histórico para a OGX, marcado pelo sucesso da campanha exploratória (...) importantes descobertas de hidrocarbonetos realizadas e na identificação de uma nova província petrolífera no sul da bacia de Campos, até então subexplorada. Tais resultados representam uma quebra de paradigmas na indústria do petróleo, tanto sob o ponto de vista da agilidade com que foram obtidos, quanto também pelo índice de sucesso atingido pela OGX em todos os poços perfurados em 2009, posicionando a companhia num novo patamar na indústria do petróleo brasileira e mundial [OGX, DFP 2009, p. 3].

¹⁵⁶ O Prospecto da OGX [p. 8], por exemplo, previa que estava vedado qualquer desdobramento das ações por 18 meses após o IPO.

¹⁵⁷ ROZENBAUM & VARELLA, 2009b, p. 3.

Em sua apresentação corporativa do 4T2009 lia-se: “A OGX está diante de uma história de 10 anos de crescimento sem paralelo, calcada em ativos ‘world class’, de extraordinária qualidade”. Apenas em dezembro de 2009, a OGXP3 valorizou 16%, devido aos anúncios de descobertas em Pipeline e Waimea, segundo alguns Analistas¹⁵⁸.

Embora o mercado pareça ter recebido o 2º D&M com cautela, os Analistas da Amostra TR também responderam com otimismo às descobertas e revisões de volumes recuperáveis, especialmente no quarto trimestre, com a descoberta de Vesúvio, Pipeline e Waimea. Cabe destacar que por um curto período, de 24/9 a 15/10, a OGXP3 foi transacionada acima da mediana dos PAs. Mas após 15/10, a OGXP3 se descolou, para menor, da mediana dos PAs, data esta que coincide com o inesperado e pouco usual anúncio dos volumes recuperáveis de Vesúvio (7 e 14/10) e Pipeline (12/11 a 22/12), que somados poderiam conter 1,5 a 3,5 bboe.

Gráfico 26 – Amostra da TR: Evolução da Mediana, Máximo e Mínimo do PA em 2009 (em R\$/ação)

¹⁵⁸ LEITE & CANHEU [2010a].

3.3 2010: *Farm-out*, OSX e o Desgaste do Guidance

"If the ducks are quacking, feed the ducks."

Ditado de Wall Street

"O ano de 2010 foi de conquistas imensuráveis e grandes realizações para a OGX, tendo sido marcado por grandiosas descobertas e pela comprovação do potencial produtivo de nossas principais acumulações de hidrocarbonetos"

OGX, DFP 2010, p. 3.

Evolução do Valor de Mercado em 2010

A OGXP3 encerrou o ano de 2009 com uma valorização espetacular de 225,3% (de R\$ 5,26 em 30/12/2008 para R\$ 17,10 30/12/2009). Em relação ao S&P OGEP 600 e 1500, que praticamente não se apreciaram no ano, a OGXP3 também se destacou.

**Gráfico 27 – Evolução do S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 e Brent em 2010
(12/06/2008 = 100)**

O Rally continuou ao longo de 2010, mas mostrou um período de enfraquecimento entre janeiro e agosto que pode ter sido causado pelo *overhang* do *follow-on* de R\$

120,2 bilhões da PETR, concluída em 24 de setembro¹⁵⁹, e IPOs de outras *junior oils*. Era preciso manter e reforçar a produção de catalisadores que a OGX sinalizava aos investidores através do *guidance*.

O ritmo acelerado e anúncios de novas descobertas do 4T2009 continuou ao longo de 2010. Entretanto, em 2010, a OGXP3 não repetiu a valorização exuberante de 2009, apesar de que, em nenhum momento, a OGXP3 chegou a valer menos do que em seu IPO (o mínimo foi de R\$ 14,72 em 20/5, uma perda de 13,9% em relação ao fechamento de 2009) e chegou a um pico de R\$ 23,27 (em 15/10), representando uma valorização de 36,1% em relação ao fechamento de 2009. Em 15/10/2010, pouco mais de dois anos após o IPO e ainda em fase pré-operacional, o Valor de Mercado alcançou seu máximo: US\$ 42,05 bilhões (R\$ 69,81 bilhões), ou seja, 142,2% acima da capitalização do IPO e 26,4% acima da estimativa do 2º D&M de US\$ 33,27 bilhões, divulgado em 9/11/2009.

Foi o fim do Rally e o início da Segunda Correção Depreciativa que duraria 179 pregões (de 4/11/10 a 08/08/11). A OGXP3 encerrou o ano com valorização de “apenas” 17,0% (de R\$ 17,10 em 30/12/2009 para R\$ 20,00). Foi um ano de muita volatilidade.

¹⁵⁹ Na época, a PETR era a quarta maior empresa de energia do mundo com uma capitalização de mercado de US\$ 199,2 bilhões (31/12/2009). Produzia uma média diária de 2,3 mboe de petróleo e 2,1 mboe de GN (base 1S2010). Na época, 90% de todas as reservas provadas da PETR estavam em Campos. Santos ainda era “uma das áreas de exploração mais promissoras da costa brasileira”. Tupi ainda estava na fase do TLD. Até 31/12/2009, a PETR havia perfurado 41 poços em Santos, com um índice de sucesso de 85,0%. Na bacia do ES, a Petrobras fez diversas descobertas de petróleo de leve no pós-sal. O *follow-on* de R\$ 120,2 bilhões (US\$ 69,9 bilhões), dos quais R\$ 45,5 bilhões foram para o caixa e R\$ 74,8 bilhões destinaram-se ao pagamento da cessão onerosa dos direitos de produção de até 5 bboe em áreas não licitadas do pré-Sal (Relatório de Atividades da Petrobras de 2010, p. 15). Na época do IPO, a PETR tinha entre 11,6 (critério SEC, *regulation X*) e 14,9 bboe (critério ANP/SPE) de reservas provadas no Brasil (base 31/12/2009, auditadas pela D&M). Em 31/12/2010, as reservas provadas de óleo e GN da PETR, segundo o critério ANP/SPE, alcançaram 15,986 bboe.

Gráfico 28 – Evolução da OGXP3 em 2010 (em R\$ nominais por ação, pré Split)

Mas o pico de 2010 não se sustentou. Com o fim do Rally, começou a 2ª Correção Depreciativa. Ao fim de 2010, enquanto a OGXP3 se valorizou “apenas” 17,0%, o IBOV de desvalorizou 1,1% e o preço do petróleo (Brent) se valorizou 17,0%, oscilando entre US\$ 70 a US\$ 90 durante a maior parte do ano.

Gráfico 29 – Evolução da OGXP3, IBOV e Brent em 2010 (Base IPO = 100)

A valorização do EV/2C da OGX foi de 30,5%, portanto acima do desempenho da OGXP3 (17,0%). Ou seja, depois do mercado ter precificado boa parte do ganho do 2º D&M (US\$ 6,6/boe, equivalente a uma valorização de 36,8% em 15/10), que aumentou a estimativa média do portfólio da OGX em 42,4% (de US\$ 23,4 para US\$ 33,27 bilhões), a OGX terminou o ano precificada a US\$ 5,2/boe.

Gráfico 30 – Evolução do EV/2C em 2010 (em US\$/boe)

Evolução do Guidance e suas Repercussões sobre os Analistas em 2010

11/01. Descoberta de hidrocarbonetos em Kilawea (BM-C-42, OGX-4, com uma coluna de 90 metros e net pay de 17 metros) próximo a Vesúvio. A Empresa poderia rever seu plano de E&P: as descobertas de Vesúvio ou Pipeline seriam certificadas como Reservas em 1S2010 com o *first oil* em 2S2011.

Repercussões. Um *ramp-up* na projeção de produção poderia aumentar o PA de alguns Analistas em 10%¹⁶⁰. O *ramp-up*, as certificações de Vesúvio ou Pipeline e o primeiro óleo nestes prospectos para 2S2011 poderiam levar a Empresa a alienar (*farm-out*) participações minoritárias para acelerar o desenvolvimento das reservas de Pipeline¹⁶¹. Aos múltiplos da época, o *farm-out* poderia ocorrer a US\$ 10,0/boe, o que serviria como

¹⁶⁰ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010b]: a D&M assumiu US\$ 274 mil/dia para uma FFSO com capacidade para uma produção de 100 kbd, enquanto a OSX1 teria capacidade para 80 kbd, que poderiam ser expandidos para 100 kbd.

¹⁶¹ LEITE & CANHEU [2010a]. Os analistas consideravam que uma vez melhor dimensionado os riscos de desenvolvimento, a OGX deveria vender participações para IOCs estratégicas e otimizar seu capex.

um importante “*read-across*” para o portfólio. Outros catalisadores seriam os múltiplos de M&A resultantes das vendas de duas reservas próximas a Vesúvio, a de Peregrino¹⁶² (a venda pela Statoil) e do Polvo¹⁶³ (Devon) ainda no 1S2010¹⁶⁴. Ou seja, a expectativa estava se formando para a OGX se transformar de uma empresa puramente exploratória para produção.

22/01. Em menos de um mês do início da perfuração (26/12/09), outra descoberta de hidrocarbonetos: Krakatoa (BM-C-43, com uma coluna de 130 metros e net pay de 30 metros).

27/01. Empresa aumentou metas de produção e antecipou o *first oil* para o início de 2011 (20 kboed contra 5 kboed previstos anteriormente) em Waimea. O *ramp-up* aumentou de 398 para 730 kboepd em 2015 (aumento de 83%). A OGX divulgou intenção de adquirir equipamentos da recém-criada OSX, em parceria com a Hyundai.

Repercussões. As novas metas de produção teriam um impacto pequeno no PA.

Tabela 25 – Projeções das Metas de Produção (em mil boe/dia de Petróleo e GN)

	2011	2015	2019
IPO (2008)	5	398	1.130
Revisão jan./2010	20	730	1.380
Var.%	900%	83%	22%

Fonte para 2009 foi OGX, DFP, 2009, p. 5

O acordo para adquirir equipamentos da recém-criada OSX, a “Embraer dos mares¹⁶⁵”, com a Hyundai “o melhor fabricante de equipamentos *offshore* do mundo”, viabilizaria a conformidade com o requisito de conteúdo local e “*ultrapassar o gargalo nos estaleiros brasileiros*”¹⁶⁶.

¹⁶² Segundo SEQUEIRA [2010a, p. 19], a transação com Peregrino seria um “*comparable*” mais próximo para a OGX do que Polvo (albiano carbonato, mas com apenas 45 mboe recuperáveis), porém Peregrino estava em um estágio de desenvolvimento mais avançado (desenvolvimento começaria em meados de 2010), além de não ser um reservatório albiano. A Sinochem comprou 40% de Peregrino (1 bboe de óleo pesado de 14o. API, segundo a Wood Mackenzie) da Statoil por US\$ 3,1 bilhões e marcou a entrada da chinesa no Brasil. Localizado entre os blocos BM-C-7 e BM-C-47, nas águas rasas do sudoeste de Campos.

¹⁶³ Segundo SEQUEIRA [2010a, p. 19], Polvo havia sido descoberto em 2014 nas águas rasas de Campos. O primeiro óleo foi extraído em 2007, mas a produção desapontou. A venda de Polvo para BP também incluiu seus ativos nas águas profundas do Golfo do México e no Azerbaijão (ao todo, foi uma transação de US\$ 7 bilhões). Portanto, é difícil comparar o múltiplo desta transação com a OGX.

¹⁶⁴ DARIPA [2010a]. Apesar de reconhecer o potencial de mais 3,5 bboe de Vesúvio e Pipeline, DARIPA elevou seu preço alvo de R\$ 16 para R\$ 22, uma média ponderada de 70% seu cenário base (R\$ 18) e 30% seu cenário otimista (R\$ 31).

¹⁶⁵ GASPAS, 2014, p. 246; BATISTA, 2011, p. 127-129. A OSX foi concebida para atuar de maneira integrada em três segmentos: construção naval; afretamento de unidades de exploração e produção; e serviços de operação e manutenção.

¹⁶⁶ DARIPA, 2010b, p. 1.

Os equipamentos fornecidos pela OSX contribuirão para que seja atendido, a preços competitivos, o compromisso de conteúdo local assumido pela OGX nos contratos de concessão celebrados com a ANP. Estes equipamentos serão contratados pelo sistema de afretamento (leasing), o que minimizará a necessidade de capital da OGX em curto e médio prazos, otimizando assim o caixa da companhia neste período. A OGX estima que serão necessários 48 equipamentos de produção até 2019, notadamente 19 FPSOs, 5 TLWP e 24 WHP [OGX, DFP 2009, p. 5].

De fato, o FFSO OSX1 seria alugado por 20 anos por US\$ 263 mil/dia, “aproximadamente dentro do intervalo previsto pela D&M”¹⁶⁷. Mas para dimensionar o que 48 equipamentos significavam, entre 2012 a 2020, a PETR compraria 43 plataformas submersíveis e FPSO, e 6 *jackets* e TLWP¹⁶⁸.

Os Analistas pareciam estar cientes do risco de potencial conflito de interesse entre OSX e OGX, mas entendiam que pelo menos no curto e médio prazo, a associação reduziria a necessidade de capital da OGX¹⁶⁹.

Alguns Analistas¹⁷⁰ insistiam que o mercado ainda avaliava a OGX como uma empresa de exploração, com um múltiplo de US\$ 7,3/boe (incluindo 3,5 bboe de descobertas anunciadas), 56% abaixo da média de seus *peers* na Grã-Bretanha (US\$ 15,0/boe).

O CS¹⁷¹ estimava o maior PA (R\$ 25,0) entre os Analistas da Amostra Própria: além de considerar Pipeline (1,0 a 2,0 bboe), Waimea (158 mboe) incluíram também 894 mboe no ES e US\$ 1,0/boe referentes ao GN de Parnaíba. Relataram ainda que a Empresa pretendia terminar a perfuração em Abacate (BM-S-29) até o final de janeiro, onde estes Analistas estimavam que o RPL da OGX poderia chegar a 0,714 bboe (já considerando o 65% da OGX), enquanto que o relatório da 2ª D&M estimava em 198 mboe (prospecto S-06).

01/02. Em menos de um mês após sua descoberta (11/01), a OGX estimou que o reservatório de Kilawea poderia conter entre 0,1 e 0,2 bboe.

Repercussões. No dia do anúncio das estimativas para Kilawea, a OGXP3 se apreciou 3,0% no pregão. Poucos dias depois (3/2), a OGX finalmente divulgou sua estimativa para Waimea: 0,5 a 0,9 bboe, contra os 0,15 previstos no 2º D&M. A OGXP3 se apreciou 6,2% no pregão. E as perspectivas podiam melhorar ainda mais: testes preliminares indicavam óleo leve (API de 19-20º.). Acreditava-se também que, devido à sua proximidade, haveria uma conexão geológica entre Waimea e Pipeline, o que poderia gerar sinergias na produção. Juntas Waimea e Pipeline poderiam ter volumes entre 1,5 e 2,9 bboe:

Outro número interessante para se prestar atenção é que somando todos os anúncios relacionados ao sudeste de Campos, nós teríamos um volume estimado de 2,1 a 4,6 bboe, contra a estimativa da D&M de

¹⁶⁷ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010a].

¹⁶⁸ SEQUEIRA & FONSECA, 2010a, p. 33; SEQUEIRA & FONSECA, 2012a, p. 14.

¹⁶⁹ Segundo SEQUEIRA [2010a] estes equipamentos estavam avaliados em US\$ 30 bilhões.

¹⁷⁰ DARIPA, 2010b, p. 1.

¹⁷¹ LEITE & CANHEU [2010a].

3 bboe para esta região. E ainda há muitos poços a perfurar! [KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2010c, p. 2].

2/03. OGX anunciou que completou a perfuração de Abacate, sem estimativa de volume.

Repercussões.

OGX não forneceu estimativas de volume, porém a empresa, junto com a Maersk, irá registrar na ANP um plano de avaliação para dimensionar a descoberta. A Maersk, como operadora, aparentemente impediu que a OGX provesse qualquer divulgação sobre o volume.

Nós acreditamos que essa notícia é neutra para a OGX. O registro significa que as duas empresas permanecem interessadas no bloco, portanto há uma probabilidade de haver algo lá. Entretanto, o fato de não haver nenhuma menção sobre hidrocarbonetos abaixo das camadas de pré-sal diminui qualquer expectativa de potencial ganho em descobertas no pré-sal deste bloco. Após tantos atrasos e problemas técnicos na perfuração deste poço, os investidores já consideram um poço seco como fato [KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2010d, p. 1].

No pregão (2/3), a OGXP3 perdeu 1,65% (de R\$ 16,32 para R\$ 16,05). Em termos quantitativos, o IBBA considerou o impacto do BM-S-29 como pequeno: R\$ 0,6/ação em um PA de R\$ 24,20. Embora ainda não anunciado oficialmente, o BM-S-29 seria o primeiro poço seco da OGX¹⁷².

5 e 12/03. Descoberta de hidrocarbonetos em Etna (BM-C-41, com coluna com 70 metros e net pay de 28 metros).

Repercussões. A OGXP3 se apreciou 5,8% no pregão de 5/3. Talvez mais importante do que a descoberta em si, poderia ser a conexão geológica entre Etna, Waimea e Pipeline, que formaria um triângulo, com possíveis sinergias na produção (maior taxa de recuperação) e no compartilhamento de infraestrutura¹⁷³. O Executivo responsável de exploração estava “muito entusiasmado” com Etna e ainda “estava apaixonado” pelo BM-S-29, embora não pudesse dar nenhuma nova notícia¹⁷⁴. Em 12/3, a terceira nova descoberta no Etna indicava que o triângulo Etna-Waimea-Pipeline poderia prover de um único reservatório, cujas fronteiras poderiam ser mais extensas.

24/03. Descoberta de hidrocarbonetos em Fuji (BM-C-41) com características semelhantes ao triângulo Etna-Waimea-Pipeline.

Repercussões. A descoberta de Fuji foi mais uma indicação do “enorme potencial no sudeste de Campos”¹⁷⁵. Agora, trava-se de um quadrilátero, Etna, Waimea, Pipeline e Fuji.

¹⁷² KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010d].

¹⁷³ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010e].

¹⁷⁴ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010f].

¹⁷⁵ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010g].

Aparentemente, até março não havia nenhum plano para acelerar a exploração no ES. A campanha se concentrava no BM-C-41 e BM-C-42, onde cinco poços estavam sendo perfurados (Etna [OGX-6], Waimea, Pipeline [OGX-2], Fuji [OGX-8] e Hawaii [OGX-10]). Em abril, a OGX retomou a exploração em Santos com Natal (BM-S-59, OGX11D) e Niterói (BM-S-57, OGX12).

Apesar das boas notícias de março, o valor da OGXP3 estava “estacionado” no intervalo R\$ 16,0 a R\$ 17,0. Uma possível interpretação seria que o “mercado”, à medida que a OGX rumava para a fase de produção, temia-se o risco de execução no agressivo seu plano de negócios: haveria plataformas suficientes, que preenchessem as regras de conteúdo local?¹⁷⁶

5 e 8/04. Descobertas nos poços de Huna (OGX-7A) e Hawaii (OGX-10), ambos no BM-C-42.

12/04. Descoberta de hidrocarbonetos em poço horizontal reforçou a expectativa que o volume estimado para Vesúvio poderia estar mais próximo de 1,5 bboe.

14 e 15/04. Em entrevista à XPTV, o AC afirmou a descoberta de uma nova província petrolífera, em águas rasas, ao Sul de Campos, com o equivalente a US\$ 1,0 trilhão em “reservas”, onde produção começaria em 1T2011. Anunciou que negociava a venda de 20% das ações da OGX para fazer uma “megamonetização”.

Repercussões. Quando a entrevista foi divulgada (15/04), o volume de negociações triplicaria de R\$ 244 milhões para R\$ 734 milhões por dia¹⁷⁷, mas no pregão a OGXP3 se apreciou apenas 1,8%. Dentro da Empresa, começou um esforço para tentar justificar a existência dos 10 bboe “*a gente começou a contabilizar todo e qualquer traço que aparecesse nas sísmicas. Até espirro valia*”¹⁷⁸. O 3º D&M que descreveria a atualização para 10,8 bboe só seria divulgado em 15 de abril de 2011, um ano após a entrevista à XPTV.

A referida entrevista do AC e os 10,0 bboe da OGX não foram mencionados nos relatórios em abril dos Analistas da Amostra Própria. Foi somente em maio que o tema surgiu como a possibilidade de *farm-out* de 20% dos blocos de Campos que confirmariam, ou não, a qualidade do portfólio da OGX, além da capitalização adicional.

13/05. OGX confirmou que Pipeline-Etna correspondiam a um mesmo reservatório que poderia conter de 1,4 a 2,6 bboe, e que Waimea-Fuji correspondiam a outro reservatório com 0,6 a 1,1 bboe.

Repercussões. Com o resultado de Pipeline-Etna e Waimea-Fuji, o RPL da OGX aumentaria em 0,587 bboe para um total de 8,5 bboe. Poucos dias depois (17/5), em teleconferência, os Executivos afirmaram que a campanha exploratória em Campos focaria em “*dois elefantes, Vesúvio e Waimea, com o objetivo de prepara-los para*

¹⁷⁶ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010h].

¹⁷⁷ GASPAR, 2014, p. 246-249.

¹⁷⁸ GASPAR, 2014, p. 255.

começar a produzir no ano que vem, e também para assegurar uma quantidade decente de provas para quando o 3º D&M vier em novembro”¹⁷⁹.

Os Executivos também relataram a intenção de *farm-out* 20%¹⁸⁰ de blocos em Campos, revelada pelo AC no mês anterior. Ou seja, em uma só teleconferência, os Executivos divulgaram três informações importantes: a produção estaria próxima (20 kboepd em 2011); o 3º D&M; e a perspectiva de *farm-out*. Entretanto, a OGXP3 estava sendo transacionada a R\$ 15,00. Uma possível explicação para a apática estabilidade da OGXP3 era que os investidores buscavam liquidez para participar da oferta subsequente da PETR, que seria concluída em setembro de 2010.

Ainda em 17/5, a OGX anunciou que as perfurações em BM-C-37 e BM-C-38, em parceria com a MAERSK, começariam em agosto/setembro. A OGX também confirmou sua intenção de participar em leilão na Colômbia, onde os Executivos também tinham expertise. Vale destacar que as perfurações nos blocos, BM-C-39 e o BM-S-58, onde a OGX pagou o maior BA/km e o maior BA total, respectivamente, na 9ª Rodada ainda nem sequer haviam começado. Ou seja, a OGX estava ampliando seu portfólio internacionalmente, sem ter concluído a campanha exploratória em blocos que, na 9ª Rodada, foram tidos como os mais valiosos.

23/06. OGX adquiriu 5 blocos terrestres na Colômbia (12.580 km²), por US\$ 125 milhões (R\$ 223,9 milhões), a serem explorados entre 2011 e 2013.

Repercussões. Apesar do valor relativamente baixo pagos no equivalente ao BA (R\$ 17,8 mil/m² contra R\$ 243,7 mil/km² da 9ª Rodada) as áreas a serem exploradas na Colômbia eram maiores do que as áreas arrematadas pela OGX na 9ª Rodada (6.883 m²). O baixo custo da concessão colombiana indicava a compra de uma opção de crescimento a um baixo custo. Mas para uma empresa com portfólio tão amplo no Brasil, que exigiria elevados investimentos, a exploração na Colômbia poderia indicar um desvio de foco operacional, ou ainda, uma tentativa de desviar a atenção dos investidores para a falta de notícias e possível fracasso do BM-S-29.

Alguns Analistas¹⁸¹ consideraram o investimento na Colômbia interessante pela formação geológica parecida com a Baía Maracaibo na Venezuela, o ambiente regulatório favorável e o impacto limitado no programa de investimentos da OGX. Entretanto, apesar destes atributos, estes Analistas não precificaram estes ativos em seu PA. Compararam a atuação da OGX no leilão colombiano com sua atuação na 9ª Rodada:

A atuação [no leilão] na Colômbia se assemelha à atuação agressiva da OGX na 9ª Rodada. Enquanto a competição entre os ofertantes se concentrou na área de Lianos, a qual chegou a receber até 19 ofertas por um único bloco, OGX surpreendeu o mercado novamente ao ofertar sozinho pela bacia de Cesar Rancheria, arrematando 9.591 km² de área inexplorada próxima a Baía Maracaibo, uma das bacias petrolíferas

¹⁷⁹ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010i].

¹⁸⁰ Segundo explicam KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010o], a venda de até 30% de participação nos blocos evitaria trocar o contrato de concessão com a ANP e a necessidade de novas licenças ambientais.

¹⁸¹ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010j].

mais prolíferas no mundo, localizada na Venezuela, o vizinho rico em óleo da Colômbia. Desde sua descoberta em 1914, Maracaibo já produziu mais de 30 bboe de óleo e tem reservas estimadas em 1,4 bboe [KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2010I, p. 1].

E ainda ironizaram o desprezo do mercado em relação aos investimentos na Colômbia:

A questão que sempre ouvimos sobre a OGX é: o que a OGX viu que ninguém mais viu? Como não havia concorrência nos blocos que a empresa arrematou? Como que ninguém notou o potencial das águas rasas na bacia de Campos no Brasil? [KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2010I, p. 3].

28/06 e 15/07. Descoberta de hidrocarbonetos em Pero. Os resultados foram tão positivos que a Empresa tornou a exploração na área uma prioridade.

Repercussões. A notícia da descoberta de Pero (BM-C-40), no nordeste de Campos onde o 2º D&M estimou poder haver 0,94 bboe (BM-C-39 e BM-C-40), foi recebida como positiva por alguns Analistas, mas que não ajustaram seu PAs, por acreditarem que esta área teria reservatórios menores do que aqueles descobertos no sudeste de Campos¹⁸². Na 9ª Rodada, a OGX pagou pelo BM-C-39 e BM-C-40 o segundo e o terceiro maior BA/km²:

Tabela 26 – Indicadores dos Principais Blocos Arrematados no Leilão da 9ª Rodada pela OGX

Blocos	BA ¹⁸³ (R\$ mil) (A)	PEM (R\$ mil) (C)	Área (km²) (B)	A/B (R\$ mil/km²)	C/B (R\$ mil/km²)
BM-C-39	237.241	73.584	109	2.176,5	675,1
BM-C-40	126.770	37.782	124	1.022,3	304,7
BM-C-41	237.241	75.402	236	1.005,3	319,5
Total / Média Campos	869.852	304.880	1.177	739,0	259,0
BM-S-58	344.090	55.512	176	1.955,1	315,4
Total / Média Santos	599.441	149.832	677	885,4	221,3
Total / Média ES	88.800	106.848	3.620	24,5	29,5
Total / Média PA-MA	9.781	48.204	960	10,2	94,8

Em julho, alguns Analistas já consideravam o peso do *farm-out* sobre qualquer outra notícia da OGX:

Nos últimos dois a três meses, a maior parte do foco na OGX tem sido no potencial do farm-out de 20% a 30% dos blocos de Campos. Em nossa opinião, o potencial do farm-out é, de longe, o mais importante gatilho para a performance das ações no 2S2010. Mas, neste meio tempo, a empresa fez importantes movimentos na Colômbia e

¹⁸² KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010k].

¹⁸³ Considerando 100% do bloco.

encontrou mais dados encorajadores em Santos, [em Natal, no BM-S-59] pelos quais nós tememos que o mercado não prestou muita atenção [KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2010], p. 1].

(...) O Acionista controlador da empresa gerou publicidade sobre a potencial venda de parte dos ativos upstream da bacia [KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2010], p. 2].

Segundo relatos não oficiais, as negociações do *farm-out* prosseguiram com cinco empresas interessadas: duas estatais chinesas, CNOOC e Sinopec (receberam dados em junho de 2010), a francesa Total, a italiana Eni, a norueguesa Statoil¹⁸⁴.

16/07. Anúncio do primeiro poço seco em uma campanha com 100% de taxa de sucesso até então: o Niterói (BM-S-57). Com baixo potencial de GN, o evento não foi considerado relevante.

Repercussões. Como a D&M havia estimado um baixo potencial de GN ao bloco, o evento em si não foi considerado relevante pelos Analistas. Era o primeiro poço seco, reconhecido formalmente, em uma campanha com 100% de taxa de sucesso até então. Alguns dias depois (20 e 22) a Empresa anunciou descobertas em um novo poço (Santa Helena, BM-C-41) há pouco quilômetros de Etna, o que seria interpretado como mais uma evidência do potencial do complexo Etna-Pipeline.

12/08. Em teleconferência, os Executivos reiteraram os planos de iniciar a produção em 1S2011. O AC informou que aguardava propostas para o *farm-out* para 18/10.

Repercussões. Poucas semanas antes da teleconferência (2/8), OGX teria constituído uma subsidiária integral, a OGX Campos, para segregar os ativos que seriam objetos do *farm-out*. O valor patrimonial contábil da OGX Campos era de R\$ 12,8 milhões em 31/12/2010 e posteriormente foi aumentado para R\$ 1,55 bilhão em 31/03/2011. Alguns Analistas acreditavam que se o *farm-out* fosse confirmado, a OGXP3 poderia chegar a R\$ 31,00¹⁸⁵.

A perspectiva do *farm-out* e o potencial *de-risking* do 3º D&M, esperado para o 1T11, atraiu novos Analistas para a OGX, como foi o caso do Deutsche Bank (“DB”), com um PA de R\$ 28,00 (16/8), endossando as virtudes propagadas no IPO e os sucessos na campanha de 2009, mas requer que o investidor tenha um “coração forte”, uma vez que ainda se trata de uma “e-company”¹⁸⁶. O DB inclusive citou um relatório do Wood Mackenzie que considerou duas descobertas da OGX entre as 10 melhores do mundo em 2009. Novamente, a estratégia de monetização das reservas da OGX era comparada com aquela executada com sucesso pelo AC na MMX, mas o DB ponderava que, devido

¹⁸⁴ A China National Offshore Oil Company (CNOOC) é sócia da PETR no campo de Libra, no pré-sal da Bacia de Santos. Em 2017, a CNOOC estudava investir em E&P de óleo tanto no mar quanto na terra, em associação com a PETR e outras empresas internacionais atuantes no Brasil [RAMALHO, A.; POLITO, R. “Sócia em Libra, chinesa planeja investir mais”, *Jornal Valor Econômico*, 8/8/2017, p. B1].

¹⁸⁵ DARIPA [2010c].

¹⁸⁶ SEQUEIRA, 2010a, usou um WACC de 12%, US\$ 80/barril para o Brent e US\$ 6,00/mbtu, RPL de 8,256 bboe (considera POS de 42,8%). Considerou que Parnaíba acresceria em R\$ 2,0/ação.

à grande heterogeneidade dos múltiplos de M&A disponíveis, era muito difícil estimar quanto valeria uma participação minoritária no portfólio da OGX em Campos¹⁸⁷.

O DB ponderou que *E-Companies* frequentemente enfrentam atrasos e sobrecustos, que também acometem empresas maduras, como a PETR. *E-Companies* estavam sempre limitadas pela indisponibilidade de equipamentos e mão de obra qualificada. Além disso, o Governo brasileiro sinalizava regulação mais restrita ao capital privado. Por outro lado, o potencial do Brasil era enorme: apenas 4% das 29 bacias sedimentares, com potencial para hidrocarbonetos, haviam sido ofertados ao mercado.

Segundo o DB, o desempenho da OGXP3 poderia estar sendo limitado (*overhang*) pela oferta da PETR e por IPOs (ex. a subsidiária da Repsol-YPF no Brasil¹⁸⁸, HRT¹⁸⁹). Outras empresas também estavam buscando *farm-outs* no Brasil (ex. *Karoon Gas Australian* estava vendendo 30% de seus blocos em Santos¹⁹⁰). Ao descrever a bem-sucedida campanha exploratória, o DB não mencionou as dificuldades com o BM-S-29.

16/08 a 24/11. Empresa identificou grande potencial petrolífero de Parnaíba [OGX-16 e OGX-22]: 20 novos prospectos com 15 Tcf de GN e uma capacidade produtiva de 18,4 Mcf por dia.

Repercussões. Para alguns Analistas, Parnaíba poderia ser “uma joia escondida”¹⁹¹.

22/09. Em conferência em Nova Iorque, Executivos e o AC foram questionados sobre a capacidade da OSX em servir a OGX e o *farm-out*.

Repercussões. Na conferência, alguns Analistas questionavam o AC na capacidade da OSX em servir a OGX, pois o licenciamento ambiental estava atrasando a construção do estaleiro em Santa Catarina¹⁹². Mas a OGX explicou que a licença deveria sair em novembro e a primeira plataforma (FPSO OSX 1 para Waimea) já estava comissionada. Posteriormente, a OSX resolveu construir seu estaleiro no Porto de Açu, pertencente à LLX.

O AC aproveitou a ocasião para reiterar sua expectativa que as ofertas para *farm-out* deveriam chegar em meados de outubro.

Ao longo das últimas várias semanas, tem havido muitas notícias sobre o farm-out de uma participação minoritária no portfólio da bacia de Campos: de acordo com a Bloomberg, a transação estaria avaliada em

¹⁸⁷ SEQUEIRA, 2010a, p. 18.

¹⁸⁸ Segundo SEQUEIRA [2010a, p. 24], a Repsol-YPF é a IOC com mais extenso portfólio de exploração no Brasil e um longo histórico de associação com a Petrobras, com 1,2 bboe de recursos contingentes (BM-S-67, BM-S-9 e BM-S-48), e 0,6 bboe em recursos prospectivos.

¹⁸⁹ Segundo SEQUEIRA [2010a, p. 25], a HRT detinha 0,505 bboe de recursos contingentes e 1,5 bboe em recursos prospectivos no Brasil (bacia do Solimões) e Namíbia.

¹⁹⁰ BM-S-61, BM-S-62, BM-S-68, BM-S-69 e BM-S-70.

¹⁹¹ DARIPA, 2010c, p. 1. SEQUEIRA [2010a] estimou que Parnaíba acresceria em US\$ 2,0/boe (Preço Alvo de R\$ 28,00) enquanto KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010m] estimaram em US\$ 1,85/boe, mas não incluíram em sua estimativa de Preço Alvo (R\$ 27,90). Circulava na imprensa comentários que Parnaíba poderia conter “meia Bolívia” (15 Tcf).

¹⁹² SEQUEIRA [2010b].

US\$ 7 bilhões por 20-30% dos ativos, enquanto que o Dow Jones, a transação estaria avaliada em US\$ 12-14 bilhões por 30% dos ativos. Em ambos relatos, chineses, europeus e norte-americanos estariam entre os interessados.

Então, a questão é: o que podemos inferir sobre estes relatos da imprensa? Não muito. Dependendo das premissas de volume na bacia de Campos, que podem estar em qualquer lugar entre 3,693 bboe (recursos riscados, de acordo com o relatório da D&M) a 8,337 boe (recursos “unrisked”, também de acordo com o relatório da D&M), o valor por boe varia entre US\$ 2,8 a 17,6 para um valor de transação entre US\$ 7-14 bilhões, de acordo com a imprensa. (...)

Importante, OGX espera que o preço pago pelo farm-out seja superior ao investimento necessário para desenvolver e operar os campos [US\$ 15,0/boe], o que se traduziria em um influxo real de caixa na empresa.

Os valores de transações recentes de E&P variam significativamente, devido às particularidades dos ativos envolvidos. Nós somos questionados constantemente sobre o significado destes valores para a OGX. Em nossa opinião, é muito difícil encontrar um similar [‘comparable’] real para a OGX [SEQUEIRA, 2010b, p. 3].

Outros Analistas estimavam que o possível *farm-out*, além de favorecer o *de-risking* do restante do portfólio, reduzir a pressão de caixa, poderia também possibilitar a distribuição de dividendos que poderiam chegar a R\$ 2,93 por ação¹⁹³.

27/09. Descoberta de óleo leve (27º API) em Inga, ao Nordeste de Campos (BM-C-40), dentro da área objeto do *farm-out*.

Repercussões. A nova descoberta fez com que alguns Analistas aumentassem seus PAs em mais de 10%¹⁹⁴. O teste em Inga indicou também bom fluxo de óleo (8-12 kbpd, podendo chegar a 25-35 kbpd) o que, se confirmado, implicaria em menores custos de desenvolvimento. Essa descoberta endossaria outra recente feita em Pero, onde também se encontrou óleo leve (26-28º API). As descobertas de óleo leve em Inga e Pero contrastavam com o óleo encontrado em Peregrino pela Statoil, um parâmetro frequentemente citado para o *farm-out* da OGX.

30/09. Descoberta de óleo leve em Aracaju nas águas rasas de Santos.

Repercussões. Essa descoberta tinha um significado especial, pois indicava a possível presença de óleo leve nas águas rasas de Santos, onde o “mercado” não estava dando muita importância¹⁹⁵, inclusive porque fora em Santos que a Empresa, recentemente, havia reconhecido um poço seco (o poço de Niterói, no BM-S-57). No início de outubro

¹⁹³ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010o], assumindo uma venda de 20% por 5,5 bboe geraria US\$ 11 bilhões bruto (US\$ 10/boe), ou US\$ 9,4 líquido de impostos, dos quais a OGX reteria US\$ 4 bilhões para investimentos e distribuiria o restante em dividendos. Posteriormente, AUDI [2010a], também endossou a expectativa que o *farm-out* poderia viabilizar a distribuição de dividendos.

¹⁹⁴ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010n].

¹⁹⁵ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010o].

(8), outra descoberta em Santos (Belém, no BM-S-56) que poderia ser interpretado como um *follow-up* à Niterói (seco), que agora teria sido perfurado na direção correta. Aracaju se localizava no BM-S-58, o bloco com o BA mais alto da 9ª Rodada.

1/10. Sinopec comprou 40% dos negócios da Repsol na América Latina por US\$ 7,1 bilhões.

Repercussões. A aquisição, via aporte de capital, equivalente a um múltiplo de US\$ 5,4 a 6,0/boe. Os Analistas analisaram os efeitos que esta transação poderia trazer para a OGX. Primeiro, uma leitura negativa: um interessado a menos no *farm-out* da OGX. Segundo, a leitura positiva: (1) com o referido aporte, a Repsol não precisaria fazer o IPO no Brasil, o que removeria o *overhang* na OGXP3; (2) confirmava o interesse de IOCs no Brasil; (3) um possível argumento para defender o múltiplo de US\$ 5,4/boe (baseado no meio do intervalo do 2º D&M). Entretanto, o argumento do múltiplo de M&A era frágil, uma vez que a exposição da Repsol ao pré-sal era elevada¹⁹⁶.

Outros Analistas¹⁹⁷ foram mais otimistas: (1) apesar da Repsol possuir 90% de suas reservas no pré-sal, a transação representou um múltiplo de US\$ 6,8/boe, enquanto que a OGXP3 estava sendo transacionada por US\$ 4,5/boe (no mesmo critério de avaliação de recursos); (2) as empresas chinesas continuariam a demonstrar interesse em outras oportunidades de E&P no Brasil, uma vez que os 40% de participação na Repsol Brasil representava “apenas” 0,60 bboe, ou seja, os chineses estariam apenas começando. Entre os pregões de 29/9 e 5/10, a OGXP3 se apreciou em 5,0%.

Os Analistas também mencionavam a transação recente de outra chinesa, em maio, como possível indicador para o *farm-out*. A Sinochem comprou 40% do campo de Peregrino, em Campos, da norueguesa Statoil, pelo equivalente a US\$ 15,0/boe de uma reserva de 0,6 bboe de óleo pesado (14-16 API), porém já na fase de desenvolvimento e com *start-up* esperado para o começo de 2011. Entretanto, alguns Analistas também recomendavam cautela com o uso deste múltiplo, pois os 0,6 bboe de Peregrino eram classificados como reservas prováveis 2P, bem diferentes dos recursos prospectivos da OGX (Recursos Prospectivos 2C). Para ajustar o múltiplo EV/2P para o EV/2C era recomendável usar a média de desconto de 35% praticada na indústria de E&P, o que geraria um múltiplo de US\$ 10,0/boe¹⁹⁸.

Em 26/10, outro grande banco, o Santander (“SAN”), iniciou a cobertura da OGXP3 com PA de R\$ 33,00¹⁹⁹. Em seu relatório de início de cobertura, o SAN chamou a OGX de “*a empresa upstream mais completa do Brasil: rica em catalisadores e pronta para iniciar um novo capítulo*”, “*um gigante recém-nascido*”, reiterando o tripé de valor defendido no IPO (portfólio, Executivos e AC) mais o possível *farm-out*.

Para o SAN, a magnitude do portfólio da OGX, que poderia ter 9,9 bboe, era próxima a gigantes como a Chevron (10,3 bboe) e Conoco Phillips (11,3 bboe), porém em águas

¹⁹⁶ SEQUEIRA [2010c].

¹⁹⁷ DARIPA [2010d].

¹⁹⁸ AUDI & FALANGA NETO, 2010a, p. 6.

¹⁹⁹ AUDI & FALANGA NETO [2010a]. Usou um WACC de 10% (real), US\$ 85/barril para o Brent, US\$ 4,0/bcf para o GN.

rasas. A relação com a OSX, cuja licença ambiental agora era esperada para dezembro, foi considerada como essencial para assegurar a viabilidade do ambicioso plano de produção da OGX. Naquele momento, o SAN identificou alguns catalisadores, além do *farm-out*: (1) *first-oil* em 1S11 em Waimea, pois até então, o valor da OGX era “conceitual”; (2) os riscos de execução na fase de produção que eram mais elevados do que os riscos da fase de exploração; (3) devido a (1) e (2), a OGXP3 pode estar sobrevalorizada; (4) capital e/ou financiamentos adicionais, pois o caixa que a OGX precisava para sustentar sua agressiva campanha de exploração e produção era maior do que sua disponibilidade. A captação de recursos no mercado de capitais poderia ser comprometida se o *farm-out* não se concretizasse.

O SAN foi o primeiro Analista da Amostra Própria a questionar se a OGXP3 estaria sobrevalorizada. Poucos dias depois (11/11), os Analistas do BTG também abordariam a possível sobrevalorização da OGXP3²⁰⁰.

4/11. Esperada para outubro, os Executivos, agora, estimavam que o *farm-out* seria concluído no 1T2011.

Repercussões. Em uma entrevista ao jornal OESP, o AC revelou que esperava um múltiplo acima de US\$ 8,5/boe no *farm-out*²⁰¹. O fato que, nos últimos 12 meses, as transações Repsol-Sinopec e Statoil-Sinochem no Brasil sustentavam as expectativas sobre o sucesso do *farm-out* da OGX.

11/11 a 21/12. Após um 3T2010 com 8 descobertas, não havia notícias sobre estimativas para Waimea, cujo início de produção (20 kbpd) foi adiado do 1T para o 2T2011.

Repercussões. De fato, em 11/11, após 8 descobertas anunciadas no ano, alguns Analistas começaram a demonstrar desconforto com a falta de notícias sobre estimativas de volumes da campanha em andamento, especialmente em Waimea. O início de produção de Waimea era esperado para meados de 2011 e não mais para o início do ano, entretanto todos os equipamentos necessários já estavam contratados. Depois de uma forte valorização, em 4/11, a OGXP3 chegou a valer R\$ 23,20, pouco abaixo do pico registrado desde o IPO (R\$ 23,27 em 15/10/10). Desde então e até 21/12, a OGXP3 se desvalorizaria continuamente até alcançar R\$ 18,63. Uma queda de 19,7% em 33 dias úteis.

Alguns Analistas consideraram os movimentos da OGXP3 como “injustificados”, “ruídos” gerados pelas expectativas do *farm-out*, mas que os fundamentos da OGX eram sólidos e haveria um investidor chinês, “particularmente, faminto” pelo *farm-out*. Portanto, os investidores “não deveriam prestar atenção ao ruído...”²⁰². Outro Analista, entretanto, ironizou: “falta de notícia é má notícia?”²⁰³

Permanecemos positivos, mas nós amaríamos ter mais apoio na avaliação (...). Daqui para frente, nós acreditamos que um maior

²⁰⁰ GATTASS, FONSECA & VALENTE, 2010a, p. 2

²⁰¹ Relatório em DARIPA, 2010e, p. 4.

²⁰² AUDI & FALANGA NETO, 2010b, p. 1.

²⁰³ SEQUEIRA [2010d].

volume de revelações [disclosure] é necessário para apoiar a forte apreciação [rally]. Isso ou o farm out [GATTASS, FONSECA & VALENTE, 2010a, p. 1].

(...) Entretanto, com a ação tendo se valorizado significativamente, e o valor por barril descoberto ter ultrapassado o intervalo 6-8/bboe, dentro do qual nos sentimos confortáveis, as ações da OGX parecem já estar precificando mais do que já se tornou público. [grifo nosso]

O que nos deixa com a questão... Qual será o vetor [driver] marginal? Um deslocamento para cima do valor de consenso por barril descoberto? Ou um aumento no número de barris encontrados? Talvez, ambos.

No presente, nós acreditamos que os investidores estão assumindo que a OGX já encontrou mais [barris]. Nós tendemos acreditar que isso seja verdade. A OGX tem, de fato, 6 poços que ainda não tiveram seus volumes revelados.

Mas no fundo, nós nos sentiríamos simplesmente mais confortáveis se estes volumes estivessem sido relevados ao mercado. O histórico da OGX com os investidores é relativamente curto, e nós preferiríamos um ganho sólido no consenso de valor que reduzir o nível de confiança nos múltiplos. [GATTASS, FONSECA & VALENTE, 2010a, p. 2].

Outro Analista demonstrou preocupação com o comportamento do mercado que parecia esperar apenas pelo *farm-out* e desconsiderar outras conquistas na campanha exploratória:

(...) Embora a transação seja provavelmente um desenvolvimento positivo para a empresa, o farm-out não é o pilar da estória da OGX. Nós estamos preocupados que a performance da ação se torne função das notícias sobre o farm-out, em parte por causa do marketing intensivo dos executivos [da empresa] sobre este tema. O mercado está ignorando um programa exploratório bem-sucedido até agora e o fato de não haver outros catalisadores para a ação no curto/médio prazo, e está focando apenas no processo de farm-out. [SEQUEIRA, 2010d, p. 1].

12/11. Após atrasos e problemas técnicos que levaram os investidores a especularem que se tratava de um poço seco, a OGX comprou o restante da participação da MAERSK (35%) no BM-S-29, um dos primeiros blocos perfurados na campanha da OGX.

Repercussões. O valor pago não foi revelado, mas provavelmente foi pelo valor do investimento restante necessário (*capex carry agreement*). O *farm-in* teria sido motivado por divergências entre a OGX e a MAERSK quanto ao potencial do bloco, o que estaria impedindo que a Empresa “se tornasse mais ativa nos planos de perfuração”²⁰⁴. O 2º D&M estimava que o BM-S-29 poderia ter 0,305 bboe.

²⁰⁴ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010q].

Alguns Analistas questionaram a aquisição: “uma boa decisão estratégica ou jogo?”²⁰⁵ Afinal, por que a MAERSK venderia, de graça, sua participação em um bloco promissor? Posteriormente (21/12), a OGX concluiu a perfuração de Itagi em Santos (BM-S-56) e o declarou uma descoberta não comercial. A notícia foi interpretada como negativa para o BM-S-29 e considerando que Niterói foi declarado seco, trazia mais dúvidas sobre o potencial de Santos. Até então, a OGX havia perfurado cinco poços na bacia, com três descobertas (Natal, Belém e Aracaju).

8/12. Descoberta de hidrocarbonetos em Waikiki (BM-C-39) reforçou o potencial do Nordeste de Campos (com estimativas anteriores de 2,6 a 5,5 bboe), que poderia ser tão prolífero quanto o Sudeste. Até aquele momento, a OGX havia perfurado 18 poços em Campos, “*todos com identificação de hidrocarbonetos, confirmando a taxa de sucesso de 100% nesta bacia*”. Apesar destes indicadores, a OGXP3 encerrou o ano com valorização de “apenas” 13,2% (R\$ 20,00) em um ano de muita volatilidade.

Repercussões. O bloco BM-C-39 foi o maior valor de BA/km² da 9ª Rodada. Pela primeira vez, Analistas mencionam a possibilidade deste anúncio ser considerado uma notícia ruim, pois a Empresa estaria sendo criticada por “excesso de otimismo”. Vale notar que, apesar desta menção, estes Analistas discordaram desta interpretação negativa e consideraram o anúncio positivo²⁰⁶. De fato, ao longo de 2010 foram 36 FRs publicados, quase todos sobre novas descobertas de hidrocarbonetos.

22/12. Congresso aprovou a Lei de Partilha da Produção, o que poderia vir a ser positivo para a OGX pois a ANP retomaria os leilões.

Fim do ano. O ano de 2010 terminou sem notícias sobre o *farm out* da OGX.

Repercussões. Apesar da falta de notícias, duas outras transações mantiveram os Analistas otimistas: a compra dos ativos da *Occidental Petroleum* (“OXY”) na Argentina pela chinesa Sinopec (US\$ 2,45 bilhões, representando US\$ 6,2/boe de EV/2P em 13/12); a compra dos blocos da sul coreana SK Energy em Campos pela MAERSK (US\$ 2,4 bilhões, representando US\$ 14,9/boe de reservas em 23/12).

O possível múltiplo de US\$ 10,0/boe do *farm-out*, endossado pela análise de transações similares e usado na famosa entrevista do AC em 14/4, era um parâmetro alvissareiro considerando que a OGXP3 começou o ano valendo o equivalente a US\$ 4,2 e, mesmo no seu ápice, chegou a US\$ 6,1 (15/10), ligeiramente superior ao pico de 2009 (US\$ 5,6, em 9/10/2009). Mas a narrativa não foi capaz de sustentar o valor da OGX, especialmente após 15/10, quando o mercado parece ter se frustrado com a falta de notícias sobre o *farm-out* e a produção em Waimea.

Antes esperada para outubro, os Executivos, agora, estimavam que o *farm-out* estaria concluído no 1T2011. Esse “atraso” não necessariamente era negativo, uma vez que é comum em transações deste tipo, especialmente se o objetivo for maximizar o valor da venda. Além disso, a Empresa detinha boa reserva de caixa e tinha tempo para negociar. Entretanto, como o mercado estava focado no *farm-out*, o atraso não seria bem

²⁰⁵ AUDI & FALANGA NETO, 2010c, p. 1.

²⁰⁶ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010r].

recebido²⁰⁷. De fato, a OGXP3 encerraria 2010 valendo R\$ 20,00, 36,7% abaixo do segundo pico de R\$ 23,20 em 4/11. Uma perda de 36,7% em menos de dois meses não era um bom jeito de terminar o ano.

O fim do Rally (4/11) coincidiu com o anúncio do adiamento do *farm-out* e foi nesta época que alguns Analistas relataram, pela primeira vez, críticas aos Executivos que poderiam estar sendo “excessivamente otimistas” no seu *guidance*²⁰⁸. A percepção de otimismo excessivo que pode ter motivado a 2ª Correção Depreciativa e não eram infundadas. Havia já alguns catalisadores cujas resoluções permaneciam pendentes: a falta de atualizações sobre o BM-S-29, que estariam sob responsabilidade do operador (MAERSK); a falta de notícias sobre o Waimea, cuja produção deveria começar no 1T2011 e só começaria em 2012. Ao longo do ano, outras frustrações foram acumuladas com as sucessivas postergações do anúncio do *farm-out* de Campos, cuja intenção foi anunciada em 15/4, mas não se concretizou. Estes catalisadores sem resolução podem ter sido as primeiras fraturas do *guidance* da OGX.

Durante 2010, a OGX revisou seu plano de negócios quadrienal (2010-2013) por duas vezes, aumentando a previsão de investimentos na exploração de US\$ 2 para US\$ 3 bilhões (primeiro de 51 poços até 2013 para 79 poços, e depois para 87). A Empresa elegeu Campos como foco, onde o número de poços aumentaria de 27 para 40. O aumento seria possível graças às reduções das perfurações planejadas para Santos (menos 9) e a contratação de sondas adicionais. A ideia de priorizar Campos era focar onde o conhecimento geológico era maior, portanto, o risco menor. A partir de 2011, a Empresa investiria na exploração de todas as suas bacias, incluindo ES e PA-MA.

Tabela 27 – Número de Poços Perfurados (Pioneiros e Appraisals)

	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Revisão 2009	6	27	24	19	3	79
Campos	5	17	10	7	1	40
Santos	1	9	4	4	-	18
Parnaíba	-	1	5	1	-	7
ES	-	-	3	4	-	7
PA-MA	-	-	2	3	2	7
Planejamento 2008	6	19	19	7	-	51
Campos	4	11	10	2	-	27
Santos	2	8	4	-	-	14
Parnaíba	-	-	-	-	-	-
ES	-	-	3	3	-	6
PA-MA	-	-	2	2	-	4

Fonte: Relatório Bradesco, IBBA [2009m]

²⁰⁷ SEQUEIRA [2010d] e KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010p].

²⁰⁸ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2010r.

Em 2010, na mediana, os Analistas da Amostra TR endossaram o *guidance* otimista mantendo seus PAs acima do valor da OGXP3 ao longo do ano todo. Os Analistas mais otimistas se tornaram ainda mais otimistas aumentando seus PAs de R\$ 22,59 no início do ano para R\$ 37,40 no fim do ano. Até os Analistas mais pessimistas resistiram em rever seu PA por boa parte do ano, e em dezembro ajustou de R\$ 9,23 para R\$ 15,00²⁰⁹.

Gráfico 31 – Evolução da OGXP3, do PA Máximo, Mínimo e Mediano da Amostra TR em 2010

²⁰⁹ Vale ressaltar que não se pode afirmar que os Analistas otimistas se tratam das mesmas pessoas ao longo do ano. O mesmo se aplica aos pessimistas.

3.4 2011: “Ano da Virada”... da Credibilidade

O AC havia prometido ao mercado que 2011 seria “o ano da virada” para o Grupo X: a MMX aumentaria sua produção de 7,7 milhões para 37 milhões de toneladas; a MPX inauguraria duas UTEs (Pecém, no Ceará e Maranhão); a OGX começaria a produzir no fim do ano; LLX começaria as operações do Porto de Açu; a OSX avançaria as obras do estaleiro, orçado em R\$ 3 bilhões, capaz de produzir as 48 plataformas que a OGX precisaria. Todos estes projetos estavam atrasados, com sobre preços e precisando de novos recursos financeiros. Açu sofria com a concorrência dos operadores do Porto de Santos²¹⁰.

A OGX previa o início da produção do primeiro poço produtor na acumulação de Waimea, o OGX-26HP (Bloco BM-C-41), através de um TLD, onde se esperava uma produção de até 20 kbpd em 2011.

Evolução do Valor de Mercado em 2011

A 2ª Correção Depreciativa, que começou em 16/10/2010, ocupou os oito primeiros meses de 2011 (até 8/8), quando começa uma correção apreciativa de pouco força (134 pregões). Em 8/8, o mercado financeiro internacional sofreu um abalo com o rebaixamento da dívida dos EUA para AA+ pela S&P. Em 3/10, outro forte abalo com a crise da dívida europeia e o anúncio do *default* do governo grego. As ações de grandes bancos internacionais se depreciaram substancialmente com o receio de outros possíveis *defaults* na Europa. As ações do *Bank of America* perderam 9,6% e as do MS fecharam “em seu nível mais baixo desde dezembro de 2008 – o custo do seguro de sal dívida disparou”²¹¹.

²¹⁰ GASPAR, 2014, p. 310-311.

²¹¹ “Mercados Intranquilos punem ações de bancos”, *Jornal Valor Econômico*, 4/10/2011, edição eletrônica. Disponível em: <https://www.valor.com.br/impreso/primeira-pagina/mercados-intranquilos-punem-acoes-de-bancos>. Acesso em 9/2/2019.

**Gráfico 32 – Evolução do S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 e Brent em 2011
(12/06/2008 = 100)**

A 2ª Correção parecia ter chegado ao fim em fevereiro quando as expectativas positivas sobre o 3º D&M impulsionaram a OGXP3 de R\$ 16,15 (7/2) para R\$ 20,65 (8/4). Porém, a partir de 9/4, a OGXP3 começou um movimento de queda que parece ter sido reforçada com a divulgação do 3º D&M, que não foi bem recebida pelo mercado: a OGXP3 se desvalorizou em 17,3% em um único pregão (18/4). No início de agosto (4), pela primeira vez desde 28/9/2009, a OGXP3 rompeu o preço do IPO (R\$ 11,31) até alcançar o vale do ano em R\$ 9,20 (8/8). No início de outubro, o AC anunciou que desistira do *farm-out*, e a OGXP3 depreciou ainda mais. Em um único pregão perdeu 16,4% (de R\$ 11,00 em 7/08 para R\$ 9,20 em 8/08).

Gráfico 33 – Evolução da OGXP3 em 2011 (em R\$ nominais por ação, pré Split)

A desvalorização ponta a ponta da OGXP3 em 2011 foi de 32,0%, maior do que do IBOV (-18,9%), enquanto o Brent registrou uma apreciação de 11,6%.

Gráfico 34 – Evolução da OGXP3, Brent e IBOVESPA em 2011 (Base 100 = 12/6/2008 [IPO])

Se considerarmos a nova estimativa de volumes recuperáveis do 3º D&M (10,8 bboe), a queda do valor da OGX (EV 2C) seria ainda mais significativa: 47,7% (de US\$ 5,85 para 3,06/boue).

Gráfico 35 – Evolução do Enterprise Value (EV 2C) em 2011 (em US\$/boe)

Os financiadores da OGX também tiveram uma reação tão significativa quanto os acionistas minoritários frente ao 3º D&M e a desistência do *farm-out*. O valor das Notas com vencimento em 2018 (OGXPBZ18) se desvalorizaram relativamente menos, aparentemente divergindo do sentimento do BOVESPA. De fato, entre a sua estreia (3/6) até o início de agosto (2/8), o OGXPBZ18 foi transacionado com ágio em relação ao seu valor de face. No pior momento, entre 19/9 e 4/10, o OGXPBZ18 sofreu uma desvalorização de 14%, muito próxima daquela sofrida pelo EV (de US\$ 1,90/boe para US\$ 1,63, ou 14,3%), mas recuperou boa parte de sua desvalorização até o fim do ano quando fechou próxima do valor de face (98,125%), o que não ocorreu com o EV da OGX (de US\$ 3,0/boe para US\$ 2,26, equivalente a uma desvalorização de 24,7%).

Gráfico 36 – Evolução do Valor de Mercado do OGXPBZ18 ao longo de 2011

Evolução do Guidance e suas Repercussões sobre os Analistas em 2011

9/02. Em teleconferência, o AC anunciou que recebera várias propostas para o *farm-out*, mas ainda não havia concluído a transação²¹². O primeiro poço de produção em Waimea gerou o “impressionante” fluxo de 40 kbpd/poço de óleo leve: “um marco na história da Companhia”. A expectativa era manter a média de 20 kbpd, devido a limitações dos equipamentos.

Repercussões. Na teleconferência, o AC explicou que a capitalização da PETR e as incertezas geradas pela eleição presidencial criaram um “ambiente que não era ótimo para o *farm-out*”. Apesar disso, o AC “expressou sua forte convicção na continuidade do processo de *farm-out*, reiterando o interesse expresso por vários interessados não nomeados”²¹³.

O AC ponderou que se o potencial investidor não alcançasse o múltiplo justo, a OGX teria três opções: i) reduzir a participação à venda; ii) reduzir o número de blocos para aqueles onde já houve o maior número de perfurações, portanto onde a incerteza era relativamente menor; iii) postergar o processo de *farm-out*.

O que isso significa para os investidores? Nós continuamos a acreditar que a OGX é uma excelente oportunidade. Nós também acreditamos que o valor [da OGXP3] é atrativo e que as coisas estão evoluindo

²¹² SEQUEIRA & FONSECA, 2011a, p. 2.

²¹³ Relatório por AUDI & FALANGA NETO, 2011a, p. 1. GATTASS & FONSECA [2011a, p.3] relatam que o AC mencionou que haveria doze interessados no *farm-out*.

melhor do que o esperado na campanha exploratória da empresa. Mas não se engane, na ausência de transparência sobre o farm-out, a performance terá de seguir os fundamentos, o que significa que os barris não serão re-precificados durante a noite baseados em um único anúncio. Em outras palavras, compre se você acreditar nos fundamentos, como nós, e trate o farm-out como uma opção considerando que: i) aos níveis atuais, se precificarmos 2 bboe em Campos a US\$ 10/boe, adotando uma abordagem mais conservadora para o farm-out, o restante do portfólio da OGX seria transacionado ao redor de US\$ 2/boe, mesmo se considerarmos a perda total (write-off) de Santos, para ser novamente conservadores; e ii) uma taxa de sucesso de 50% para o farm-out (razoável se tratada como qualquer evento estatístico) ainda é mais alto que a taxa de sucesso média da indústria. Mas lembre-se que a volatilidade provavelmente continuará... [KOVARSKY & MENDES, 2011a, p. 1].

Alguns Analistas explicitamente relataram que *“nos últimos meses, com a desvalorização das ações da OGX, a credibilidade do grupo [EBX] estava sendo cada vez mais questionada, e que isso poderia aumentar a probabilidade do anúncio do farm-out”*²¹⁴. Se o farm-out não fosse efetivado, para manter o *guidance* otimista, a OGX precisaria substituí-lo por novos e poderosos catalisadores.

Outros Analistas²¹⁵ deram pouca ênfase ao *farm-out*, pois consideravam como principal catalisador o 3º D&M, aguardado para o 1T2011. O relatório substanciaria a revisão para 10,8 bilhões de boe, antecipada pelo AC na entrevista de 15/4/2010. O relatório seria o principal vetor para a confiança dos investidores, que questionavam o real potencial das reservas da OGX. Afinal de contas, *“não faria sentido contratar um relatório se este provavelmente não corroborasse com a visão dos executivos [da OGX]”*²¹⁶.

Outro Analista²¹⁷ considerou que o foco dos investidores no relatório da D&M era excessivo, ao mesmo tempo em que os investidores subestimaram a importância dos primeiros resultados de Waimea, também anunciados na referida teleconferência. A OGX iniciaria o TLD, cuja expectativa era de sustentar uma média de 20 kbpd, devido a limitações dos equipamentos. Em 2010, a expectativa para a produção de Waimea era de 15 kbpd. Alguns Analistas²¹⁸ consideravam 8 kbpd. Alguns Analistas²¹⁹ consideraram os resultados de Waimea especialmente interessantes, pois se tratava de uma descoberta na camada Albiana de Waimea, que geologicamente se comparava à Jabuti, o campo de produção mais elevada da PETR até então (28 kbpd). Jabuti teria sido uma surpresa tão significativa para a PETR que a fez retomar seu interesse em Campos. Da mesma maneira que Jabuti representava um caso de sucesso para PETR, Waimea poderia ter a mesma importância para a OGX. Em suma:

²¹⁴ AUDI & FALANGA NETO, 2011a, p. 1.

²¹⁵ Por exemplo, GATTASS & FONSECA [2011a].

²¹⁶ GATTASS & FONSECA, 2011a, p. 2.

²¹⁷ Por exemplo, DARIPA [2011a].

²¹⁸ GATTASS & FONSECA [2011a].

²¹⁹ Por exemplo, GATTASS & FONSECA [2011a]; DARIPA [2011a].

o mercado deveria ser mais paciente com a OGX (...) as ações deveriam responder mais às notícias relacionadas com a produção. Enquanto isso, nós pensamos que os executivos da OGX precisam entender que o mercado não está tão receptivo à promessas como quanto estava no passado e muito menos tolerante quando estas promessas não são cumpridas, especialmente em uma empresa pré-operacional [SEQUEIRA & FONSECA, 2011a, p. 1].

De fato, entre fevereiro e março, alguns Analistas mudaram o foco do *farm-out* para o novo relatório da D&M²²⁰. A expectativa era que o 3º D&M deveria incluir as descobertas de óleo em Campos. Lá a Empresa havia perfurado 21 poços (17 no Sudeste [BM-C-41, em particular] e 4 no Norte [BM-C-39, em particular]) desde o início da campanha exploratória em 2009, com taxa de sucesso de 100% até então. Portanto, era a região onde a Empresa havia acumulado mais informações e resultados que embasariam a revisão da D&M.

Tabela 28 – Perfurações na Bacia de Campos até março de 2011

Blocos	BA ²²¹ (R\$ mil) (A)	Área (km ²) (B)	A/B (R\$ mil/km ²)	Poços Perfurados (datas anúncios)	RPL Óleo (bboe)
BM-C-37 (SE Campos)	70.000	177	395,5	Carambola A: 5/1/11 Carambola B: 21/2/11	
BM-C-38	17.500	177	98,9		
BM-C-39 (NE Campos)	237.241	109	2.176,5	Waikiki: 8/12/10, 24/3/11	
BM-C-40 (NE Campos)	126.770	124	1.022,3	Pero: 28/6, 15/7/10 Inga: 27/9/10	Pero: 26-28 API Inga: 27 API
BM-C-41 (SE Campos)	237.241	236	1.005,3	Pipeline: 12/11 a 22/12/9, 22/3/11 Waimea: 28/12/9, 3/2/10 Etna: 5, 12/3, 13/5/10 Fuji: 24, 31/3, 13/5/10 Santa Helena: 20, 22/7/10 Tupungato: 5 e 15/10/10 Illimani: 24/1/11 Osomo: 1/3/11	Pipeline: 1,0 a 2,0 Etna: 0,4 a 0,6 Waimea: 0,5 a 0,9 Fuji: 0,1 a 0,2, ou seja: Pipe+Etna: 1,4 a 2,6 Waimea+Fuji: 0,6 a 1,1
BM-C-42	72.400	177	409,0	Kilawea (10 kms do Vesúvio) 11/1/10 Huna: 5, 8/4/10 Hawaii: 5/4, 27/5/10	Kilawea: 0,1 a 0,2
BM-C-43	108.700	177	614,1	Vesúvio: 7 a 14/10/9; 12/4, 27/5, 6/12/10 ²²² Krakatoa: 22/1/10, 24/2/10	Vesúvio: 0,5 a 1,5 Krakatoa: 0,03 a 0,09
Sub. Campos	869.852	1.177	739,0		2,6 a 5,5

Fonte: compilado pelo Autor a partir dos fatos relevantes e relatórios dos Analistas.

Com base nos dados acumulados até setembro de 2009, praticamente todo o portfólio da OGX fora classificado como “recursos prospectivos” no 2º D&M. Nesta nova revisão,

²²⁰ Por exemplo, KOVARSKY & MENDES [2011b]; DARIPA [2011a]; AUDI & FALANGA NETO [2011b].

²²¹ Considerando 100% do bloco.

²²² Ao fim de 2010, a Empresa anunciou que os testes de formação de Vesúvio foram inconclusivos pela ocorrência de emulsões, mas, a princípio, isso não mudaria suas expectativas anunciadas para o volume (SEQUEIRA & FONSECA [2010e]).

alguns Analistas²²³ esperavam que parte dos “recursos prospectivos” fosse reclassificada como “recursos contingentes”, o conceito imediatamente anterior ao de “reservas”. No Brasil, a diferença entre recursos contingentes e reservas era a entrega da Declaração de Comercialidade à ANP, a partir do qual o prazo da concessão de desenvolvimento começa a contar. Portanto, por questões de gestão de fluxo de caixa, as empresas operando no Brasil geralmente mantinham seus recursos classificados como contingentes, embora eles já pudessem ser considerados comercializáveis. Portanto, no Brasil, recursos contingentes eram interpretados como proxy para reservas, diferentemente do que acontecia nos EUA.

O mercado então se perguntava quanto a OGX teria de recursos contingentes, após a famosa entrevista do AC (15/4/10) que, entusiasmado, declarou que a Empresa teria 10,8 bboe. Para alguns Analistas²²⁴, o total de recursos prospectivos e contingentes poderia alcançar entre 8 e 9 bboe, dos quais 4 bboe poderiam ser contingentes (3C, equivalentes à média entre 2,6 e 5,5 bboe). Destes, entre 1,5 e 2,0 (média 1,7) bboe poderiam ser classificados como 2C, endossados pelos resultados positivos na seção Albiana de Waimea. Os resultados do TLD em Waimea (0,5 a 0,9 bboe) seria o grande catalisador do momento para a OGXP3, seguidos dos resultados em Pipeline (1,4 a 2,6 bboe) e Waikiki, cujos testes de formação seriam iniciados.

Se nossas expectativas sobre o relatório da D&M estiverem corretas, três anos após o IPO, quando o portfólio da OGX era estimado em 4,8 bboe em recursos prospectivos, a empresa apresentará ao mercado cerca de 4 bboe em recursos contingentes; uma conquista considerável [KOVARSKY & MENDES, 2011b, p. 1]. (17/3)

O DB, em contraponto, resumiu o momento da OGX:

(...) hoje OGX nada mais é do que um potencial. Portanto a estória carrega uma quantidade substancial de incertezas. A principal destas é o fato que os recursos de óleo e gás da OGX são estimativas. (...) até a conclusão da fase de exploração, a existência de reservas comerciais não é uma garantia [SEQUEIRA & FONSECA, 2011b, p. 8]. (27/3)

Nós reiteramos nossa visão que os dias de excitação com as notícias da exploração terminaram e que o mercado quer ver progresso na frente da produção. Nós não esperamos que o farm-out aconteça no curto prazo, e pensamos que qualquer transação de M&A provavelmente será de escopo mais limitado que inicialmente vendido pela empresa [SEQUEIRA & FONSECA, 2011c, p. 8]. (27/3)

28/03. Em teleconferência, a OGX relatou que planejava o início da produção em Waimea para o 3T11 com 20 kbpd. A Declaração de Comercialidade de Waimea deveria sair até o final do ano, podendo chegar a 60 kbpd com 20,4º. API. As Declarações de Comercialidade de Pipeline e Wakiki deveriam sair em 2012, confirmando as elevadas expectativas da Empresa sobre as duas acumulações, em especial Wakiki.

²²³ KOVARSKY & MENDES, 2011b, p. 3.

²²⁴ Por exemplo, KOVARSKY & MENDES [2011b]; DARIPA [2011a].

15/04. Finalmente, após o fechamento do mercado, o 3º D&M se tornou público.

Repercussões. Em uma leitura superficial, o relatório parecia trazer boas notícias, pois confirmava um total de 10,8 bboe de recursos prospectivos, recursos contingentes, recursos potenciais e “recursos delineados”. Este total considerava 1 bboe de recursos potenciais na Colômbia, 1 bboe de recursos contingentes na bacia do Parnaíba e 1,3 bboe em Campos com uma nova classificação: “recursos delineados”.

Tabela 29 – Resumo dos Três Relatórios de Avaliação da D&M

Relatórios	IPO 2008 (3/2008)		2º D&M (10/2009)				3º D&M (4/2011)		
Bacias	RPL	POS	RPL	POS	Var. IPO	Var.% IPO	RPL	Var. IPO	Var.% IPO
Campos	2,562	33,0%	3,693	44,1%	1,131	44,1%	1,400	(1,162)	-45,4%
Santos	1,569	25,0%	1,688	27,0%	0,119	7,6%	1,800	0,231	14,7%
ES	0,27	18,0%	0,817	32,6%	0,547	202,6%	0,800	0,530	196,3%
PA-MA	0,434	20,0%	0,447	21,2%	0,013	3,0%	0,400	(0,034)	-7,8%
Parnaíba	0	0,0%	0,026	19,9%	0,026		1,000	1,000	
Colômbia	-	-	-	-	-		0,100	0,100	
ST Prospectivo	4,835	27,0%	6,671	26,5%	1,836	38,0%	5,500	0,665	13,8%
Delineados	-	-		-		-	1,300	-	
Contingentes	-	-	0,212	-	0,212	-	3,100	-	
Vol. Potencial	-	-		-		-	1,000	-	
Total	4,835		6,883		2,048	42,4%	10,80	5,965	123,4%
%GN	26%		19%				21%		

Entretanto, uma análise mais atenta provocou questionamentos e desapontamentos: foi um “choque de realidade” (*reality check*)²²⁵. O grande desapontamento foi que a estimativa de recursos contingentes (2C) para Campos ficou em 0,7 bboe, bem abaixo da média de 4,0 bboe do intervalo esperado (entre 2,6 e 5,5 bboe), anunciados pela OGX ao longo de 2010. Em 1C, os recursos contingentes somariam 0,1 bboe. Isso foi considerado uma má notícia, apesar do aumento do RPL para 10,8 bboe (6,9 bboe do 2º D&M).

Tabela 30 – Uma Interpretação dos Recursos Totais em Campos baseada no Relatório de abril de 2011 da D&M (bboe)

Em bboe	1C	2C	3C
Contingentes	0,1	0,7	3,0
Delineados	0,5	0,5	0,5
Prospectivos	1,4	1,4	1,4
Total D&M	2,0	2,6	4,9
Estimativa OGX	4,1	5,5	7,0

Fonte: AUDI & FALANGA NETO, 2011b, p. 4

²²⁵ KOVARSKY & MENDES, 2011h, p. 1.

A estimativa 2C ficar muito aquém do que a OGX estimava (e muitos Analistas acreditaram) levou alguns a constatar que os Executivos estavam sendo muito otimistas, especialmente para os volumes de Campos²²⁶. O desapontamento comprometia também a capacidade da OGX negociar termos favoráveis (ou seja, um EV/boe acima do capex/boe) em um eventual *farm-out*²²⁷. A partir deste momento, o *farm-out* se consolidou um catalisador secundário: “(...) o processo de *farm-out* foi para o banco de traz (...)”²²⁸. Em entrevista, o AC agora falava em vender 10% dos blocos em Campos, o que levou alguns Analistas a desconsiderar o impacto do *farm out* em suas estimativas de PA²²⁹.

O relatório trouxe também quatro questionamentos. Primeiro, por que o relatório se baseou em informações coletadas até 31/12/2010 para o Brasil e 31/3/2011 para a Colômbia, onde nenhum teste sísmico havia sido feito²³⁰? Até 31/12/2010, a OGX havia perfurado 19 poços. Por que a D&M não considerou as informações de 15 perfurações efetuadas em 2011 com novos resultados importantes, como por exemplo, perfurações e produção em Waimea (seção Albiana)? Segundos alguns Analistas, o pré-sal em Campos (seções Aptiana e Barreminiana) poderia ser um “*grande upside no portfólio da OGX*”²³¹ adicionando entre 0,8 a 1,7 bboe de recursos recuperáveis além dos volumes já descobertos no nordeste e sudeste da bacia²³².

O segundo questionamento foi gerado pelo uso e o significado de um novo conceito: “recursos delineados”. Tratava-se de uma classificação intermediária entre recursos prospectivos e contingentes²³³ e se referiam aos resultados de 15 poços adicionais perfurados desde 31/12/2010. O intenso debate entre Analistas e investidores fomentou discussões técnicas sobre definições estatísticas básicas das classificações utilizadas na indústria do petróleo. O novo conceito “*trouxe mais confusão ao mercado do que o ajudou*”²³⁴. O mercado não recebeu bem o novo conceito de “recursos delineados”²³⁵.

Questionados sobre o novo conceito, os Executivos orientaram Analistas a somar os recursos delineados (1,3 bboe) às estimativas de recursos contingentes (3C, de 3,0 bboe), totalizando 4,3 bboe. Mesmo seguindo este *guidance*, a terceira questão que surgia era se esse volume (4,3 bboe) sustentaria as metas de produção. A OGX considerou a meta de produzir 730 kbpd em 2015 como factível, mas não a meta de 1.390 kbpd em 2019, o que exigiria que mais recursos contingentes em 3C fossem reclassificados para 2C.

Os possíveis atrasos na entrega de embarcações necessárias (oito WHPs e nove FPSOs para produzir 730 kbpd em 2015) reforçavam as dúvidas sobre a viabilidade do ramp-

²²⁶ Por exemplo, AUDI & FALANGA NETO [2011b]; GATTASS & FONSECA [2011b].

²²⁷ Por exemplo, AUDI & FALANGA NETO [2011b].

²²⁸ DARIPA, 2011b, p. 1.

²²⁹ DARIPA, 2011b, p. 1.

²³⁰ Segundo AUDI & FALANGA NETO [2011b], a estimativa de 1,0 bboe foi baseada em análises estatísticas de campos análogos.

²³¹ KOVARSKY & MENDES, 2011f, p.2.

²³² DARIPA, 2011b, p. 6.

²³³ Por exemplo, KOVARSKY & MENDES [2011c].

²³⁴ KOVARSKY & MENDES, 2011g, p.1.

²³⁵ KOVARSKY & MENDES, 2011g, p.3.

up. Até então, a OGX havia assegurado apenas cinco FPSOs e duas WHPs²³⁶ encomendadas à OSX.

O quarto questionamento foi por que a D&M não detalhou as estimativas por poço/bloco, como fizera nos seus dois relatórios anteriores? Os Executivos também não forneceram mais informações e avisaram os Analistas que não poderiam questionar a D&M diretamente, pois havia cláusula de confidencialidade entre a D&M e a OGX. A Empresa também não elucidou as premissas para investimentos (capex) e despesas operacionais (opex).

Na segunda-feira, 18/4, após a publicação do relatório da D&M, a OGXP3 sofreu um maciço *sell-off*. Em cerca de um mês, entre 15/4 a 18/5, a empresa perderia quase um terço (R\$ 20 bilhões) de sua capitalização de mercado (de R\$ 63,3 bilhões em 15/4 para R\$ 44,8 bilhões em 18/5).

Apesar da significativa desvalorização, alguns Analistas relutaram em reduzir suas estimativas de PAs, considerando a desvalorização “exagerada”²³⁷. Mas outros Analistas reduziram seus PAs²³⁸. Para estes, seria a primeira redução do PA desde o IPO. Mesmo aqueles que relutaram em rever seus PAs acabaram por fazê-lo algumas semanas depois²³⁹.

Tabela 31 – Redução nos Preços Alvo da OGXP3 (R\$/ação)

Banco	PA Início Cobertura	PA Pré 3º D&M	Pós D&M (Data Atual)	Var.%
BTG	16,63 (UBS)	27,63	21,63 (18/4/11)	-21,7
DB	28,00 (16/8/10)	28,00	23,00 (18/4/11)	-17,9
IBBA	13,67 (28/7/10)	33,30	27,00 (5/5/11) ²⁴⁰	-18,9
MS	8,40 (11/8/09)	27,00	23,00 (17/4/11)	-14,8
SAN	33,00 (26/10/10)	33,00	25,00 (17/4/11)	-24,2

Fonte: compiladas pelo Autor a partir dos relatórios disponíveis.

Em suas revisões, os Analistas não consideraram o valor de: 1,0 bboe na Colômbia; 0,7 bboe de recursos delineados; e 0,4 bboe de Parnaíba. Alguns Analistas também não consideravam os recursos prospectivos de Santos²⁴¹ devido a: falta de informações sobre o BM-S-29; três poços secos perfurados; o relatório da D&M que reportou que 67% dos recursos prospectivos da bacia eram de GN²⁴².

²³⁶ KOVARSKY & MENDES, 2011l, p.3.

²³⁷ KOVARSKY & MENDES, 2011i, p.3.

²³⁸ Por exemplo, AUDI & FALANGA NETO [2011b]; GATTASS & FONSECA [2011b]; DARIPA [2011b]; SEQUEIRA & FONSECA [2011d].

²³⁹ Por exemplo, KOVARSKY & MENDES [2011h].

²⁴⁰ Vale notar que o ajuste no PA feito por KOVARSKY & MENDES [2011h] deveu-se principalmente à valorização do câmbio. Eles também deslocaram a curva de produção original em dois anos, reduziram o capex/boe em 40%.

²⁴¹ Por exemplo, AUDI & FALANGA NETO [2011b].

²⁴² KOVARSKY & MENDES, 2011g, p. 6.

Alguns Analistas continuaram a acreditar na estória da OGX (“investment case”), entretanto consideraram três vetores negativos que os levaram a “perder a fé” e reduzir seus PAs²⁴³: i) a estimativa 2C abaixo da expectativa (0,668 bboe em Campos equivaleria a um múltiplo de US\$ 53/bboe de EV/2C); ii) “muito, muito” pouca informação disponível no relatório; e, principalmente, iii) a ausência de defesa, por parte da OGX, das estimativas anteriores, o que comprometeria a capacidade da OGX em orientar (*guide*) os investidores no período entre relatórios. Após reduzir seu PA em 21,7%, o BTG comentou:

É curioso notar que nós acreditamos que a estória de longo prazo da OGX permanece inalterada [GATTASS & FONSECA, 2011b, p. 1].

Apesar da nossa visão positiva sobre os recursos e a habilidade da OGX em capturar valor com estas descobertas, nós não acreditamos que o potencial se tornará visível nos relatórios [da D&M] nos próximos 18 meses e nós tememos que a habilidade da OGX em orientar [os investidores] pode ter sido maculada [GATTASS & FONSECA, 2011b, p. 3].

Não há outra maneira de dizer isso. Nós estávamos errados. O relatório não apenas não confirmou os 4 bboe que usamos como premissa em nosso cenário base para a avaliação da empresa, com o número de 2C a 0,7 bboe e o cenário (3C) com 3,0 bboe. Mas o relatório o fez considerando 11 acumulações e não 7 como no relatório original [GATTASS & FONSECA, 2011b, p. 10].

Diante destas constatações e reações, Analistas indagavam: por que reduzir a transparência agora?²⁴⁴ Só foram disponibilizadas as estimativas consolidadas das bacias. Não foram abertas as informações por prospectos e campos, disponíveis nos relatórios anteriores. As implicações eram importantes, pois havia implicações tributárias (quanto maior a reserva, maior a alíquota do Imposto de Participação Especial) e econômicas (quanto maior a reserva, mais produtiva ela poderá ser). Então, por que limitar informações? A resposta dos Executivos foi extemporânea: empresas similares de E&P também limitavam as informações disponíveis aos investidores.

Outra possível explicação para a falta de transparência seria de natureza regulatória: a OGX estaria prestes a submeter à ANP avaliações, que o mercado estaria recebendo antes, o que poderia ser interpretada pela ANP de forma negativa. Esse argumento poderia até ser razoável, mas nas circunstâncias de tantas dúvidas sobre a OGX, “*não é o melhor momento para mudar a política de divulgação [disclosure]*”²⁴⁵.

A Empresa precisaria converter mais recursos prospectivos em contingentes. O mercado precisava acreditar que seria factível obter entre 4,0 e 4,3 bboe em recursos contingentes. Para tanto, os resultados das três acumulações de Campos, Waimea, Pipeline e Wakiki, seriam cruciais.

²⁴³ GATTASS & FONSECA [2011b].

²⁴⁴ GATTASS & FONSECA, 2011b, p. 22 e 23.

²⁴⁵ GATTASS & FONSECA, 2011b, p. 23.

Os resultados da bacia da Parnaíba, que adicionaram mais 1,0 bboe ao portfólio da OGX (15 Tcf de GN e 45 mmbbl) foram recebidos com pouco entusiasmo pelos Analistas devido ao custo de transporte do gás. A maneira mais concreta de monetizar as reservas de GN seria através das UTEs da MPX, próximas de linhas de transmissão. Os planos da MPX eram oferecer 1 GW no próximo leilão de energia e entregar 300 MW em 2013 e 700 MW em 2014. Isso poderia representar um consumo de 6,5 milhões de m³/d em 2014 contra uma produção estimada em 15,0 milhões de m³/d. O impacto econômico da operação da UTE Parnaíba seria pequeno no valor da OGX: R\$ 0,12 por ação para um PA de R\$ 33,3²⁴⁶. Estimava-se que uma UTE de 1 GW consumiria 3 Tcf ao longo de 20 anos²⁴⁷.

Apesar da Empresa insistir no potencial da bacia de Cesar Rancheria na Colômbia, onde ficam seus campos, que é muito próxima à grande bacia de Maracaibo na Venezuela (com 80 bilhões de boe), separadas apenas por uma cadeia de montanhas, os Analistas a consideravam uma bacia de alto risco. Ainda não havia atividade exploratória significativa devido à atuação de guerrilhas na região. O potencial poderia ser maior em GN do que em óleo. Alguns Analistas acreditavam ser prematuro associar valor às estimativas de recursos na Colômbia²⁴⁸.

Após um longo período de alta, a OGXP3 entrava em uma fase de baixa: “no território do urso” (“*in bear case territory*”). Os Executivos teriam de reconquistar a confiança do mercado²⁴⁹. Para reconquistar esta confiança, alguns Analistas consideravam que a OGX deveria:

(...) i) anunciar os resultados dos poços em Pipeline e Waikiki, que seriam cruciais para aumentar a taxa de recuperação por trás das estimativas 2C; ii) prover orientação (“guidance”) transparente e razoável para o plano de negócio de 4,1 bboe, incluindo capex, opex, a curva de produção; e o cronograma de entregas da OSX; e, iii) efetivamente iniciar a produção²⁵⁰ (KOVARSKY & MENDES, 2011g, p.1),

9/05. Em teleconferência, os Executivos anunciaram a intenção de participar da 11ª Rodada em setembro e os planos para captar financiamentos para prosseguir com a E&P.

Repercussões. A 11ª Rodada incluiria blocos do pós-sal em novas fronteiras, portanto com maior risco e provavelmente BA mais baixos. Alguns Analistas estimavam que a OGX não ofertaria mais do que R\$ 0,5 bilhão²⁵¹. A OGX também anunciou planos para captar financiamentos (project finance, bonds e securitização de vendas futuras) para prosseguir com a exploração e desenvolvimento. O plano de investimento para os próximos 12 meses estava orçado entre US\$ 1,8 e US\$ 2,0 bilhões e o excedente de caixa

²⁴⁶ KOVARSKY & MENDES, 2011f, p.7.

²⁴⁷ KOVARSKY & MENDES, 2011h, p.1.

²⁴⁸ AUDI & FALANGA NETO [2011b]; KOVARSKY & MENDES, 2011f, p.8.

²⁴⁹ DARIPA, 2011c, p. 1.

²⁵⁰ AUDI & FALANGA NETO [2011e] explicaram que o TLD em Waimea deveria começar em setembro/outubro de 2011 e a Declaração de Comercialidade deveria ser enviada à ANP até 1T12. A produção em 2012 seria, em média, 50-60 kbpd, com 3 poços. A OGX teria até, no máximo, o 1T13 para informar a ANP seus planos para desenvolver os blocos de Campos.

²⁵¹ AUDI & FALANGA NETO [2011e].

em 31/3/2011 era de US\$ 2,5 bilhões. Ou seja, a Empresa teria caixa para os próximos 18 meses, aproximadamente. Alguns Analistas²⁵² estimavam que a OGX precisasse captar cerca de US\$ 2,0 bilhões para completar o plano de negócio do portfólio atual (excluindo novas aquisições). A Empresa confirmou que estava em conversa com “vários bancos” que aceitariam os recursos em 2C e 3C como garantia.

A questão do financiamento se tornaria cada vez mais importante e, apesar de ainda ter dinheiro para os próximos 18 meses, seria interessante que a Empresa concluísse a captação antes, especialmente antes da 11ª Rodada²⁵³.

Ainda em maio, a PERENCO, sócia da OGX na bacia do ES, publicou um relatório que estimava seus recursos prospectivos 19% menores do que aqueles recentemente estimados no 3º D&M. Alguns Analistas consideraram que, embora o impacto destes recursos seja pequeno no valor da OGX, este tipo de diferença de opinião não ajudava a OGX²⁵⁴.

17/5. A OGX anunciou a Declaração de Comercialidade das acumulações Califórnia (OGX-16), rebatizado de Campo Gavião Azul, e Fazenda São José (OGX-22), rebatizado de Campo Gavião Real, ambos na bacia da Parnaíba (PN-T-68), com volume total de 1,1 Tcf e produção estimada em 5,7 milhões de m³/dia já em 2013. A OGX Maranhão também obteve a licença de instalação da UTE, com 1.863 MW de capacidade instalada, e gasoduto para ligar ao Complexo Termoelétrico MPX Parnaíba (associação entre MPX e Petra Energia). A Empresa também estava pleiteando uma licença adicional de 1.859 MW. Se ambas licenças fossem obtidas, a demanda por GN seria de 10 Tcf ao longo de 10 anos. A Empresa planejava participar do leilão A-3 agendado para julho/agosto com 1.859 MW.

Repercussões. No dia do anúncio da Declaração de Comercialidade dos poços na Parnaíba (17/5), a OGXP3 teve uma apreciação de R\$ 1,00/ações, aproximadamente 9%, correspondendo a um EV/boe de US\$ 22,00 para os recursos de GN na Parnaíba. Essa apreciação pareceu excessiva para alguns Analistas, que estimavam o impacto destas descobertas e operações com a MPX como positivamente marginal: R\$ 0,20 por ação (US\$ 0,80/boe de GN da Parnaíba) para um PA de R\$ 25,00²⁵⁵.

6/06. Primeira captação de *Senior Unsecured Notes* de US\$ 2,563 bilhões, ou R\$ 4,808 bilhões, com vencimento *bullet* em 1/6/2018 (sete anos)²⁵⁶.

Repercussões. Para alguns Analistas, a emissão foi uma notícia positiva e relevante, pois os investidores em ações questionavam a capacidade da Empresa em obter recursos após 2012, além de melhorar a estrutura de capital, até então integralmente constituída

²⁵² AUDI & FALANGA NETO [2011e].

²⁵³ AUDI & FALANGA NETO [2011e].

²⁵⁴ AUDI & FALANGA NETO [2011d].

²⁵⁵ AUDI & FALANGA NETO [2011f]; GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 7, estimavam em US\$ 2,0/boe ou R\$ 0,63/ação para o GN de Parnaíba.

²⁵⁶ Concluída em 26/5/2011. Covenants: endividamento líquido não poderia ultrapassar US\$ 4 B e a relação Dívida Líquida/EBITDA não poderia ultrapassar 3,5. [p. 71]

por capital próprio²⁵⁷. Outros Analistas²⁵⁸ ponderaram que a taxa de 8,5% foi mais alta do que os 7,5% inicialmente esperada pela OGX. A PETR, por exemplo, havia captado em janeiro notas de 10 anos com uma taxa de 5,4%.

Maio e Junho. Ao longo de maio e junho, a Empresa ajustou suas premissas de custos, investimentos e produção.

Repercussões. A Empresa ajustou suas premissas de custos e investimentos por causa da inflação (de US\$ 15,20/boe para US\$ 18,00/boe) e atualizou a curva de produção:

Tabela 32 – Revisões da Curva de Produção Fim do Ano (kbpd)

	2011	2012	2013	2014	2015	2017	2019
IPO	2	nd	nd	nd	398	nd	1.130
Revisão OGX 2009	20	nd	nd	nd	730	nd	1.380
Revisão OGX 6/2011	20	50	165	nd	730	nd	1.380

Fonte: compilado pelo Autor, AUDI & FALANGA NETO [2011g].

A Empresa insistia na premissa de 4,1 bboe em Campos (contingentes 3C + delineados). Com estas premissas, a Empresa estimava que seu fluxo de caixa se tornasse positivo em 2014, projeção esta ratificada por alguns Analistas²⁵⁹.

Em julho (4), o DB publicou um relatório setorial sobre O&G na América Latina²⁶⁰ com grande ênfase no potencial no Brasil e na Colômbia, cujas indústrias estavam em franca expansão (“*booming*”), apesar das reservas brasileiras serem 15 vezes maiores do que as colombianas (se excluirmos o pré-sal, as reservas brasileiras seriam 5 vezes maiores do que as colombianas).

Uma questão importante que os Analistas pontuaram era a exigência do alto índice de nacionalização nos equipamentos utilizados no Brasil. Esta exigência poderia atrasar a produção além de gerar custos mais elevados. Além disso, o Brasil possuía dois grandes gargalos: infraestrutura e licenciamentos (ambiental).

27/7. A PETR divulgou seu novo plano estratégico para 2011-15, que incluía *farm-outs* que disputariam o interesse de potenciais compradores pelos ativos da OGX.

Repercussões. Alguns Analistas²⁶¹ recomendaram que os investidores vendessem suas ações da OGX para comprar ações da PETR. Pois, com ativos da PETR à venda, potenciais

²⁵⁷ KOVARSKY & MENDES [2011i].

²⁵⁸ SEQUEIRA & FONSECA [2011f].

²⁵⁹ AUDI & FALANGA NETO, 2011g, p. 2.

²⁶⁰ SEQUEIRA & FONSECA [2011f].

²⁶¹ AUDI & FALANGA NETO [2011h].

compradores poderiam ter menos interesse no *farm-out* da OGX. Mas após a captação das *Secured Notes*, a OGX encerrou o 1S11 com muito caixa (*“plenty of cash”* ²⁶²).

Os investidores pareciam estar confusos. Alguns Analistas²⁶³ relataram que após reduzirem seu PA, foram questionados por investidores que criticaram a redução por considerá-la excessiva. Outros investidores criticaram em sentido oposto: a redução teria de ser maior.

Entre o fim de julho e início de agosto, o BTG promoveu um seminário de um dia com a D&M, que focou nos seus princípios e procedimentos para avaliação de recursos. Causou “surpresa” aos Analistas do BTG constatar a quantidade de estudos independentes que a D&M faz nos dados primários brutos fornecidos por seus clientes.

Nós, inicialmente, pensamos que os clientes da D&M poderiam ser capazes de influenciá-la, de algum modo ou em alguma variável, mas, agora, acreditamos que isso é muito pouco provável [GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 25].

Embora as avaliações de nenhum dos clientes da D&M tenham sido abordadas no seminário²⁶⁴, os Analistas do BTG saíram do seminário com a “fé renovada” ²⁶⁵ em seu entendimento do 3º D&M e as perspectivas para o ano: a OGX poderia converter 4,3 boe de recursos contingente em 3C para 2C. Se esta conversão de fato ocorresse, “a OGXP3 seria hoje [2 de agosto] uma das ações mais baratas e atraentes em O&G do mercado”²⁶⁶. Mas, para fazer a conversão, mais perfurações e testes seriam necessários. Portanto, a questão permanecia:

*(...) quão bem-sucedidas têm sido as perfurações de avaliação e quando a Empresa divulgaria os resultados destas perfurações e suas relações com os volumes em questão? (...) Exploração ainda continua a ser um vetor crítico [‘key driver’]. (...) nós acreditamos que, isoladamente, o catalisador mais importante no futuro é uma atualização do relatório de recursos*²⁶⁷.

Nós ainda acreditamos que houve uma monumental melhora no front das perfurações e recursos também. Infelizmente, a OGX não tem falado sobre estes desenvolvimentos de maneira organizada como falou sobre seus planos de desenvolvimento [GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 14].

Desde a divulgação do relatório da D&M em 15/4, a OGXP3 havia desvalorizado 37%, enquanto o IBOVESPA havia variado -6%. Ações de outras empresas de petróleo se valorizaram (QGEP ganhou 9%, HRT ganhou 4%). Tamanha desvalorização,

²⁶² GATTASS & FONSECA, 2011d, p. 2.

²⁶³ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 2.

²⁶⁴ Na época, além da Petrobras e da OGX, a D&M também avaliava os recursos de outra E&P brasileira, a HRT.

²⁶⁵ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 2.

²⁶⁶ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 2.

²⁶⁷ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 2, 5 e 9.

consideravam alguns Analistas²⁶⁸, poderia ser resultado de especulações sobre o relatório da D&M, mas que poderia ser revertida se a Empresa divulgasse mais informações, pois na teleconferência de 14 de abril, os Executivos insistiam que era uma questão de tempo para converter 4,3 boe de 3C para 2C, porém sem fornecer explicações mais profundas.

Apesar da desvalorização, a OGX tinha um valor de mercado de US\$ 26 bilhões (EV), sem nenhuma produção ou reservas. Se comparada com outras empresas, já produtivas e com reservas, e considerando a meta de produção da OGX para 2013 (165 kbpd), seu múltiplo seria de US\$ 157,0/kboe, contra US\$ 98,4/kboe da PETR, por exemplo:

Tabela 33 – Múltiplos de Empresas de O&G na América Latina

	PBR	Ecopetrol (Colômbia)	YPF	PRE CN	QGEP3	OGXP3
US\$/kboe	98,4	127,0	37,3	73,3	111,6	157,0

Fonte: GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 11.

Na reunião com a D&M, alguns Analistas do BTG conseguiram detalhes sobre o que foi e o que não foi considerado das estimativas: i) não considerou 7 perfurações em Santos; ii) analisou 19 perfurações em Campos em 4 clusters, mas, à pedido da OGX, importantes dados sobre o pré-sal na região não foram submetidos, incluindo o óleo encontrado nas geologias pré-sal (Aptiana e outras mais antigas). Concluíram que o relatório da D&M foi “excessivamente conservador” tanto na avaliação das descobertas (que poderia adicionar mais 2,2 bboe em 2C) quanto nas taxas de recuperação (que poderia adicionar mais 1,4 bboe em 2C), o que levou à estimativa de 0,696 bboe de recursos contingentes 2C²⁶⁹. No seminário, os Analistas entenderam que a D&M fora bem conservadora nas suas estimativas 2C por acreditar que, com maiores informações, podem convertê-las diretamente em reservas 2P.

Tabela 34 – O que foi considerado no Relatório da D&M de abril/2011

Tipo Poço	Campos	Parnaíba
Poços Analisados	19	2
Acumulações analisadas	11	2
Prospecções não analisadas	11	24

Fonte: relatórios da Empresa apud GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 15.

10/08. Executivos divulgaram mais e melhores informações sobre os resultados das perfurações (Waimea, Waikiki, Pipeline, Illimanu, Fuji e Tambora) e os preparativos para o primeiro óleo (Waimea). A Empresa também declarou otimismo em relação às campanhas exploratórias nas bacias do ES e PA-MA, que deveriam começar em breve.

Repercussões. Aparentemente, a OGX deu ouvidos aos clamores dos Analistas e divulgou mais e melhores informações. Desde 31/12/2010, a OGX perfurou mais 23

²⁶⁸ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 2.

²⁶⁹ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 16.

poços, com outros 2 poços testados e outros 5 em perfuração. Alguns Analistas consideraram que estes poços têm obtido uma “tremenda quantidade de sucesso”²⁷⁰ que poderia provar que as descobertas da OGX poderiam ser muito maiores que a estimativa 2C do 3º D&M, porém mais perfurações e o início efetivo da produção seriam necessários para substantiar as avaliações. Se a OGX conseguisse converter seus 3,6 bboe de recursos 3C para 2C, o que poderia ser “excessivamente otimista”, a OGXP3 poderia valer US\$ 7,6/boe.

Tabela 35 – Resultados dos Poços Perfurados em Campos desde o fim de 2010

Tipo Poço	Quantidade Perfurada	Sucesso	Sucesso (%)	Poços em perfuração
Áreas 1C/2C	6	4	100	2
Áreas 3C	8	7	100	1
Delineação	4	1	50	2
Pioneiros	8	6	75	0
Total	26	18	86	5

Fonte: relatórios da Empresa, apud GATTASS & FONSECA, 2011d, p. 10.

Dos 26 poços perfurados em Campos desde o fim de 2010, 12 foram perfurados em Waimea, dos quais 3 eram pioneiros e 9 eram de avaliação. Em Waikiki foram 4 poços, dos quais 3 eram de avaliação sem bons resultados, mas a Empresa ainda acreditava em seu potencial de desenvolvimento. Em Pipeline foram perfurados 8 poços, dos quais 3 eram de avaliação.

Tabela 36 – Testes de Produção em Poços Horizontais da OGX

Testes	Data	Capacidade de Produção (kbpd)	Qualidade (° API)
Pipeline	15/jul.	10,0	19
Waikiki	20/jun.	40,0	23
Waimea	9/fev.	40,0	20

Fonte: relatórios da Empresa, apud GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 16.

As informações parecem ter ajudado a entender a capacidade da Empresa em converter recursos, o que causou boa impressão em alguns Analistas²⁷¹, que acreditaram que os bons resultados da campanha de avaliação surpreenderiam os investidores no 2S11:

Nós acreditamos que eles [executivos da OGX] ainda não fizeram o suficiente para recuperar totalmente a credibilidade que parece ter sido perdida em abril, e, em certo sentido, reaceamos que um novo

²⁷⁰ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 16.

²⁷¹ GATTASS & FONSECA [2011d].

relatório de avaliação independente que confirme uma mensagem otimista poderia ser necessário antes de um novo grande rally.

Mas, apesar deste receio, nós acreditamos que os passos certos estão sendo tomados pela gestão e que, em conjunção com o que acreditamos ser uma campanha de avaliação de muito sucesso até agora, possam, mais cedo ou mais tarde, se tornar uma estória monumental [GATTASS & FONSECA, 2011d, p. 2].

Curiosamente, no complexo de Vesúvio (BM-C-43), onde a OGX havia anunciado uma grande descoberta (com 0,5 a 1,5 bboe) e que seria o local do seu primeiro óleo, aparentemente não foram feitas novas perfurações ou testes. Um poço havia sido perfurado mais recentemente e, segundo a opinião de alguns Analistas, se provou ser um poço seco. Portanto, estes Analistas tinham dúvidas sobre a relevância de Vesúvio para os recursos 1C, 2C e 3C da OGX²⁷².

A campanha exploratória continuava também em Santos onde logo começaria a campanha de avaliação. Os investidores pareciam estar muito céticos com as perspectivas em Santos.

Os Analistas do BTG relataram surpresa com a alta ansiedade de seus colegas (“concorrentes”) pelo primeiro óleo de Waimea (esperado para outubro/novembro). Para o BTG, embora reconhecessem a importância deste marco, o risco de insucesso (fluxo abaixo de 10-20 kbpd ou atraso na obtenção da LO) era “*muito baixo*”²⁷³, pois os resultados dos testes realizados foram positivos. O BTG esperava que o óleo de Waimea fosse vendido com um desconto de 17,3% em relação ao Brent (mais US\$ 2/boe para transportá-lo para fora da FPSO).

Setembro. No início do mês, a OGX obteve a Licença Ambiental Prévia para Waimea e a expectativa era obter a Licença de Instalação e a Licença de Operação em até 60 dias, que permitiria o início do TLD. O FPSO (OSX-1) deveria chegar ao Brasil no fim de setembro.

Repercussões. Em aparente contraponto com outros Analistas, o MS reduziu seu PA significativamente no início de setembro (11). Em abril (18), após a divulgação do relatório D&M, o MS reduziu seu PA de R\$ 27 para R\$ 23 e agora para R\$ 16/ação. Ou seja, em menos de 5 meses, o MS reduziu seu PA em 40,7%²⁷⁴. A redução ocorreu “após revisar as informações disponíveis e check-las com consultores especializados em O&G (“consultores externos e geólogos de outras empresas, etc.”). Dois fatores causaram o ajuste no PA: redução na estimativa dos RPL de 5,3 bboe para 3,5 bboe; e redução na estimativa dos volumes delineados mais contingentes (2C) de Campos de 4,3 para 2,7 bboe.

²⁷² GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 23.

²⁷³ GATTASS & FONSECA, 2011d, p. 10.

²⁷⁴ DARIPA [2011d].

Tabela 37 – Ajuste na Estimativa dos Recursos Prospectivos na opinião do MS (em mboe)

	RPL 3º D&M	Ajuste	RPL Ajustado
Campos	1.400	65,8%	921
Santos	1.800	65,8%	1.184
ES	800	65,8%	526
PA-MA	400	65,8%	263
Parnaíba	912	65,8%	600
Total	5.312	65,8%	3.494

Fonte: DARIPA, 2011d, p. 4.

Tabela 38 – Ajuste na Estimativa dos Recursos Delineados e Contingentes das Acumulações de Campos na opinião do MS

Acumulações	Delineados + Contingentes (2C) (bboe)	%	Fator de Recuperação (%)	RPL (bboe)	%	Comentários
Waimea	1,126	26,0%	100%	1,126	41,7%	Testes de produção em andamento.
Pipeline	2,063	47,7%	50%	1,031	38,2%	Avaliação em andamento.
Vesúvio	0,738	17,1%	20%	0,148	5,5%	1º teste de produção falhou, e OGX não retomou perfurações.
Waikiki	0,396	9,2%	100%	0,396	14,7%	Excelente reservatório, mas pequeno. Testes de avaliação e produção sendo finalizados.
Volume Recuperável	4,323	100%	62%	2,701	100%	

Fonte: DARIPA, 2011d, p. 4, 8.

Os ajustes são motivados por uma preocupação que o Analista do MS já havia levantado em outros relatórios: evitar aplicar premissas (por exemplo, o fator de recuperação) e múltiplos deduzidos de bases diferentes para comparar “maçã-com-maçã”:

Por exemplo, alguém pode argumentar que os ativos da HRT na bacia do Solimões estão subestimados em 50% pois o fator de recuperação usado pela D&M foi de 28% enquanto que no campo de Urucu, já campo operacional, tem um fator de recuperação entre 50-60%. Ao

comparar OGX e HRT usando múltiplos de ativos derivados de fatores de recuperação diferentes seria uma distorção” [DARIPA, 2011d, p. 6].

DARIPA ilustrou a dificuldade em estimar o fator de recuperação com um caso real, o bloco de Nanpu na baía de Bohai no nordeste da China. Em Nampu, a Petrochina estimou haver 1 bilhão de toneladas de óleo equivalente, dos quais 0,405 bilhão foi classificado como reservas. A estimativa baseou-se em um fator de recuperação de 40%, que posteriormente foi reduzido para 20%, após se constatar que a estrutura geológica do bloco continha muitas falhas. O óleo estava em pequenas “piscinas” e não em um grande reservatório, o que aumentou muito os custos de extração, pois muitos poços verticais tiveram de ser perfurados para extrair o óleo. Adicionalmente, seria muito difícil usar técnicas de injeção de fluídos (pode ser água, CO₂, O₂, GN, por exemplo) para assegurar a pressão adequada que impulsionaria o óleo através dos poços.

Para resumir, o 3º D&M causou uma crise de reputação no guidance dos Executivos levando alguns Analistas a serem mais conservadores enquanto aguardavam mais e melhores informações:

Nós não estamos contradizendo as conclusões dos executivos da OGX, tampouco estamos afirmando que a OGX não poderá recuperar 4,1 bboe. Ao continuar seus testes de produção e divulgar mais informações sobre as acumulações (através de revisões da D&M ou Declaração de Comercialidade), nós poderemos revisar nossos fatores de risco [DARIPA, 2011d, p. 4].

No início de outubro (3), outro banco, o SAN, também reduziu seu PA para R\$ 21/ação²⁷⁵. Em abril, antes do 3º D&M, seu PA era de R\$ 33/ação, ou seja, uma redução de 36,4% em menos de 6 meses. Apesar da redução no PA, assim como o MS, o SAN recomendava a seus clientes manter suas ações da OGX, pois seu potencial era diferenciado em relação aos *peers*.

Início Outubro. AC anuncia que não perseguiria mais o *farm-out* no curto prazo²⁷⁶.

Repercussões. Se a intenção do AC foi “trocar” a captação pelo 1º Note, o mercado não gostou. Não era apenas menos dinheiro, mas o sinal para o *de-risking*.

Segundo os Analistas, não havia catalisadores de curto prazo, mesmo na eminência do anúncio de um contrato de venda de óleo do TLD de Waimea. Exceção seria feita se o contrato de venda de óleo incluísse um desconto inferior a 15% do Brent. Os Analistas estimavam que para cada 5% a menos de desconto, o PA aumentaria em R\$ 0,10/ação. Se todo o óleo dos blocos de Campos fosse vendido com 5% a menos de desconto, o PA aumentaria em R\$ 1,40/ação.

²⁷⁵ AUDI & FALANGA NETO [2011i].

²⁷⁶ Diante do desinteresse dos IOCs na “megamonetização” da OGX, GASPAR [2014, p. 293, 336] relata que o AC então teria abordado outro tipo de investidor: os fundos de investimentos que já havia comprado US\$ 2,6 bilhões das *Unsecured Notes* da OGX, dentre eles a PIMCO e a BlackRock. Itaú e Bradesco emprestaram US\$ 1,3 B, com garantias pessoais do AC. O BNDES e o Gávea emprestaram (ou aportaram) R\$ 1,3 B na MPX.

6/10. Empresa assinou o contrato de venda dos primeiros 1,2 milhão de barris do TLD de Waimea para a Shell, equivalentes a 80 dias de produção (assumindo uma produção média de 15 kbpd). Seriam duas cargas com 600 mil barris, ambas com 20° API, produzidos pela FPSO OSX-1.

Repercussões. De acordo com a OGX, o contrato era renovável e poderia incluir aumentos nos volumes. A Empresa explicou que *“não assinou um contrato de longo prazo, pois pretende avaliar outras opções, uma vez que recebeu propostas de várias outras importantes refinarias”*²⁷⁷.

O preço de venda foi definido com desconto de US\$ 5,50/barril em relação ao Brent, equivalente a um desconto de cerca de 6,9%²⁷⁸. Alguns Analistas consideraram a notícia como positiva, pois além de reforçar que a OGX estava próxima a se tornar operacional, o desconto do preço em relação ao Brent foi menor do que o esperado (10%²⁷⁹ a 15%²⁸⁰ do Brent para a bacia de Campos). Além desta venda, a Shell e a OGX também firmaram uma Carta de Intenções para explorar novas oportunidades em óleo e GN. Entretanto, os referidos Analistas não consideraram que o impacto no valor da OGXP3 seria significativo.

Fim do Ano. O tão esperado *first oil* de Waimea, anunciado originalmente para outubro sofreu atrasos por várias razões: condições climáticas, atrasos na entrega e/ou no licenciamento da FPSO. Em seu último Comunicado ao Mercado do Ano (14/12/2011), a OGX anunciou que a FPSO OSX-1 estaria preparada para iniciar a produção de Waimea (OGX-26HP) em 23 de janeiro de 2012.

Repercussões. Apesar dos atrasos em Waimea, alguns analistas mantiveram sua recomendação de *“outperform”*. Waikiki, onde se localizaria TBMT deveria iniciar a produção em 2013. Entre 2009/11, a OGX havia perfurado 64 poços contra os 44 planejados.

A OSX era o tema “mais melindroso”: como fazê-la deslanchar? O AC conseguiu um empréstimo do Fundo da Marinha Mercante de R\$ 2,7 bilhões a juros fixos de 3,38%, com os avais do AC²⁸¹. No final de 2011, a E.ON. adquiriu 11,7% da MPX por R\$ 1,0 bilhão.

Em 2011, a Empresa manteve seu *guidance* otimista sobre sua campanha exploratória, com 47 poços perfurados, com uma taxa de sucesso média superior a 90%. Ao longo de 2011, a Empresa publicou 17 FRs, a grande maioria com notícias positivas. O poço TBMT deveria iniciar a produção em 2013.

A OGX vem quebrando paradigmas desde que foi criada, há pouco mais de quatro anos, e estabelecendo novos parâmetros para indústria do petróleo mundial (...) Ninguém ousou tanto quanto a OGX e os resultados não demoraram a aparecer: descobertas de bilhões de

²⁷⁷ Relatado por AUDI & FALANGA NETO, 2011j, p. 2.

²⁷⁸ AUDI & FALANGA NETO [2011j] estimou que um desconto de 5% em relação ao Brent equivalia a cerca de US\$ 4,0 a menos por barril.

²⁷⁹ KOVARSKY & MENDES [2011p].

²⁸⁰ AUDI & FALANGA NETO [2011h].

²⁸¹ GASPAR, 2014, p. 317.

barris em Campos, Santos e Parnaíba, produção em ritmo intenso em Waimea, primeiros contratos de comercialização assinados (...) [DFP, 2011, p. 3].

Na Amostra da TR, ao longo de todo o ano de 2011, o mercado se tornou mais pessimista do que a mediana dos Analistas. A partir de 5/5, o mercado precificou a OGX abaixo do PA dos Analistas mais pessimistas. Os Analistas otimistas parecem ter ficado alienados do mercado e até mesmo da mediana de seus colegas. O que o mercado estava considerando que os Analistas parecem ter relevado? Talvez a resposta esteja na credibilidade do guidance. De fato, alguns Analistas explicitamente relataram que, “*nos últimos meses, com a desvalorização das ações da OGX, a credibilidade do grupo [EBX] estava sendo cada vez mais questionada (...)*”²⁸².

Gráfico 37 – Amostra da TR: Evolução da Mediana, Máximo e Mínimo do PA em 2011 (em R\$/ação)

²⁸² AUDI & FALANGA NETO, 2011a, p. 1.

3.5 2012: *Start-up* Operacional e Substituição de Executivos

“Avaliar um barril de petróleo não é uma tarefa fácil. A qualidade do óleo, tributação e custos de desenvolvimento e produção têm significativas implicações na avaliação de hidrocarbonetos. A produtividade do poço geralmente afeta os custos de desenvolvimento e produção que alimentam a estória, enquanto que a falta de credibilidade também confunde o quadro.”

GATTASS, CARVALHO & VALDIZAN, 2012a, p. 12.

“2012 foi um ano de grandes conquistas e importantes desafios para a OGX”.

Relatório da Administração, DFP 2012 p. 1

Se 2011 se mostrou um ano ambivalente, com investidores impacientes e financiadores de longo prazo, 2012, especialmente no segundo trimestre, foi marcado por fraturas significativas no *guidance*, incluindo a substituição do CEO em 28/6. A 1ª Correção Apreciativa, que começou em 8/08/2011, terminou no primeiro trimestre (23/02/2012). Impulsionada pelas expectativas do *first oil* e a captação do 2ª Note, a Correção foi um “voo de galinha”, após o qual o valor da OGXP3 não se recuperaria.

Evolução do Valor de Mercado em 2012: Voo de galinha

Como descrito anteriormente, entre 8/08/2011 (R\$ 9,20) e 24/02/2012 (R\$ 18,21), a OGXP3 se valorizou 97,9% em 128 pregões. Mas, a partir de 24/02, se formou uma tendência depreciativa praticamente irreversível. A perda de valor de ponta a ponta do ano foi de 68,1%, enquanto o IBOV se valorizou em 5,4% e o Brent se desvalorizou 1,0%.

Pelo gráfico da OGXP3 destacam-se três marcos: o pico do ano em 24/2 e as fortes depreciações após 7/5 e 19/6. O pior momento foi entre 25/06 (R\$ 8,70) e 28/06 (R\$ 5,05), quando a OGXP3 perdeu 42,0% de seu valor em três pregões.

Gráfico 38 – Evolução da OGXP3 em 2012, em R\$ Nominais, pós-Split

Entre novembro de 2011 e fevereiro de 2012, a OGXP3 experimentou uma valorização acima da do IBOV e do preço do Brent, que também se valorizaram no período. Mas, a partir de 14/02/2012 (US\$ 126,98/barril), o preço do Brent se depreciou significativamente até 25/06 (US\$ 88,69/barril), para depois se apreciar gradualmente até terminar o ano (US\$ 110,05/barril em 28/12) aos níveis próximos de janeiro (US\$ 111,12/barril, em 2/1). O crescimento da demanda por petróleo advinha do consumo nos países não-OCDE, uma vez que a demanda da OCDE era declinante²⁸³.

A forte depreciação do Brent entre março e junho pode ter contribuído para a depreciação da OGXP3, mas esta última se acentuou devido a mais uma crise de credibilidade no *guidance* gerada pelos resultados ruins da produção de TBAZ.

Em 15/05, a OGXP3, pela primeira vez desde o fim de 2008, se desvalorizou mais que o S&P OGEP 600 e 1500 e nunca mais se recuperou.

²⁸³ SEQUEIRA & FONSECA [2012a].

Gráfico 39 – Evolução do S&P OGPE 600, S&P OGPE 1500, OGXP3 e Brent em 2012 (12/06/2008 = 100)

O início da produção TBAZ, esperado para outubro de 2011, só começou de fato em 28/01/2012. A OGX estimava que a produção durante o TLD fosse, em média, 15 kbpd.

Gráfico 40 – Evolução da OGXP3, Brent e IBOV em 2012 (Base 100 = 12/6/2008 [IPO])

Os movimentos na OGXP3 afetaram diretamente o seu múltiplo de EV/2C que chegou a US\$ 0,78 em 28/6, ou seja, abaixo do valor de liquidação da Empresa se considerarmos o valor pago pelos BAs (US\$ 0,19). Ou seja, cerca de 3 anos e meio depois, após investir bilhões em sua campanha exploratória, a OGXP3 valia menos do que quando não havia perfurado seu primeiro poço.

Gráfico 41 – Evolução do EV/2C da OGX em 2012 (em US\$/boe)

O colapso de valor da OGXP3 em junho também foi observado nos Notes. Os financiadores do OGXPBZ18 parecem ter alterado sua percepção de risco em maio de 2013, portanto ainda a tempo de viabilizar a emissão do 2º Note (OGXPBZ22) em 30/3.

Gráfico 42 – Evolução do Valor de Mercado do OGXPBZ 2018 em 2012

Como era esperado, por ser mais longo, a desvalorização sofrida pelo OGXPBZ22 foi mais acentuada (encerrou o ano a 84.313, ou seja, deságio de 15,7%) do que o OGXPBZ18 (90.563 ou deságio de 9,44%).

Gráfico 43 – Evolução do Valor de Mercado do OGXPBZ 2022 em 2012

Evolução do Guidance e suas Repercussões sobre os Analistas em 2012

6/01. O primeiro poço perfurado na bacia do ES resultou seco.

Repercussões. No início de janeiro (6), duas notícias, uma boa e outra ruim. A boa foi que a PERENCO, sócia operadora da OGX nos blocos do ES, vendeu 10% destes para a Sinochem. Apesar de não ter o valor divulgado, a notícia foi interpretada por alguns Analistas²⁸⁴ como positiva, pois a OGX teria um novo sócio capitalizado. A PERENCO buscava captar recursos financeiros, inclusive através de uma tentativa malsucedida de IPO em 2011. Essa notícia reforçava o interesse dos chineses no O&G brasileiro.

A notícia negativa foi que o primeiro poço perfurado na bacia do ES (PERN-1, ao norte do bloco BM-ES-37) resultou seco. Apesar de não haver expectativas sobre o potencial do norte do bloco BM-ES-37, mas sim de sua parte sul, a notícia não foi boa²⁸⁵.

13/01. OGX Maranhão captou R\$ 600 milhões (com bridge do IBBA, SAN e MS, dos quais R\$ 400 milhões foram através de debêntures com vencimento em 13/01/2014) para financiar o desenvolvimento de Gavião Real e Gavião Azul (incluindo a UTE)²⁸⁶.

16/01. Descoberta de hidrocarbonetos no prospecto de Fortaleza (OGX-63, com coluna de 1.000 metros e net pay de 110 metros no BM-S-57), em Santos, cujo reservatório poderia conter 2,0 a 4,0 bboe.

Repercussões. Inicialmente, o anúncio foi recebido com cautela por alguns Analistas, uma vez que a OGX não podia confirmar se tratava de óleo ou GN²⁸⁷. O IBBA²⁸⁸ considerou a notícia neutra pelo excesso de oferta de GN e os gargalos na infraestrutura que impunham significativos obstáculos na monetização do GN na bacia de Santos. O SAN²⁸⁹, por outro lado, considerou a descoberta significativa pela altura do *net pay* e da coluna. Em perfurações passadas, as colunas não ultrapassaram 195 metros de coluna. Apesar do GN inicial, havia a possibilidade de se encontrar óleo.

28/01. Início da produção no primeiro poço (OGX-26HP) de TBAZ, que inicialmente era esperado para outubro de 2011.

²⁸⁴ AUDI & FALANGA NETO [2012a].

²⁸⁵ KOVARSKY & MENDES [2012a].

²⁸⁶ O empréstimo ponte de R\$ 600 milhões foi feito em parcelas idênticas pelos bancos IBBA, SAN e MS a um custo de CDI + 2,3% a.a., CDI + 2,3% a.a e Libor + 2,75% a.a., respectivamente. Os recursos providos pelo IBBA e pelo SAN foram captados através da emissão de debêntures quirografárias, não conversíveis, com distribuição pública destinada a investidores qualificados, nos termos do artigo 4º da Instrução CVM 476. Em 13 de janeiro de 2012 foram emitidas 40.000 debêntures com valor nominal global de R\$ 400.000 e vencimento em 13 de janeiro de 2014, com juros devidos semestralmente a partir de 13 de julho de 2012.

O financiamento junto ao MS foi obtido através da celebração de Credit Agreement em 13 de janeiro de 2012, nos termos da Resolução 4.131 do BACEN, num montante em US\$ equivalente a R\$ 200 milhões. Essa captação previa juros semestrais a partir de 13 de julho de 2012, e amortização do principal em 13 de janeiro de 2014.

²⁸⁷ GASPARG, 2014, p. 328.

²⁸⁸ KOVARSKY & MENDES [2012b].

²⁸⁹ AUDI & FALANGA NETO [2012b].

30/01. Primeiro óleo do TBAZ, no primeiro dos três poços da “pequena Waimea”: a OGX se tornou operacional em apenas dois anos após as descobertas.

Repercussões. No fim de 2011, havia rumores que a OGX estava protelando o TLD no TBAZ. A fase mais arriscada do processo de E&P era a exploração e o potencial para geração de valor era imenso. Mas era crucial transformar descobertas em produção.

Apesar do atraso, começar a produzir após apenas dois anos da descoberta era uma conquista significativa²⁹⁰. Curiosamente, o tão esperado “primeiro óleo” de Waimea foi divulgado na forma de CM (31/01) e não de FR. Finalmente a OGX se tornava operacional, entretanto, alguns Analistas consideravam que, embora fosse uma boa notícia, esta já estava precificada²⁹¹. Alguns Analistas projetavam que a Empresa poderia terminar o ano com lucro²⁹².

A OGX estimava que a produção durante o TLD fosse, em média, 15 kbpd. Ainda em 1S2012, a Empresa pretendia enviar a Declaração de Comercialidade à ANP, incluindo planos para alcançar 40-50 kbpd no 2S2012.

1/02. Duas semanas depois da descoberta em Fortaleza, a Empresa confirmou a presença de óleo de boa qualidade em reservatórios pré-sal em Santos (BM-S-57).

Repercussões. Originalmente, a D&M estimava haver 1,8 bboe em recursos prospectivos nos blocos de Santos da OGX. Notícia veiculada em *O Globo* estimava que pudesse haver 4,0 bboe, somente no BM-S-57²⁹³. Por estar em águas rasas, os custos de produção seriam menores do que os incorridos no pré-sal da PETR. A OGXP3 se valorizou 8,3% em um único dia (de R\$ 16,15 em 30/01 para R\$ 17,49 em 1/02). Ainda seria preciso mais perfurações que poderiam levar de 4 a 5 meses para confirmar o que poderia ser uma grande descoberta, um “*game-changer* para a bacia de Santos”, mas, desta vez, alguns Analistas recomendaram aguardar as confirmações antes de alterar o PA²⁹⁴.

Fevereiro. Ao longo do mês, a taxa do fluxo de TBAZ foi, na média, 11,6 kbpd, ou seja, no limite inferior do intervalo originalmente estimado entre 10-20 kbpd. A média, então, foi revisada para 10-13 kbpd por poço. A OGX insistia que terminaria 2012 com uma produção média de 40-50 kbpd com quatro poços. Executivos reiteraram a meta de produzir 150 kbpd em 2013, com Waikiki (TBMT), onde se esperava uma taxa de fluxo maior do que TBAZ.

Repercussões. Os Executivos mantiveram o *guidance* otimista:

Estimamos manter a produção desse poço [TBAZ] em níveis entre 10 e 13 kbpd durante os próximos meses, sem contemplar ainda a injeção de água no reservatório (...) esperamos conectar os dois poços

²⁹⁰ KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 2.

²⁹¹ KOVARSKY & MENDES [2012c].

²⁹² KOVARSKY & MENDES, 2012c, p. 1

²⁹³ Relatório por SEQUEIRA & FONSECA [2012b].

²⁹⁴ KOVARSKY & MENDES, 2012d, p. 1, e KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 2. AUDI & FALANGA NETO [2012b] também recomendaram cautela aos investidores.

horizontais adicionais que devem elevar a produção para níveis em torno de 40-50 kbpd ao final de 2012 [OGX, DFP, 2011, p. 6].

A projeção de terminar 2012 com uma produção média de 40-50 kbpd com três poços seria um grande desafio frente aos resultados iniciais de Waimea. Na teleconferência, muitas questões feitas pelos Analistas permaneceram sem respostas. Como estas novas taxas afetariam as premissas de produção e investimentos, afinal, *“a OGX considerava que Waimea seria uma boa referência para toda a bacia de Campos”*²⁹⁵?

Os Executivos insistiam que era possível atingir a produção média de 40 a 50 kbpd e considerava agregar um quarto poço à plataforma. Questionada sobre a viabilidade da meta de produzir 150 kbpd em 2013, a Empresa reiterou sua projeção. Aparentemente, a OGX esperava obter em Waikiki (TBMT) uma taxa de fluxo maior do que Waimea.

A OGX explicou que a decisão de produzir menos (10 a 13 kbpd *versus* 15 a 20 kbpd) em Waimea foi técnica e visava proteger o reservatório, mas não afetaria, necessariamente, o volume total recuperável. Um fluxo mais elevado poderia aumentar a infiltração de água, contaminando o reservatório, como aconteceu em Polvo. Mas, considerando um mesmo preço de venda do óleo, a “suavização do fluxo” não teria impacto a valor presente²⁹⁶.

Entre 2009/11, a OGX havia perfurado 64 poços contra os 44 planejados. No total, até 2013, a Empresa planejava um total de 109 poços, contra 51 planejados na época do IPO.

²⁹⁵ KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 2.

²⁹⁶ KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 9.

Tabela 39 – Campanha Exploratória: Números de Poços Pioneiros e de Avaliação (*Pioneer Wells and Appraisals*)

	2009R	2010R	2011R	2012E	2013E	Total	%
Atualização abr./12	6	26	32	26	19	109	100,0%
Campos	5	18	18	12	2	55	50,5%
Santos	1	6	3	4	1	15	13,8%
Parnaíba	-	2	9	6	8	25	22,9%
ES	-	-	2	1	2	5	4,6%
PA-MA	-	-	-	2	3	5	4,6%
Colômbia				1	3	4	3,7%
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	Total	%
Planejamento 2008	6	19	19	7	-	51	100,0%
Campos	4	11	10	2	-	27	52,9%
Santos	2	8	4	-	-	14	27,5%
Parnaíba	-	-	-	-	-	-	0,0%
ES	-	-	3	3	-	6	11,8%
PA-MA	-	-	2	2	-	4	7,8%

Fontes: Planejamento 2008: Prospecto IPO. Realizados 2009 a 2011: SEQUEIRA & FONSECA, 2012a, p. 10. Projeções 2012 e 2013: KOVARSKY & MENDES [2012g].

No final de fevereiro, a valorização da OGXP3 se reverteu e seu valor nunca mais se recuperou. Alguns Analistas já não incluíam a OGXP3 entre seus “*top picks*” de O&G no Brasil, preferindo a QGEP e até mesmo a volátil HRT²⁹⁷. Para eles, 2012 seria um ano crucial para as empresas brasileira de E&P: o mercado aguardava os resultados da exploração da HRT (Solimões e Namíbia), QGEP (bacias de Santos e Jequitinhonha) e OGX (com a maior campanha entre as três empresas, com 64 poços perfurados).

A produção da PETR “continuava a desapontar, apesar dos investimentos pesados dos últimos anos”. Apesar da aposta no pré-sal de Santos para o futuro da PETR, Campos ainda era a província mais importante, cuja produção declinava, sem explicações convincentes: pausas inesperadas para manutenção, declínio dos campos ou indisponibilidade de equipamentos para novos campos? Entre 2010 e 2011 a PETR aumentou apenas 1% sua produção média diária (para 2,022 mbpd) que ficou 4% abaixo da meta para o ano (2,100 mbpd).

20/03. OGX aumentou sua participação de 50% para 70% nos blocos BM-C-37 e BM-C38 devido “ao excelente potencial das águas rasas” de Campos. Devido à proximidade geográfica, o aumento na participação societária poderia acelerar o desenvolvimento de Pipeline (com volume estimado entre 1,0 e 2,0 bboe) e Carambola. A OGX considerava que a região poderia ser uma nova “província”.

²⁹⁷ Por exemplo, SEQUEIRA & FONSECA [2012a].

Repercussões. Devido à proximidade com o BM-C-37, o aumento na participação societária poderia acelerar o desenvolvimento de Pipeline (com volume estimado entre 1,0 e 2,0 bboe) e Carambola. A aquisição refletiria o otimismo da OGX na “província”.

Em contraste com o *farm-in* do BM-S-29, executado de graça à OGX em 2009 e 2010, o *farm-in* do BM-C-37 e BM-C38 envolveria um pagamento à vista além da assunção do PEM. Esse valor seria um indicador “de mercado” para o *de-risking* dos blocos. Entretanto, a divulgação do valor da parcela à vista, que fora prometida quando da divulgação do 1T2012 em 23/03, não aconteceu²⁹⁸. Os Analistas do IBBA²⁹⁹ estimaram que se este valor não fosse um montante considerável, o mercado poderia considerar o *farm-in* como “destruidora de valor”. Se a OGX tivesse pagado barato, isto poderia ser interpretado pelo mercado como uma *proxy* para o valor dos volumes em Campos. Somente dois poços (Carambola A e B) haviam sido perfurados no BM-C-37, porém se ele de fato contivesse 1/3 de Pipeline, a MAERSK não deveria vender barato sua participação.

Os Analistas do SAN³⁰⁰ ponderaram que quando a MAERSK vendeu sua participação no BM-S-29 para a OGX, os investidores se perguntaram por quê. Na época, a OGX explicou que as duas empresas tinham visões diferentes sobre o potencial do bloco e a MAERSK não queria arcar com o restante do PEM. Um mês depois, a MAERSK comprou três blocos em Campos da SK Energy com 35 mboe de reservas 2P e produção diária de 10 kbpd (campo de Polvo). Ou seja, a MAERSK preferiria a certeza de reservas em produção do que a incerteza inerente às campanhas exploratórias.

Apesar do feito da OGX se tornar operacional em dois anos após as descobertas, em março, os Analistas aguardavam ansiosos pelas taxas de fluxo (*flow rates*) do petróleo que iriam determinar volumes de produção, investimentos, fatores de recuperação (*recovery factors*). No final de março (23/03), este foi o tema central de uma teleconferência sobre os resultados do 4T2011.

23/03. Divulgação dos resultados do 4T2011: prejuízo contábil R\$ 321 milhões, incluindo despesas com o primeiro *write off* da OGX.

Repercussões. Na teleconferência, alguns Analistas não enfatizaram a taxa do fluxo de Waimea, mas sim o prejuízo contábil no 4T2011 de R\$ 321 milhões, muito acima do esperado, que seria um lucro de R\$ 19,5 milhões³⁰¹. O maior responsável pela diferença seriam despesas com exploração (em Campos, Santos e ES) de R\$ 301 milhões contra a projeção de R\$ 53 milhões. Estas despesas incluíam o reconhecimento da perda (*write off*) de: quatro poços (3 em Santos e 1 em Campos), três na Parnaíba e do total das despesas exploratórias no PA-MA (R\$ 196 milhões). Segundo a OGX, a perda no PA-MA

²⁹⁸ KOVARSKY & MENDES, 2012f, p. 2.

²⁹⁹ KOVARSKY & MENDES, 2012e, p. 1.

³⁰⁰ AUDI & FALANGA NETO [2012d].

³⁰¹ SEQUEIRA & FONSECA [2012c].

deveu-se ao atraso na aprovação da licença ambiental, requisitada em janeiro de 2011 e ainda não concedida³⁰².

No pregão, a OGXP3 perdeu 4,5% de seu valor (de R\$ 16,99 para R\$ 16,22). A perda em valor de EV foi de R\$ 2,31 bilhões ou US\$ 1,27 bilhões.

28/03. Conclusão da segunda emissão de *Unsecured Notes*: captação de US\$ 1,063 bilhão (equivalente a R\$ 1,937 bilhão, por 10 anos, com vencimento *bullet* em abril de 2022, com juros de 8,375%, pagos semestralmente).

Entrega da primeira carga de 600 mil barris do TBAZ (US\$ 145 milhões em receitas) para a Shell.

Repercussões. A baixa de R\$ 196 milhões do 4T2011 poderia ter sido um sinal negativo para os financiadores, pois indicava que o valor contábil dos ativos poderia vir a sofrer novas revisões afetando o risco de crédito. Entretanto, o valor do OGXPBZ18 não foi afetado e a emissão da 2a. Note da OGX foi concluída com juros em linha com o da anterior (8,5%, com vencimento em 2018)³⁰³. A segunda captação em menos de 12 meses atestava o *“sólido acesso da Empresa ao mercado de financiamentos, que poderiam ser garantidos pelos seus ativos em Campos e pelo início de sua produção”*³⁰⁴.

Os recursos do 2º Note seriam usados na campanha exploratório de Campos (BM-C-37 e BM-C-38) e Santos, além de manter uma reserva em caixa para aproveitar novas oportunidades de aquisição. Segundo alguns Analistas³⁰⁵, a estrutura de capital da OGX (35% de dívida/patrimônio) teria espaço para captações adicionais se estas fossem necessárias.

Possivelmente, a má notícia da primeira baixa de ativos foi compensada com a primeira carga de 600 mil barris de Waimea entregue à Shell no mesmo dia. A expectativa era que as duas cargas renderiam US\$ 145 milhões em receitas para a OGX. Waimea era considerada pela OGX como uma boa referência para a média do resto da bacia de Campos³⁰⁶.

4/04. OGX anunciou que novas captações poderiam envolver o BNDES e Project Finance, como fora feito na Parnaíba.

Conferência no Rio de Janeiro, os Executivos anunciaram que a Declaração de Comercialidade do TBAZ, que poderia conter 150 mboe³⁰⁷, seria anunciada até o final do mês. O segundo poço de TBAZ seria conectado também até o final do mês. O terceiro poço seria conectado em agosto.

³⁰² KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 12, relatam que o IBAMA requisitava muitos estudos para emitir as licenças que estavam “emperradas” (*deadlock*), o que levou o IBBA a desconsiderar o potencial de PA-MA na sua estimativa do PA.

³⁰³ AUDI & FALANGA NETO [2012e].

³⁰⁴ AUDI & FALANGA NETO, 2012e, p. 1.

³⁰⁵ AUDI & FALANGA NETO [2012e].

³⁰⁶ KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 2.

³⁰⁷ Estimativa de KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 9.

A produtividade do primeiro poço do TBAZ deveria melhorar da média de 11 para 18 kbpd com uma mudança na bomba do poço. Os Executivos ponderaram que 11 kbpd não era uma baixa produtividade se comparada com outros poços no Brasil e com a estimativa inicial da D&M (3 a 5 kbpd). Segundo eles, no Brasil, não haveria mais de 20 poços com 11 kbpd de produtividade. Metas de produção para 2013/15 foram reiteradas. Para cumprir 2015 (730 kbpd), o SAN estimava que a Empresa precisaria de 8 FPSOs, dos quais apenas 5 já haviam sido encomendadas à OSX. A D&M emitiria um novo relatório em 1S2013, que incluiria descobertas no pré-sal dos blocos adquiridos da MAERSK (BM-C-37 e BM-C-38). Com base neste relatório, a Empresa consideraria rever seu plano de negócio.

Além dos 1,2 milhão de barris já vendidos para a Shell, a OGX teria vendido outros 0,4 a 0,5 milhão de barris por um preço mais alto (porém não divulgado).

Campanhas exploratórias em ES³⁰⁸, PA-MA e Colômbia avançavam. Dos cinco blocos da OGX no PA-MA, os Executivos consideravam que dois teriam alto potencial. OGX participaria da 11ª Rodada, no 2S2012, e Colômbia.

Repercussões. Em 4/04, o principal Executivo, responsável pela campanha de exploração e na época também CEO da OGX, liderou um *roadshow* no RJ, considerado “produtivo” por alguns Analistas³⁰⁹. Além dos temas descritos acima, os Executivos informaram que, em 15 dias, a OGX divulgaria os resultados do OGX-74 na acumulação de Natal (BM-S-59) em Santos. Em 2 meses (junho), a OGX divulgaria os resultados do OGX-63 (Fortaleza). Mas, na ocasião do *roadshow*, a Empresa ainda não havia divulgado o valor pago à MAERSK pelo BM-C-37 e BM-C-38.

Segundo alguns Analistas³¹⁰, a falta de respostas claras combinada com “expectativas demasiadamente otimistas” baseadas em informações preliminares que a OGX havia divulgado explicavam a evolução do preço da OGXP3 abaixo do IBOV (entre março de 2011 a março de 2012).

12/04. Descoberta de óleo leve em Fortaleza.

Repercussões. O anúncio da descoberta de óleo leve (38º API) ocorreu poucos dias depois do *roadshow* e bem antes do estimado pelos Executivos. O anúncio foi considerado positivo, “pois até então o mercado considerava Santos como uma bacia de GN”.

Mas poucos dias após o *roadshow* (e a descoberta em Fortaleza), o IBBA reduziu seu PA de R\$ 25,9 para R\$ 21,2/ação por não acreditar mais que as metas de produção da OGX eram factíveis³¹¹. A Empresa se encontrava em um “ponto decisivo” (*turning point*), ao se aproximar da produção, com 78 poços perfurados desde o início de sua campanha

³⁰⁸ De acordo com o relato de KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 12, os primeiros dois poços perfurados atendiam os requerimentos da ANP. Os blocos a sudeste da bacia poderiam ser mais prolíficos, dadas as descobertas da PETR nos poços de Brigadeiro e Indra.

³⁰⁹ AUDI & FALANGA NETO [2012f].

³¹⁰ KOVARSKY & MENDES, 2012f, p. 1.

³¹¹ KOVARSKY & MENDES [2012g].

exploratória, com a notável POS de 90%. Enquanto a OGX insistia em 730 kbpd em 2015, o IBBA que já havia reduzido sua projeção para 550 kbpd, agora considerava 345 kbpd (12 kbpd/poço em Waimea). A estimativa considerava que apenas Campos estaria produzindo (com 5 FPSOs³¹²).

Sistemas produtivos em outras bacias, se confirmados, poderiam produzir a partir de 2015. *“Era provavelmente muito cedo para estimar o tamanho da acumulação do pré-sal descoberta pela OGX em Santos”*³¹³. Adicionalmente:

Nós estamos particularmente preocupados com a [não] divulgação do pagamento à vista referente à aquisição dos 20% adicionais dos blocos operados pela Maersk (BM-C-37 e BM-C-38) agregando mais incerteza sobre o valor dos barris de Campos [KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 1].

O sucesso exploratório na bacia de Campos é surpreendentemente positivo, levando a Empresa a contratar a implantação de cinco sistemas de produção naquela bacia, mas as expectativas de produção para as outras bacias foram demasiadamente otimistas (...) A bacia de Santos ganhou momento com as recentes descobertas no pré-sal, mas estudos adicionais são necessários para estimar a qualidade e o potencial das descobertas. O desenvolvimento da bacia do ES ainda é um ponto de interrogação devido aos poços secos, e ainda não há cronograma de obtenção das licenças necessárias para iniciar as perfurações na bacia do PA-MA [KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 2].

Em Santos, resultados de perfurações adicionais poderiam demorar pelo menos 5 meses. Apesar de localizada em águas rasas (155 metros), as perfurações na área são particularmente desafiadoras por causa da alta pressão. Outras empresas (XOM e BG) perderam poços na área devido a *gas kicks* ou pressão excessiva. O 3º D&M estimava o potencial total dos blocos de Santos em 1,8 bboe, mas não fornecia detalhes dos prospectos, tampouco quais seriam os percentuais de óleo e GN. As descobertas até então estimavam entre 70% e 80% de GN e 20% e 30% de condensados. Analistas estimavam que poderia haver 30% de óleo (0,54 bboe). A monetização do GN era duvidosa (5 Tcf) e exigiria uma UTE de 6 GW.

Havia outro risco também: a unitização. A OGX acreditava que seu reservatório em Santos poderia se estender além da área concedida. Nenhum dos blocos vizinhos aos da OGX haviam sido leiloados, portanto ainda pertenciam ao Governo. Se o potencial do pré-sal for confirmado na região, o Governo poderia então definir “áreas estratégicas” e

³¹² KOVARSKY & MENDES [2012g, p. 10] consideravam que cada conjunto, formado por uma FPSO e uma WHP, poderiam produzir 400 mboe durante a vida útil do projeto, de cerca de 25 anos. Portanto, para explorar os 3 bboe (3C) de Campos seriam necessários 8 conjuntos. OSX-1 e OSX-2 estariam alocadas nos dois campos de Waimea (o “pequeno” e o “grande”, que seriam estruturas distintas com pressões diferentes), e OSX-3 e o WHP2 em Waikiki, OSX-4 no complexo FITTO (Fuji/Ilimani/Tupungato/Tambora/Osorno), OSX-5 em Pipeline.

³¹³ KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 1.

submetê-las a novos leilões dentro do regime de PSC. A capitalização da PETR em 2010 com áreas do pré-sal surgiu com a questão da unitização³¹⁴.

25/04. OGX declarou a comercialidade do TBMT (OGX-25, acumulação de Waikiki [BM-C-39]) com 285 mboe.

Repercussões. O volume declarado surpreendeu os Analistas: a D&M havia estimado o potencial de Waikiki em 212 mboe (2C) e 312 mboe (3C). Aparentemente, a ANP não definia um padrão de qualificação de volume. A PETR, por exemplo, geralmente utilizava a estimativa 3C, que se tornaria 3P uma vez declarada sua comercialidade. Mas, de acordo com a OGX, os 285 mboe seria a estimativa da Empresa para o volume 2C/2P³¹⁵. Com base nas informações da própria OGX, os Analistas esperavam que a primeira Declaração de Comercialidade seria de TBAZ, onde o TLD já durava cerca de três meses, já com o segundo poço conectado à OSX1-FPSO.

A Declaração de TBMT ocorreu mais de um ano antes da chegada programada da plataforma que garantiria o início da sua produção. Aparentemente, após a aprovação da Declaração (poderia demorar 180 dias), a OGX já iniciaria a perfuração de três poços conectados à FPSO-OSX-3 em 4T2013 (WHP2 chegaria em 1T2014), e não conduziria o TLD.

14/05. OGX declarou a comercialidade do TBAZ com 110 mboe recuperáveis³¹⁶. A Empresa também revelou que o fluxo em TBAZ em março foi de 10,4 kbpd, contra 11,6 kbpd em fevereiro.

Repercussões. A tão esperada Declaração de Comercialidade do TBAZ decepcionou a expectativa de alguns Analistas que esperavam 150 mboe (2C)³¹⁷. O volume total recuperável para todo o complexo de Waimea, na época, era estimado em 700 mboe (dos quais 30% estariam no pré-sal), mas TBAZ seria apenas uma pequena parte do complexo.

A OGX também anunciou o prejuízo do 1T2012 (R\$ 132,4 milhões, abaixo da expectativa de prejuízo R\$ 105 milhões), mas a GS e o DB consideravam que resultados trimestrais não deveriam ser interpretados catalisadores para a OGX devido ao seu *status* pré-operacional³¹⁸. A partir da Declaração de Comercialidade de TBAZ, pelo IFRS, a OGX poderia contabilizar as receitas oriundas das vendas para Shell, que no 1T2012 somaram R\$ 118 milhões.

Perante a ANP, a OGX tratava Waimea como duas estruturas separadas, o que implicava em uma alíquota de SPT mais baixa. Como tal, a ANP poderia contestar tal tratamento, como já estava fazendo com outras áreas da PETR³¹⁹.

³¹⁴ KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 5-8.

³¹⁵ KOVARSKY & MENDES [2012h].

³¹⁶ KOVARSKY & MENDES [2012j, p. 2] explicam que a estimativa considerava quatro poços, incluindo injeção de água.

³¹⁷ KOVARSKY & MENDES [2012i].

³¹⁸ MATTAR et al., 2012a, p. 1; SEQUEIRA & FONSECA [2012d].

³¹⁹ KOVARSKY & MENDES [2012i].

A Empresa também revelou que o fluxo em TBAZ em março foi de 10,4 kbpd, contra 11,6 kbpd em fevereiro, o que não surpreendeu alguns, que consideraram “*em linha com as expectativas da empresa*”³²⁰. Vale notar também que esse volume foi atingido sem injeção de água e que a Declaração de Comercialidade permitiria à OGX perfurar poços horizontais, o que aumentaria a produção³²¹. “*Todos os olhos estavam voltados à produtividade do segundo poço*” (OGX-68), que deveria ficar próxima à do primeiro (11-12 kbpd)³²².

15/05. Durante conferência em Nova Iorque, os investidores voltaram a questionar a OGX sobre Vesúvio: “onde está Vesúvio”? Em 2009, Vesúvio era um dos focos da Empresa que estimou que a acumulação teria entre 0,5 e 1,5 bboe. Os Executivos explicaram que outras descobertas ganharam prioridade e que, por se tratar de uma região vulcânica, “*onde a geração de imagens era relativamente difícil*”³²³.

Repercussões. O IBBA relatou que em Nova Iorque, o âmago das discussões entre a Empresa e os investidores foi a extrapolação (o “*read across*”) dos resultados da TBAZ para o resto do portfólio de Campos, o que pode ser uma extrapolação “exagerada”³²⁴. Entretanto, a soma dos volumes de Waimea (110) e Waikiki (285) declarados à ANP ficava aquém dos 700 mboe 2C estimados pelo 3º D&M, o que causava desconforto entre os Analistas. Seriam necessárias outras Declarações de Comercialidade (que não estavam programadas) ou um novo relatório da D&M (que só deveria acontecer no 1T2013).

29/05. Em entrevista à Reuters, o CEO da OGX divulgou que a taxa do fluxo de TBAZ foi de 8,5 kbpd/poço, na média de dois poços, portanto abaixo dos 10 a 13 kbpd anunciados no final de março. O Executivo explicou que esta média de 8,5 se referia “a um dia em específico”³²⁵, portanto não deveria ser extrapolada para o mês. O CEO confirmou que a produção de 40 a 50 kbpd não seria alcançada em 2T2013, uma vez que o terceiro poço seria conectado no 2S2012 e o quarto poço em 1T2013.

Repercussões. Alguns Analistas reconheceram que a má notícia de fluxo de março iria afetar negativamente a OGXP3, pois o mercado iria questionar as estimativas 2C e 3C para toda a bacia de Campos, entretanto mantiveram suas estimativas de PA³²⁶. Não havia catalisadores à vista. Os Analistas aguardavam notícias sobre as perfurações em Pipeline (que se tornara uma prioridade) e Vesúvio. Resultados para Santos não eram esperados nos próximos 4 meses.

13/06. Descoberta de óleo no pré-sal de Campos, no prospecto de Honolulu (BM-C-43).

Repercussões. A descoberta “poderia ser um novo potencial na área”. Entretanto, o mercado ainda desconfiava do volume 2C da OGX, que só deveria ser confirmado pela

³²⁰ AUDI & FALANGA NETO, 2012g, p. 2.

³²¹ SEQUEIRA & FONSECA [2012d].

³²² MATTAR et al., 2012a, p. 1; AUDI & FALANGA NETO [2012g].

³²³ KOVARSKY & MENDES, 2012j, p. 4.

³²⁴ KOVARSKY & MENDES, 2012j, p. 1.

³²⁵ AUDI & FALANGA NETO, 2012h, p. 2.

³²⁶ KOVARSKY & MENDES [2012k].

D&M em 2013. Mas alguns Analistas esperavam que novas Declarações de Comercialidade (por exemplo, Pipeline, Vesúvio, Carambola, etc.) pudessem ser submetidas até março de 2013, quando expirariam as licenças de exploração da OGX em Campos³²⁷.

Mas alguns Analistas começaram a rever seus PAs, pois, na fase de desenvolvimento, o risco da execução aumentaria. Além do inerente risco geológico, a OGX ainda não havia contratado todos os equipamentos que necessitaria. Em 21/6, o SAN, por exemplo, reduziu seu PA em 40,5% em relação à sua última revisão de 8 meses atrás (de R\$ 21,0 em 3/10/2011, para R\$ 12,5/ação)³²⁸. O novo PA correspondia a 62,1% do valor do PA no início da cobertura (R\$ 33,0 em 26/10/2010).

Estamos rebaixando nossa recomendação para OGX de Comprar para Manter baseado em nossa nova e mais conservadora abordagem na modelagem da OGX, além da ausência de catalisadores potenciais para a ação. Apesar do forte histórico dos resultados exploratórios da OGX desde seu IPO em 2008 e da sua sólida posição financeira, nós acreditamos que uma análise mais atualizada da OGX merece uma abordagem mais conservadora na transição da Empresa para a fase operacional [AUDI & FALANGA NETO, 2012i, p. 1].

26/06. Os Executivos declararam que após o término de cinco meses de TLD, a vazão ideal de 5 kbpd por poço (sem injeção de água) para os dois primeiros poços (OGX-26HP e OGX-68HP), bem abaixo dos 20 kbpd anunciado pela OGX em setembro de 2011.

Repercussões. A teleconferência de 26/6 foi um derradeiro marco para a credibilidade do *guidance*. O valor da OGXP3 despencou 39,7% em dois dias (R\$ 8,37 em 26/6 para R\$ 5,05 em 28/6). Em relação ao seu último pico em 19/6/2012 (R\$ 10,20), sete pregões antes, a OGXP3 havia perdido 50,5% de seu valor.

Reservatórios de carbonatos podem ser traiçoeiros como testemunhamos da experiência e desafios de outras empresas de petróleo com reservatórios de carbonatos na bacia de Campos. O otimismo dos executivos da OGX, mais uma vez, atuou contra a OGX. No nosso modelo, nós adotamos taxas conservadoras (cerca de 5 kbpd), que devem estar entre as mais conservadoras do mercado, mas nós consideramos uma redução em nossas premissas de volume total recuperável [SEQUEIRA & FONSECA, 2012e, p. 1].

Mesmo os Analistas “ponderados” acabaram por reduzir seus PAs significativamente, porém mantendo recomendação de compra. Alguns Analistas ajustaram seus PAs rapidamente. O SAN, que havia reduzido seu PA em 21/6 (de R\$ 21,0 em 3/10/2011, para R\$ 12,5), o reduziu novamente em 26/6 para R\$ 9,50/ação, mesmo considerando

³²⁷ KOVARSKY & MENDES [2012i]; AUDI & FALANGA NETO [2012i].

³²⁸ AUDI & FALANGA NETO [2012i] reduziram o volume de Campos de 3,7 para 2,3 bboe (0,5 bboe Waimea, 0,6 Waikiki, 0,7 Pipeline, 0,5 Vesúvio) e 0,65 bboe em Paranaíba. Nenhum volume foi considerado para PA-MA, ES e Colômbia. WACC real de 10,5%

que com a injeção de água, a taxa média seria de 6 kbpd, e 7 kpdb para Waikiki, Pipeline e Vesúvio³²⁹.

O IBBA, apesar de reconhecer a má notícia, acreditava ser “injusto” extrapolar os resultados iniciais de TBAZ para toda a bacia de Campos³³⁰.

Uma das principais lições que aprendemos sobre carbonatos até agora é que são estruturas heterogêneas, diferentemente de arenito. A Petrobras, com toda sua experiência em Campos, decidiu adiar alguns de seus projetos em carbonatos para entendê-los melhor. Além disso, carbonatos exigem a customização de cada sistema produtivo, reduzindo o escopo para acelerar ou escalar os desenvolvimentos [KOVARSKY & MENDES, 2012m, p. 1].

Dois dias depois, o próprio IBBA ajustou seu PA (de R\$ 21,2 para R\$ 14,8/ação), extrapolando os resultados iniciais de TBAZ para toda a bacia de Campos. Apesar de conservador, os Analistas consideravam que “após tantos contratempos e na ausência de evidências do contrário, nós acreditamos ser uma premissa segura por enquanto.”³³¹ Os impactos da redução dos fluxos incluíam aumentos nos custos operacionais e de investimentos, deslocamento e redução da curva de produção, aumento do risco nos recursos prospectivos, aumento no custo médio do capital (ambos o *kd* e *ke*).

Tabela 40 – Curva de Produção da OGX x Histórico de Revisões de Alguns Analistas

Produção Média (kbpd)	2011	2012	2013	2014	2015	2017	2019	PA
IPO	2				398		1.130	
Revisão OGX 2009	20				730		1.380	
Revisão OGX jun/2011	20	50	165		730		1.380	
IBBA (05/05/11)					550	730		27,0
IBBA (16/04/12)		32	125	236	345			21,2
IBBA (28/06/12) ³³²		15	37	168	258			14,8

Foi um choque de realidade significativo. A crise de confiança estava instalada. Em 27/6, após a OGXP3 perder 25,3% de seu valor em um único pregão, a OGX promoveu uma teleconferência com Analistas que ficou famosa pela audácia de um Analista que levantou a possibilidade da OGX quebrar. No pregão seguinte, a OGXP3 perdeu mais 19,2% de seu valor. Naqueles dois dias, a OGXP3 havia perdido 39,7% de seu valor. Em relação ao seu último pico em 19/6/2012, sete pregões antes, a OGXP3 havia perdido 50,5% de seu valor. Os Notes também sofreram depreciações significativas entre 26 e

³²⁹ AUDI & FALANGA NETO [2012j].

³³⁰ KOVARSKY & MENDES, 2012m, p. 1.

³³¹ KOVARSKY & MENDES, 2012n, p. 1. O Preço Alvo foi reduzido de R\$ 21,2 para R\$ 14,8 (redução de 30%) devido a: i) redução da taxa de fluxo; ii) aumento de custos; iii) atrasos na curva de produção; iv) aumento do ajuste no fator de risco (desconto sobre o valor presente das projeções) de 20% para 50%; v) aumento no *Kd* e *Ke* em 100 pontos base cada, devido ao maior risco de execução.

³³² KOVARSKY & MENDES [2012n].

28/6: o OGXPBZ18 caiu 8,7% (de 97.625 para 89.125) e o OGXPBZ22 caiu 10,1% (de 96.375 para 86.625).

28/06. Substituição do CEO por Luiz Carneiro, que foi Diretor Presidente da OSX de 2009 a 2011 e membro do COAD entre 2010/11. Paulo Mendonça foi realocado para o COAD.

Repercussões. Alguns Analistas acreditaram que a saída do CEO poderia afetar o potencial de execução da OGX³³³. Apesar da reconhecida capacidade técnica de Carneiro, ele assumiria a liderança da OGX em um momento desafiador. Duas questões permaneciam:

(1) As reservas de caixa da OGX são suficientes para suportar as campanhas exploratórias e de desenvolvimento, ou a empresa precisará recorrer ao mercado de capitais? (2) Quão baixo o valor da OGXP3 pode chegar? [AUDI & FALANGA NETO, 2012k, p. 1].

De fato, a redução na projeção da curva de produção poderia atrasar o atingimento das metas originais, o que suscitava questões sobre a posição de caixa da OGX e sua capacidade de acessar o mercado de capitais³³⁴. Paulo de Tarso Guimarães assumiu a Diretoria de Exploração³³⁵.

O BTG, que também reduziu seu PA (de R\$ 21,63 para R\$ 17,63 em 5/7), manteve sua recomendação para Comprar: “coisas demasiadas aconteceram em uma semana... precipitação”.

Da massiva venda [da OGXP3] da semana passada nos trouxeram duas convicções: (i) os investidores não sabem mais o que acreditar sobre a OGX; e (ii) a única fonte sólida para apoiar o valor da ação seria o relatório de avaliação de 2010.

A OGX [P3] está sendo transacionada pelo equivalente às suas 700 mboe de 2C que já ocorreu no fim de 2010 e que se reverteu posteriormente. Hoje, parece que a percepção de mercado é que a OGX deve ter algo entre 900 a 1.000 mboe.

Para nós, este é um ponto de entrada bem atrativo. (...)

³³³ AUDI & FALANGA NETO [2012k].

³³⁴ KOVARSKY & MENDES [2012o] relatam que havia um covenant nos bonds da OGX que estipulavam um limite de no seu endividamento (*debt ceiling*) de US\$ 4 bilhões e uma Dívida/EBITDA de no máximo 3,5x. No modelo do IBBA, a OGX poderia atingir este limite e precisar de mais caixa ao fim de 2014, quando a relação Dívida/EBITDA alcançaria 6,6x. Entretanto, de acordo com a OGX, ao fim de 2014, a Empresa estaria produzindo 90 kbpd, o que geraria um EBITDA de US\$ 1,7 bilhão em 2015, que poderia ser securitizável. Neste caso, a securitização de recebíveis não seria incluída nos limites dos covenants.

³³⁵ Segundo relata GASPARELLO [2014], uma das primeiras ações de Carneiro foi visitar a lista de poços com as respectivas projeções de vazão: “qualquer campo que tivesse menos de 30 milhões de barris de reserva seria considerado antieconômico e teria de ser abandonado” [p. 374]. Só restaria Tubarão Azul e Tubarão Martelo, mas que ainda permaneciam incógnitas. No total, as reservas destes dois campos poderiam somar 315 milhões de barris, muito aquém dos 4,3 bilhões que Mendonça apregoava [p. 375].

Lá em 2010, a OGX havia perfurado 19 poços em Campos. Agora são 57. Lá ela possuía 11 acumulações que foram aceitas como descobertas pela D&M. Nós acreditamos que ela [a OGX] encontrou outras 10. O volume de descobertas pode ser muito maior.

Se nós estivermos certos nas nossas estimativas de quanto a OGX já encontrou, ou seja, entre 1,2 a 1,4 bboe adicionais, pode realmente existir um ganho significativo na ação agora. A questão é quando isso se tornará visível... [GATTASS, CARVALHO & VALDIZAN, 2012a, p. 2].

Nós acreditamos que a OGX tem caixa suficiente para suportar seus negócios e que o próximo relatório de avaliação [da D&M] pode ser um vetor positivo nas descobertas até agora [GATTASS, CARVALHO & VALDIZAN, 2012a, p. 1].

Mas os desafios de curto prazo eram significativos:

Os investidores não têm confiança alguma em nenhuma estimativa que a OGX fornece, negando a capacidade dos executivos em estimar e divulgar qualquer sucesso [GATTASS, CARVALHO & VALDIZAN, 2012a, p. 7].

16/07. Polvo (da BP), outro poço carbonato albio próximo ao TBMT e com estrutura geológica semelhante à de TBAZ, também apresentou baixas taxas de 1,2 kbpd/poço. Injeção de água não melhoraria o fluxo e poderia danificar o reservatório.

Repercussões. Em 16/7, quando a OGXP3 foi transacionada a R\$ 5,82/ação e as taxas de Polvo foram divulgadas, o DB reduziu seu PA em 77,8% (de R\$ 18,0 para R\$ 4,0/ação) e recomendou seus clientes a vender a OGXP3.

Desde o anúncio, nós conversamos com consultores e geólogos para entender melhor os blocos da OGX em Campos. Como tal, concluímos que a probabilidade dos campos da OGX ser tão desafiadora quanto a de outros campos carbonatos albianos na bacia de Campos é alta. Portanto, revisamos nossos números para refletir esse cenário.

(...) A OGX ainda precisa provar que é um “produtor de baixo custo”, como seus altos executivos afirmavam em recente teleconferência [SEQUEIRA & FONSECA, 2012f, p. 1].

Polvo teria 45 mboe recuperáveis (21º API). A injeção de água não melhorou o fluxo e poderia danificar o reservatório. Segundo os Analistas do DB relataram, os Executivos da OGX várias vezes afirmaram que seus campos não seriam análogos ao de Polvo³³⁶. Por fim, os Analistas do DB estavam preocupados com a posição de caixa da Empresa: US\$

³³⁶ SEQUEIRA & FONSECA, 2012f, p. 2. Polvo foi descoberto em 2004. Em três anos, produziu o first oil, como o TBAZ. Em agosto de 2011, com 9 poços produtores, a produção média era de 2 kbpd por poço. Os maiores desafios no desenvolvimento de Polvo foram: (1) perfurações demoraram muito mais do que esperado; (2) fragmentação resultou em um poço por zona; (3) dados sísmicos foram muito menos confiáveis do que se acreditava. Polvo está a 8 quilômetros a leste de TBMT.

3,6 bilhões (R\$ 6,6 bilhões) em caixa para uma dívida de US\$ 3,9 bilhões (31/3/2012) e a necessidade de investir R\$ 1 bilhão por trimestre.

10/08. ANP divulgou a produção média do primeiro poço (OGX-26HP) em junho: 2,368 contra 4,665 kbpd em maio (11,037 kbpd em fevereiro). Em contraste, a produção média do segundo poço (OGX-68HP) aumentou em junho: 6,461 contra 4,065 kbpd em maio.

Repercussões. Embora um mês não fosse suficiente para confirmar uma tendência, a volatilidade preocupava.

15/08. Em uma teleconferência, os novos Executivos revelaram que o quarto poço (OGX-84) perfurado (em área 1C) no prospecto de Inga (BM-C-40) provou ser seco, em local próximo à área considerada como Recurso Contingente no 3º D&M. Inga ficava ao sul de TBMT (com comercialidade declarada de 285 mboe).

Repercussões. O poço seco em Inga e a não descoberta de hidrocarbonetos em outros dois poços (OGX-67 e OGX-71) em áreas 3C em 1T2012 foram considerados notícias negativas. A perfuração ocorreu perto do centro da acumulação de Inga, cujo volume estimado havia sido considerado como Recurso Contingente pela D&M. A Empresa esperava que Ingá, Perú e Itacoatiara pudesse aumentar o volume comercializável de Waikiki, estimado em 600 mboe.

2/10. Os novos Executivos anunciaram que a OGX venderia a sua próxima carga de óleo para empresa asiática com um desconto de US\$ 4,5/barril. Anunciou também que reconheceria a perda contábil no BM-S-29 (US\$ 100 milhões) e o retornaria à ANP.

Repercussões. No pregão, a OGXP3 perdeu 3,2% (de R\$ 5,99 para R\$ 5,80). A perda em valor de EV foi de R\$ 587,2 milhões ou US\$ 289,8 milhões.

24/10. Quando OGXP3 chegou a R\$ 4,63 (perda de 7,7% em relação a 23/10), o AC outorgou à OGX uma put ao preço de exercício de R\$ 6,30 e limite máximo de US\$ 1,0 bilhão. A put poderia ser exercida a qualquer momento até 30 de abril de 2014.

Repercussões. O objetivo da put era demonstrar a confiança do AC:

Essa opção enfatiza a confiança do acionista controlador na qualidade do corpo técnico e ativos da Companhia, bem como nas novas oportunidades que o setor de óleo e gás oferece [OGX, DFP 2012, p. 19].

Mas seus termos eram vagos:

(...) condicionado à necessidade da Companhia de capital social adicional e à ausência de alternativas mais favoráveis, condições estas que serão determinadas pela maioria dos membros independentes do Conselho de Administração da Companhia [OGX, DFP 2012, p. 4].

O IBBA³³⁷ interpretou que a put serviria para reduzir as preocupações dos investidores em relação à liquidez financeira da Empresa, gerada pelas reduções consecutivas das

³³⁷ KOVARSKY & MENDES [2012p].

suas metas de produção. Na época, os Analistas do IBBA e SAN³³⁸ se perguntavam por que a OGX ainda não havia encomendado a OSX-4. Por que a OSX-2, originalmente planejada para Waimea, agora poderia ser compartilhada com Waikiki. Estas questões endossavam a interpretação que a curva de produção seria adiada. Neste contexto, a put funcionaria como um seguro contra produção aquém do projetado. Estes Analistas do IBBA estimavam que no fim de 2014, os covenants da dívida atual impediriam a OGX de captar mais financiamentos.

Os Analistas do DB consideravam que embora a put fosse uma notícia positiva, não seria um divisor de águas, um “*game-changer*”, frente às necessidades de investimentos (R\$ 10,2 bilhões entre 2012 a 2015) e a perspectiva de somente gerar fluxo livre de caixa em 2015³³⁹.

Ainda no mesmo dia (24/10), a OGX obteve a qualificação de Operador A pela ANP, o que lhe permitiria operar blocos em águas profundas e ultra profundas. Até então, a OGX era classificada como Operador B³⁴⁰. Isso poderia sinalizar que a OGX planejava participar da 11ª Rodada da ANP planejada para 2013³⁴¹.

No pregão seguinte (25/10), a OGXP3 se valorizou em 2,6% (de R\$ 4,63 para R\$ 4,75). O ganho no EV foi de R\$ 420,9 milhões ou US\$ 207,7 milhões.

8/11. No anúncio dos resultados do 3T2012, não houve notícias sobre as perfurações em Fortaleza. Mas houve notícias sobre as perfurações no BM-C-37/38, cuja concessão venceria em março de 2013: entre 0,861 e 1,196 bboe em cinco prospectos, que poderiam demandar 4 FPSOs. No 3T2012, a OGX reconheceu R\$ 294,0 milhões em perdas em poços secos (dos quais R\$ 213,0 milhões se referiam ao BM-S-29).

Repercussões. Os Analistas aguardavam os resultados de Fortaleza. Se óleo fosse encontrado, a OGXP3 poderia se valorizar. Se os resultados não fossem bons, o mercado poderia precificar a OGXP3 entre R\$ 2,00 e 2,50, equivalente aos seus recursos com comercialidade declarada (Waimea e Waikiki com um total de 395 mboe). Mas não houve notícias.

No 3T2012, foram reconhecidas perdas em poço (R\$ 294,0 milhões) impactou o EBITDA que foi negativo em R\$ 343,6 milhões, bem pior do que a estimativa de alguns Analistas³⁴². Se não fosse o reconhecimento das perdas, a margem EBITDA teria sido de

³³⁸ KOVARSKY & MENDES [2012p]. O covenant estipulava um limite de Dívida/EBITDA de 3,5x. Considerando o preço do Brent em US\$ 90/barril, uma produção de 90 kbpd, ao fim de 2014, a dívida total somaria US\$ 4 bilhões para um EBITDA de US\$ 0,7 bilhão.

³³⁹ SEQUEIRA & FONSECA [2012h].

³⁴⁰ Operadoras A estão habilitadas a apresentar propostas para todos os blocos, as operadoras B estão limitadas a blocos terrestres e em águas rasas, e as operadoras C estão restritas a blocos terrestres. Na Nona Rodada de Licitação, exigia-se dos operadores A um patrimônio líquido de pelo menos R\$22 milhões; dos operadores B de pelo menos R\$ 20 milhões e dos operadores C de pelo menos R\$ 1 milhão.

³⁴¹ SEQUEIRA & FONSECA [2012h].

³⁴² AUDI & FALANGA NETO [2012m] estimavam um EBITDA negativo em R\$ 93,0 milhões. SEQUEIRA & FONSECA [2012i] estimavam um EBITDA negativo em R\$ 162,0 milhões.

17,3%, abaixo da estimativa de 38%. Essa diferença se deveu ao fechamento do poço OGX-26HP por mais de um mês para reposição de uma bomba.

As perdas reconhecidas no 3T2012 incluíam R\$ 213,0 milhões se referiam ao BM-S-29³⁴³. Alguns Analistas³⁴⁴ foram irônicos: obter uma área de graça é uma boa estratégia ou um jogo de azar?

Em agosto de 2012, a OGX devolveu à ANP o bloco BM-S-29, situado na Bacia de Santos, do qual detinha 100% de participação. Após o término do prazo do Plano de Avaliação de Descoberta dessa área, a Companhia decidiu pela não continuidade do seu desenvolvimento [OGX, DFP 2012, p. 38].

Outros Analistas³⁴⁵ consideraram que os custos operacionais estavam em linha (US\$ 557 mil/dia contra a expectativa de US\$ 565 mil/dia) e chamaram a atenção para a queda de 27% no consumo de caixa no trimestre para US\$ 478 milhões contra a média de US\$ 657 milhões por trimestre no 1S2012. Segundo eles, havia duas preocupações adicionais:

A tese de investimentos da OGX precisa de mais pilares para se sustentar. Uma maior produção em TBAZ com o próximo poço³⁴⁶ é chave para aumentar a rentabilidade [por barril] e a lucratividade.

Não há maneira de minimizar a necessidade do auditor independente da Empresa fornecer um quadro mais detalhado sobre os ativos. Mais de US\$ 4 bilhões foram gastos desde dezembro de 2010 e nós ainda não sabemos o que foi encontrado!

Mas essas são as incógnitas identificadas que, em nossa opinião, são indicadores que os investidores deveriam estar observando nos resultados, buscando sinais de fraqueza que poderiam mudar nossa visão sobre os valores que simplesmente não estavam lá [GATTASS & CARVALHO, 2012b, p. 2].

Por fim, no anúncio do 3T2012, a OGX estimou um EBITDA pro forma incluindo os embarques do 4T2012 e excluindo as perdas ativas (*write-offs*), que implicaria em uma margem de 35%, o que segundo alguns Analistas não corroborava com a visão dos Executivos da Empresa que a consideravam uma produtora de baixo custo (*“low cost producer”*)³⁴⁷.

³⁴³ Em 2008, antes do IPO, a OGX adquiriu 50% do campo BM-S-29 da MAERSK (homologada em 3/12/2008). DARIPA & SILVA [2008a, p. 15] relataram que a participação adquirida pertencia à Shell. Nenhum pagamento direto foi feito à MAERSK, entretanto a OGX investiria, no mínimo, US\$ 40 milhões na perfuração de poços no BM-S-29.

Em 2009, a OGX aumentou sua participação para 65% (homologada em 8/5/2009). Em 2010, passou a deter 100% (homologada em 9/11/2010), quando a Empresa divulgou que sua taxa de sucesso em Santos era de 57% [DPF 2010, p. 4]. Quando foi devolvido em agosto de 2012, a Empresa registrou uma despesa de R\$ 213 milhões a título de “poços secos ou subcomerciais”.

³⁴⁴ AUDI & FALANGA NETO [2012m].

³⁴⁵ GATTASS & CARVALHO [2012b].

³⁴⁶ Refere-se ao terceiro poço, com início de produção planejado para dezembro de 2012.

³⁴⁷ SEQUEIRA & FONSECA [2012i].

A posição do caixa no 3T2012 (US\$ 2,5 milhões, ou R\$ 5,1 milhões) indicava que a Empresa poderia terminar 2013 com caixa próximo a zero (entre US\$ 400 a 500 milhões), segundo estimativas do SAN, BTG e IBBA. Em janeiro de 2013, a própria OGX viria a projetar que poderia terminar o ano de 2013 com US\$ 300 a 400 milhões em disponibilidades³⁴⁸.

No pregão (8/11), a OGXP3 se desvalorizou em 0,21% (de R\$ 4,78 para R\$ 4,77). A perda no EV foi de R\$ 29,1 milhões ou US\$ 14,3 milhões.

26/11. OGX adquiriu 40% de participação no bloco BS-4 pertencente à PETR por R\$ 575 milhões (US\$ 270 milhões). O BS-4 era formado por dois campos pós-sal em águas profundas: Atlanta e Oliveira, com óleo pesado de 14º a 16º API.

Repercussões. O valor do *farm-in* representava um prêmio de 29% em relação ao valor pago pela QGEP em 24 de agosto de 2011³⁴⁹. No *farm-in* da BS-4, a OGX teria como sócios a QGEP, com 30%, e a Barra Energia do Brasil Petróleo S.A. (30%). Os investimentos previstos para 2S2013 eram estimados em US\$ 1,3 bilhão, com primeiro óleo para 2014. Estimava-se que Atlanta e Oliveira teriam 2,1 bboe, dos quais 15% a 19% poderiam ser recuperados (315 a 399 mboe, representando um múltiplo de M&A de US\$ 2,14 a 1,69/boe). Cerca de 80% destes recursos estimados estariam em Atlanta. Os blocos também poderiam ter potencial no pré-sal, uma vez que estavam próximos à Libra e Franco (volume estimado em 3,0 bboe).

Alguns Analistas³⁵⁰ interpretaram a notícia da aquisição do BS-4 como negativa, pois levantava quatro questões:

(1) dado o discurso consistentemente positivo da Empresa sobre seu portfólio [em águas rasas] em Campos, por que se aventurar em uma produção mais cara em águas profundas? (2) o potencial do pré-sal do BS-4 é tão significativo assim para justificar a aquisição? (3) dado o balanço patrimonial da Empresa (com US\$ 5,1 bilhões em dívida líquida e crescendo), vale a pena a OGX comprometer mais capital? (4) qual é o significado da aquisição para o restante do portfólio da OGX (Santos, ES, PA-MA, Colômbia [e até certo ponto para Parnaíba])? (...) [SEQUEIRA & FONSECA, 2012j, p. 1].

Os Analistas do IBBA compartilhavam parte das questões do DB³⁵¹. A aquisição surpreendeu, pois a OGX pretendia participação na 11ª Rodada (prevista para maio de 2013) justamente para buscar novas opções de crescimento mais baratas do que possíveis *farm-ins* de áreas já descobertas, e assim estaria preservando o caixa. Segundo os Analistas do IBBA, a aquisição do BS-4 provavelmente levaria a OGX a exercer a put contra o AC.

Assim como o IBBA, o SAN considerou o múltiplo do *farm-in* do BS-4 como vantajoso, porém endossou parte das questões do DB, em particular a potencial falta de caixa.

³⁴⁸ AUDI & FALANGA NETO [2013a].

³⁴⁹ SEQUEIRA & FONSECA [2012j].

³⁵⁰ SEQUEIRA & FONSECA [2012j].

³⁵¹ KOVARSKY & MENDES, 2012q, p. 1.

Adicionalmente, o SAN considerou que, por se tratar de campos com potencial já avaliado, e, portanto, menos arriscados, a aquisição teria sido melhor do que investir em novas fronteiras³⁵².

No pregão (26/11), a OGXP3 se desvalorizou em 5,34% (de R\$ 4,87 para R\$ 4,61). A perda no EV foi de R\$ 627,1 milhões ou US\$ 301,7 milhões.

Fim Novembro. “Primeiro gás” em Gavião Real. UTE Parnaíba I seria comissionada em janeiro de 2013.

11/12. Artigo do JVE³⁵³ relata que ações das “empresas X” lideraram ganhos no dia devido a boatos que o AC estaria negociando venda de participações nas “empresas X” para o BNDESPar. OGXP3 teve alta de 8,76%, LLX com 7,33% e OSX com 0,44%. No dia seguinte (12), o AC e o BNDESPar vieram a público negar o hipotético aporte nas “empresas X”³⁵⁴.

Repercussões. Analistas da Amostra Própria não comentaram a notícia.

12/12. Empresa anunciou sua intenção de promover o *farm-out* de TBMT.

Repercussões. Novamente, o valor do *farm-out* seria um importante sinalizador para o mercado sobre o valor do portfólio da OGX. Se a OGX implementasse o *farm-out* de 30% por um múltiplo razoável de US\$ 10/boe, poderia captar cerca de US\$ 855 milhões³⁵⁵. Entretanto, havia muitas empresas de O&G no Brasil também tentando viabilizar *farm-outs*³⁵⁶. O *farm-out*, o exercício da put e uma possível securitização de recebíveis eram potenciais fontes de caixa que a Empresa considerava. Entretanto, alguns Analistas³⁵⁷ consideravam que a participação da OGX na 11ª Rodada traria maiores questionamentos sobre a liquidez da Empresa.

Os indicadores da Amostra TR indicam que os Analistas pessimistas mantiveram suas apostas no valor da OGXP3 até junho, enquanto a mediana e os otimistas ajustaram seus PAs em junho, mas ainda os mantiveram acima do valor de mercado da OGXP3.

³⁵² AUDI & FALANGA NETO [2012h] estimaram o EV de US\$ 5,7/boe, sendo que a OGX teria pagado US\$ 2,2/boe.

³⁵³ Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/2935256/ibovespa-sobe-13-empurrada-por-empresas-x>.

³⁵⁴ Disponível em: <https://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/2937898/eike-tenta-arrumar-casa>.

³⁵⁵ AUDI & FALANGA NETO [2012o].

³⁵⁶ LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013b, p. 7] citam a PETR, HRT, BP, Anadarko, Vale e outras.

³⁵⁷ AUDI & FALANGA NETO [2012o].

Gráfico 44 – Amostra da TR: Evolução da Mediana, Máximo e Mínimo do PA em 2012 (em R\$/ação pré-split)

3.6 2013: Colapso do Guidance e Credibilidade do AC

“Uma das máximas da indústria de petróleo diz que exploração é negócio de baixo custo e alto risco, e produção, é negócio de alto custo e baixo risco”.

GASPAR, 2014, p. 244.

Evolução do Valor de Mercado em 2013: Colapso

Com a perda da credibilidade do *guidance*, disponibilidades em baixa, e OGXP3 depreciada, havia limitadas opções disponíveis para reverter o colapso da OGX em 2013. O exercício da *put* do AC, o *farm-out* de TBMT e a produção de TBAZ eram os poucos catalisadores que poderiam ter impacto significativo no curto prazo. Mas nenhum deles se materializou a tempo de prevenir a RJ.

Já em meados de abril (17), a OGXP3 perdeu boa parte do pouco valor que tinha quando do início do ano. O valor de mercado dos Notes também registrou perdas significativas no período.

Gráfico 45 – Evolução da OGXP3 em 2013 (em R\$ nominais por ação, pós Split)

Ao longo de 2013, o Brent e a IBOV se depreciaram relativamente pouco, o que não explicaria a queda na OGXP3.

Gráfico 46 – Evolução da OGXP3, Brent e IBOVESPA em 2013 (Base 100 = 12/6/2008 [IPO])

Gráfico 47 – Evolução do EV/2C em 2013 (em US\$/boe)

Os investidores e a mediana dos Analistas da Amostra TR parecem não ter concedido muito crédito aos novos Executivos após a substituição do CEO em junho de 2012.

Gráfico 48 – Amostra da TR: Evolução da Mediana e Mínimo do PA em 2013 (em R\$/ação)

Evolução do Guidance e suas Repercussões sobre os Analistas em 2013

4/01. Após um atraso de um mês, a OGX conectou o terceiro poço em TBAZ. A expectativa era que este poço produzisse mais do que a média de 5 kbpd dos outros dois primeiros. A confirmação do fluxo deveria levar duas semanas.

Início Janeiro. Dois anos depois de estimar seu potencial em 0,5 a 1,5 bboe, a Empresa considerou Vesúvio como baixa prioridade no portfólio, pois contém petróleo pesado em uma estrutura fragmentada. Outras áreas menos conhecidas, incluindo as prospectivas não-perfuradas dos BM-C-37/38, agora teriam prioridade sobre Vesúvio.

Repercussões. No início de janeiro, os Analistas do IBBA reduziram seu PA em 37% (de R\$ 13,20 para R\$ 8,30). Dentre as justificativas do corte, destacava-se a redução na premissa de volume total de Campos (2C + 3C): de 5,4 para 3,0 bboe. O potencial do pré-sal do BS-4 não foi considerado e os volumes estimados para ES foram excluídos do PA. Além da baixa performance de TBAZ, a mudança de prioridade na exploração do BM-C-37/38 em detrimento de Vesúvio chamava a atenção e motivou revisões conservadoras do potencial de volumes recuperáveis:

A primeira estimativa de volume da Empresa para Vesúvio foi de 0,5-1,5 bboe. Dois anos depois, a Empresa considera a área como baixa

prioridade no portfólio, pois contém petróleo pesado em uma estrutura fragmentada. Outras áreas, incluindo as prospectivas não-perfuradas localizadas nos blocos BM-C-37/38, agora têm prioridade sobre Vesúvio. Portanto, decidimos excluir os volumes associados ao Vesúvio de nossa avaliação contingente, pelo menos até ter uma ideia mais clara dos volumes e dos planos de desenvolvimento da área.

O foco da OGX nos blocos adquiridos da Maersk [BM-C-37/38] também trazem dúvidas sobre o potencial do resto dos prospectos na bacia de Campos. Desde o IPO, a OGX perfurou mais de 80 poços na bacia de Campos, principalmente em blocos 100% operados por ela, o que acreditamos ser suficiente para obter uma boa compreensão do potencial dos blocos. Ainda assim, a Empresa decidiu colocar as próximas unidades produtoras em áreas menos conhecidas, indicando potencialmente desapontamentos no resto, aparentemente muito mais difícil de produzir, da bacia de Campos [KOVARSKY & MENDES, 2013a, p. 2].

Os Analistas do IBBA reduziram suas estimativas para os recursos prospectivos 2C de 2,4 para 1,295 bboe em Campos: TBAZ (0,110 bboe), TBMT (0,285 bboe), OSX-2 no restante de Waimea (0,300 bboe), Pipeline e o restante do BM-C-41 (0,300 bboe), BM-C-37/38 (0,300 bboe). As novas Declarações de Comercialidade, aguardadas para 12 de março (data limite da concessão da ANP para 11 blocos, 7 em Campos e 4 em Santos), poderiam ser essenciais para entender o potencial real de Campos. Faria sentido que março de 2013 fosse a data base para o 4º. Relatório da D&M que poderia ser divulgado em junho³⁵⁸.

Em 13/01, os Analistas do CS, ao retomarem a cobertura da OGXP3, interrompida em 16/4/2010, foram contundentes:

O que devemos fazer agora? Depois de dois anos de "euforia de exploração" pós IPO, desde 2011, a OGX entrou na fase da "realidade do desenvolvimento": o relatório da [3º] D&M decepcionou o mercado, a redução da orientação de produção e as mudanças na gestão [mudança do CEO] contribuíram para que o preço da ação chegasse próximo de mínimos históricos. O que os investidores devem fazer agora? Temos uma oportunidade de valor, as ações são razoáveis, ou os riscos potenciais ainda estão subestimados? (...)

OGX oferece valor? Em nossa opinião, um dos aspectos cruciais do caso de investimento da OGX é que, mesmo com o preço da ação próximo a mínimos históricos, não é fácil ter convicção em uma sólida tese de valor [LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013x, p. 1].

O diagnóstico do CS se revelaria profético...

31/01. Poço seco em Cozumel (BM-C-37), onde se estimou haver entre 209 a 270 mboe. Descoberta de hidrocarbonetos em Tulum e Viedna. Produção do terceiro poço do TBAZ

³⁵⁸ KOVARSKY & MENDES [2013a].

ficou na média de 5 kbpd (a expectativa era de 7 kbpd). Em janeiro, a produção média em TBAZ foi de 4,9 kbpd/poço, mas a Empresa não disponibilizou os detalhes.

Repercussões. O DB, que tinha o PA mais baixo do mercado (R\$ 4,00) achou a notícia negativa, reiterou sua recomendação de venda e questionou suas estimativas que poderiam ainda ser otimistas:

Para nós, a implicação de um poço seco em um bloco cujo período de exploração está programado para terminar em menos de dois meses é que levanta a questão de saber se a empresa manterá ou abandonará as áreas. Se o pior caso se materializar, serão feitas revisões significativas para baixo, pressionando a ação ainda mais [SEQUEIRA & FONSECA, 2013a, p. 1].

Enquanto o IBBA³⁵⁹ não destacou a notícia sobre o fluxo do terceiro poço, o CS enfatizou a surpresa negativa:

Ainda mais notável é o fato de que, em teoria, é o campo que a OGX conhece melhor. Não só já está produzindo dos dois primeiros poços desde o início de 2012, mas também, porque os dois primeiros poços sofreram de canibalização, a OGX contratou a Schlumberger para realizar análises sísmicas detalhadas e otimizar a localização do terceiro e do quarto poços. E, no entanto, temos surpresas (negativas), o que nos deixa com pouca confiança para recomendar as ações, mesmo que estejam 25% abaixo da alta em meados de janeiro [LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013a, p. 1].

As taxas de fluxo de TBAZ eram os tópicos mais discutidos entre Analistas dado seus impactos nas projeções de produção, custos e investimentos³⁶⁰.

Para complicar ainda mais, os reservatórios mapeados e já produtivos da OGX são majoritariamente carbonatos, que são os menos estudados pela indústria do petróleo, e têm um comportamento mais heterogêneo, o que os torna mais difícil modelar e prever (...)

Na nossa opinião, continua a ser muito difícil ter muita convicção na avaliação para a OGX: não sabemos quais são os níveis de produção sustentável e não sabemos quantas FPSOs (ou recursos recuperáveis) têm efetivamente a empresa [LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013a, p. 2].

Em janeiro, a produção média em TBAZ foi de 4,9 kbpd/poço, mas a Empresa não disponibilizou os detalhes. No início de fevereiro (4), as informações disponibilizadas para as taxas só iam até novembro e mostravam um declínio no OGX-68 parcialmente compensado por um aumento na média do OGX-26:

³⁵⁹ KOVARSKY & MENDES [2013a].

³⁶⁰ LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013a].

Tabela 41 – Evolução da Produção em TBAZ (kbpd)

	OGX-26	OGX-68	TBAZ-1HP	Total	kbpd/poço
fev-12	11,037	-	-	11,037	11,037
mar-12	10,064	-	-	10,064	10,064
abr-12	8,832	-	-	8,832	8,832
mai-12	4,665	4,065	-	8,730	4,365
jun-12	2,368	6,461	-	8,829	4,415
jul-12	-	7,000	-	7,000	3,500
ago-12	4,144	6,113	-	10,257	5,129
set-12	4,325	5,724	-	10,049	5,025
out-12	5,428	4,557	-	9,985	4,993
nov-12	5,963	3,815	-	9,778	4,889
Dez-12	Na	Na	-	Na	5,100
Jan-13	Na	Na	-	Na	4,900

Fontes: SEQUEIRA & FONSECA [2012g] até julho e [2013b] até janeiro.

21/2. JVE relatou que a Petronas da Malásia negociava aquisição de fatia na OGX.

Repercussões. A OGXP3 se valorizou em 11,8% no pregão. O artigo³⁶¹ cita a frustrada negociação com os chineses (CNOOC e Sinopec) em 2010 que teriam achado o valor pedido muito elevado. Na época o *lifting cost* foi estimado em US\$ 8/barril, mas somente com logística de transporte a empresa teria gasto US\$ 7/barril. A agressiva estratégia teria causado uma crise de confiança.

1/03. JVE³⁶² relatou que investidores inquietos com a geração de caixa da OGX: em 31/12/12 a Empresa apresentou dívida líquida de R\$ 3 bilhões (bruta de R\$ 8,046 bilhões) para um ROB (4T12) de R\$ 150,7 milhões. A meta de produção para 2011 era de 20 kbpd e em 2015 era de 730 kbpd, mas a média de 2013 até então era de 13,2 kbpd nos três poços do TBAZ, com *lifting cost* de US\$ 58,58 por barril para as quatro cargas já comercializadas contra a estimativa do AC de US\$ 8. O *lifting cost* médio da PETR foi de US\$ 13,92 em 2012, mas com uma escala muito diferente. O alto *lifting* de TBAZ também estava relacionado a ociosidade da OSX-1 que era capaz de processar e armazenar 60 kbpd. Um quarto poço estava sendo perfurado em TBAZ e a Petronas ainda estaria interessada na aquisição de parte da OGX.

3/03. OGX ainda não havia divulgado os resultados do 4T2012 e sua posição de caixa.

³⁶¹ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3017680/petronas-da-malasia-negocia-fatia-na-ogx>.

³⁶² Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3027580/ogx-decepciona-mas-tem-interesse-de-asiaticos>.

Repercussões. Alguns Analistas acreditavam que apesar do pouco caixa disponível, a OGX precisaria participar da 11ª Rodada em maio para “revitalizar seu portfólio”³⁶³.

6/03. EBX e o BTG, um dos principais acionistas da Sete Brasil, assinaram um contratado de “cooperação estratégica de negócios”. Não havia detalhes sobre o acordo: além de assessoria financeira, notícias veiculadas nos jornais mencionavam linhas de crédito, mas sem divulgar valores e alocações ao Grupo X³⁶⁴.

Repercussões. O SAN (7/3) e o DB (8/3) interpretaram o acordo com o BTG como positivo, pois traria mais caixa para o Grupo X, porém “não traria mais barris³⁶⁵”, “não mudaria a geologia”. A OGXP3 se valorizou nos dias seguintes ao anúncio da parceria com o BTG, mas não durou muito.

O JVE³⁶⁶ relatou que após 3 semanas de negociações, o AC fechou acordo com BTG (6/3) visando melhorar a estrutura de capital da EBX através da venda de ativos (ex. MPX x E.ON), aportes de capital do banco e fundos soberanos (Cingapura, Abu Dhabi e China) em projetos específicos. Alguns investidores entrevistados interpretaram que, para fechar o acordo com o BTG, o AC estaria “realmente sem fôlego financeiro”. Como o acordo foi firmado entre a EBX e o BTG, não diretamente com as empresas de capital aberto, a EBX informou detalhes do acordo à CVM. O comunicado à CVM foi vago.

8/03. JVE³⁶⁷ relata que o AC se reuniu com Presidente Dilma para buscar apoio da PETR, que poderia incluir: a venda de FPSOs encomendadas pela OGX à OSX que podiam não ser mais necessárias; o arrendamento de área de Açú da LLX; e, venda de participações nas empresas X... “*Pode ser qualquer coisa*” teria dito o AC.

Repercussões. Os Analistas da Amostra Própria não comentaram.

³⁶³ SEQUEIRA & FONSECA [2013c].

³⁶⁴ GASPAS [2014, p. 414] relatou que se tratava de um contrato de 3 anos. O BTG faria a reestruturação financeira do Grupo e aportaria recursos (R\$ 1 bilhão de linha de crédito para projetos específicos mais apoio na oferta de ações para capitalizar a MPX). A remuneração do BTG seria 10% da valorização das ações do Grupo, mas o AC teria de se tornar minoritário. Naquele momento, o diagnóstico era que “o problema das empresas X se chama Eike Batista” [GASPAS, 2014, p. 418]. O AC, que antes fora um grande “ativo” do Grupo, agora se tornara um fardo.

Havia especulações que a verdadeira intenção do BTG era fazer uma “liquidação organizada” da OGX, onde o banco obteria informações antes dos outros credores”. Como se disse no mercado, à época, a associação fez do BTG “o primeiro da fila do bufê”, podendo escolher o que financiar, onde investir e o que descartar” [GASPAS, 2014, p. 422].

A “liquidação” começaria com a MPX, talvez o melhor negócio do grupo graças aos seus contratos de venda de energia de longo prazo, mas as obras de duas UTEs estavam atrasadas e gerando prejuízos. Em julho de 2013, a E.ON. que viria a aumentar sua participação no capital da MPX.

³⁶⁵ AUDI & FALANGA NETO [2013b].

³⁶⁶ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3036630/controladas-da-ebx-dizem-nao-fazer-parte-de-acordo-com-btg>

³⁶⁷ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3036708/apos-acordo-com-btg-pactual-eike-busca-o-apoio-da-petrobras>

11/03. OGX divulgou os resultados decepcionantes da produção do terceiro poço de TBAZ (estimada em 1,6 kbpd em fevereiro) e seu efeito negativo sobre a produção dos dois primeiros poços.

Repercussões. Foi um dia histórico. Restava então TBMT que poderia ser o único campo da OGX com algum valor. A OGXP3 caiu 14,8% em um dia. O CS ajustou seu PA em 64,0% (de R\$ 5,70 para R\$ 2,00) e rebaixou sua recomendação de “neutro” para “venda”³⁶⁸.

O DB³⁶⁹, que já havia reduzido seu PA para R\$ 2,00/ação dias antes, levantou duas questões: TBAZ seria economicamente viável? A OGX não deveria fazer um TLD em TBMT para entender melhor a geologia e evitar surpresas? Diante dos resultados do 3º poço e seu potencial impacto não só na curva de produção, mas também na possível necessidade de descolar a OSX-1³⁷⁰ para outro lugar onde os fluxos poderiam ser melhores, os Analistas do IBBA, que ainda não havia revisto seu PA, consideravam que:

(...) a única esperança para o OGX no curto prazo é uma transação de M&A. Há relatos de uma potencial venda de participação em Campos para a Petronas³⁷¹, e até um possível farm-out na Paranaíba. Mas nós já aprendemos que isso pode demorar muito e os valores podem desapontar [KOVARSKY & MENDES, 2013b, p. 1].

Para piorar, o terceiro poço de TBAZ estava localizado em uma área com características muito similares às de Pipeline e do restante de Waimea. A extrapolação (*read-across*) era inevitável. No dia seguinte, finalmente, os Analistas IBBA reduziram seu PA de R\$ 8,30 para R\$ 2,90/ação, ainda mais elevado do que o CS e o DB. O IBBA, pela primeira vez, também alterou sua recomendação de “compra” para “neutra”.

Esta é a sexta vez consecutiva que reduzimos a avaliação da OGX após uma notícia decepcionante para a empresa. Em comentários anteriores, no entanto, ainda estávamos preparados para dar à OGX algum crédito pela campanha exploratória e pelo potencial do portfólio de Campos, e é por isso que a nossa recomendação de compra sobreviveu por tanto tempo. As taxas de fluxo mais baixas e a leitura negativa em todos os outros reservatórios de carbonato reduziram ainda mais a nossa confiança na capacidade da OGX de atender as expectativas de produção e, conseqüentemente, a geração de caixa, ao mesmo tempo em que impulsiona o desenvolvimento de qualquer potencial de exploração, desencorajando-nos a valorizá-los.

³⁶⁸ LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013b].

³⁶⁹ SEQUEIRA & FONSECA [2013d].

³⁷⁰ AUDI & FALANGA NETO [2013b] estimaram que a OSX-1 estava utilizando 25% de sua capacidade instalada, o que elevava seu custo de extração (*lifting cost*) para US\$ 30/barril). Os Analistas também recapitularam que até aquela data, a OGX já havia encomendado um total de cinco plataformas. A OSX-2 deveria chegar ao Brasil no fim de 2013.

³⁷¹ GASPAR [2014] relata que as negociações com a estatal malaia de petróleo foram interrompidas com a RJ da OGX. Apenas recentemente a empresa malaia voltaria a tentar investir no Brasil ao participar da 14ª rodada de blocos exploratórios da ANP. A Petronas é uma das maiores petroleiras do mundo, produzindo 2,39 milhões de boe/dia de O&G.

(...) Por que não uma recomendação de venda? Apesar do nosso ceticismo sobre notícias positivas na frente operacional nos próximos meses, não recomendamos que os investidores realizem (grandes) perdas agora. Em nossa opinião, os muitos desafios enfrentados pela empresa até agora deveriam ter aumentado o senso de urgência na condução de um processo de M&A. Tubarão Martelo é o primeiro candidato, acreditamos, dado seu estágio de desenvolvimento e a vantagem de ser um reservatório de arenito, em vez de carbonato.

(...) de acordo com a OGX, o reservatório de Tubarão Azul é muito menos homogêneo e mais compartimentado do que o originalmente esperado, com áreas de menor permeabilidade, o que impede que o óleo flua como esperado em certas partes do reservatório [KOVARSKY & MENDES, 2013c, p. 1-2].

No mesmo dia, o SAN também reduziu seu PA de R\$ 5,70 para R\$ 1,80, alterando sua recomendação de “manter” para “vender”. Os Analistas³⁷² alertaram os investidores para a alta volatilidade da OGXP3, impulsionada por “investidores de varejo” que predominavam no volume de transações diárias. Os Analistas do SAN e do IBBA reduziram seus PAs na data limite das 11 concessões da OGX³⁷³. Estes Analistas não aguardaram pela informação.

13/03. OGX anunciou a devolução de um dos seus quatro blocos de Santos, o BM-S-57, onde se localizava a acumulação de Fortaleza. A Empresa declarou também a comercialidade de três campos: TBTI, TBGA (Pipeline, BM-C-41) e TBAR (Fuji/Ilimani, BM-C-41). Próximo da data de expiração de suas concessões, a OGX pleiteou PADs para apenas seis acumulações em Campos e três em Santos.

Repercussões. Volume não recuperável (*in situ*) dos três campos foram estimados entre 0,521 e 1,339 bboe. Por que divulgar o volume não recuperável, quando a prática da indústria é divulgar o volume recuperável³⁷⁴? Assumindo 25% de taxa de recuperação (utilizada no 3º D&M³⁷⁵) no P50 (0,823 bboe), o volume recuperável seria de 0,206 bboe. A soma desta estimativa com as declarações de TBAZ (0,110) e TBMT (0,285) não alcançaria o volume contingente 2C de 0,700 bboe estimado pelo 3º D&M que, na época, a OGX considerou conservador. Esse volume estimado não justificaria mais do que três FPSOs³⁷⁶, mas a OGX havia encomendado cinco: haveria uso para a OSX-4 e OSX-5?

Em Campos, a OGX pleiteou PADs para seis acumulações: Vesúvio, Veidma (BM-C-37), Tulum (BM-C-37), Itacoatiara (BM-C-39), Perú/Ingá (BM-C-40) e Tambora/Tupungato

³⁷² AUDI & FALANGA NETO [2013b].

³⁷³ AUDI & FALANGA NETO [2013b] explicam que, diante da data limite da concessão da ANP, a OGX poderia adotar três possíveis ações: (i) devolver alguns blocos onde não se descobriu óleo; (ii) “encolher” as áreas de alguns blocos e pleitear um PAD, que pode ou não ser aceito pela ANP (se for, a concessão é estendida por tempo determinado); e (iii) declarar a comercialidade de algumas áreas.

³⁷⁴ LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013c].

³⁷⁵ SEQUEIRA & FONSECA [2013e] replicaram essa extrapolação utilizando um fator de recuperação entre 10%-15%, “devido a presença de óleo pesado e a geologia desafiadora”. Já AUDI & FALANGA NETO [2013c] estimavam fator de recuperação entre 30%-40%, “devido à presença de óleo leve.”

³⁷⁶ OSX-1, OSX-2 e OSX-3. A OSX-3 deveria chegar ao Brasil no 3T2013 e começar a produzir no 4T13. AUDI & FALANGA NETO [2013c].

(BM-C-41). Em Santos, pleiteou PADs para três acumulações: Curitiba (BM-S-58), Belém (BM-S-56) e Natal (BM-S-59). Depois de tantos poços perfurados em Campos, a Empresa não era capaz de tomar decisões sobre a maior parte das acumulações descobertas³⁷⁷? A Empresa só era capaz de declarar a comercialidade em apenas três acumulações³⁷⁸?

Ainda em 13 de março, com a redução na premissa do fluxo de TBAZ, o MS³⁷⁹ revisou seu PA de R\$ 4,90 para R\$ 1,90, mas não recomendou a venda da OGXP3, pois ainda acreditava na capacidade da Empresa em captar recursos através da put, do *farm-out* e da associação com o BTG que poderia reestruturar seus ativos:

Por que não recomendar a venda? Preferimos aguardar e não expor o ativo subjacente [a OGX], uma vez que o resultado de um processo de reestruturação pode ser binário e gerar grande ganho a partir dos níveis atuais [MONTANARI & BELLINETTI, 2013a, p. 1].

14/03. A ANP divulgou dados sobre a produção dos três poços de TBAZ para janeiro que mostrou que os problemas não eram com o terceiro poço, mas os dois primeiros, cujas produções declinaram.

Repercussões. A GS, reduziu seu PA de R\$ 4,90 para R\$ 2,60. Dentre os ajustes feitos, a GS eliminou duas FPOS de suas projeções, a OSX-4 e OSX-5, por “falta de clareza as áreas onde seriam designadas e preocupações quanto ao caixa necessário para desenvolvê-las”³⁸⁰.

Ao contrário das estimativas dos Analistas para os três poços de TBAZ, o problema não foi o terceiro poço, mas os dois primeiros, cujas produções declinaram. A incômoda, porém, pertinente questão levantada pelo DB em 4 de fevereiro, era fundamental: TBAZ é economicamente viável³⁸¹?

³⁷⁷ SEQUEIRA & FONSECA [2013e].

³⁷⁸ SEQUEIRA & FONSECA [2013e]. Em entrevistas com alguns executivos de mercado, fomos informados que os executivos da OGX ganhavam bônus adicionais por poço perfurado.

³⁷⁹ MONTANARI & BELLINETTI [2013a].

³⁸⁰ MATTAR et al. 2013a, p. 1.

³⁸¹ SEQUEIRA & FONSECA [2013f].

Tabela 42 – Fluxos dos Três Poços de TBAZ entre Fev.2012 e Jan.2013

	OGX-26	OGX-68	TBAZ-1HP	Total	kbpd/poço
fev-12	11,037	-	-	11,037	11,037
mar-12	10,064	-	-	10,064	10,064
abr-12	8,832	-	-	8,832	8,832
mai-12	4,665	4,065	-	8,730	4,365
jun-12	2,368	6,461	-	8,829	4,415
jul-12	-	7,000	-	7,000	3,500
ago-12	4,144	6,113	-	10,257	5,129
set-12	4,325	5,724	-	10,049	5,025
out-12	5,428	4,557	-	9,985	4,993
nov-12	5,963	3,815		9,778	4,889
dez-12	6,220	3,599		9,819	4,910
jan-13	5,346	2,793	4,594	12,733	4,244

Fonte: dados ANP. Média aritmética simples, sem considerar dias parados para manutenção.

O mercado já especulava que os “tubarões de Eike” não tinham valor. As três Declarações de Comercialidade apresentadas em 12/março referiam-se a campos adjacentes ao de TBAZ, cuja geologia era tão complexa que sua viabilidade econômica estava sendo questionada³⁸². Era preciso abrir novas áreas. A Empresa ainda tinha US\$ 1,1 bilhão em caixa. Mas a LLX só tinha R\$ 50 milhões em caixa.

26/03. OGX anunciou que, após três meses de produção, o terceiro poço de TBAZ ainda não havia se estabilizado.

Repercussões. A OGX também divulgou os resultados do 4T2012: receita de R\$ 175 milhões, dos quais R\$ 23 milhões referem-se a vendas de GN de Parnaíba; EBITDA negativo de R\$ 277 milhões (incluindo R\$ 231 milhões em baixas de ativos³⁸³); margem EBITDA ajustada só considerando o OSX-1 aumentou de 39% para 43%; saldo de caixa de US\$ 1,65 bilhão; US\$ 1,3 bilhão de investimentos projetados para 2013 (não considerando sua participação na 11ª Rodada da ANP em maio)³⁸⁴.

³⁸² SEQUEIRA & FONSECA [2013e].

³⁸³ O 4T12 era o terceiro trimestre de reconhecimentos de perdas significativos, apontou o MS (27/3/13).

³⁸⁴ AUDI & FALANGA NETO [2013d].

Tabela 43 – Resumo de Indicadores da OGX do 4T2011 ao 4T2012

R\$ Milhões	4T11	3T12	4T12	Var. 4T/3T
Vol. Vendas Óleo (kbd)	-	8,6	8,8	2,3%
Preço Médio (US\$/b)	-	94,0	104,6	11,3%
ROL	-	150,7	174,7	15,9%
EBITDAX ³⁸⁵	-99,1	-57,1	9,2	-116,1%
M.EBITDAX	-	-37,9%	5,3%	-114,0%
EBITDA	-399,7	-388,0	-276,8	-28,7%
Lucro Líquido	-321,0	-343,3	-272,9	-20,5%

Fonte: MONTANARI & BELLINETTI, 2013b, p. 2.

A posição do caixa ficou abaixo daquela projetada por alguns analistas (SAN projetava US\$ 1,8 a 1,9 bilhão, GS projetava US\$ 2,7 bilhões) e frente aos investimentos projetados, a questão do exercício da put se tornou crucial, apesar dos Executivos considerarem que o saldo das disponibilidades mais o fluxo de caixa de 2013 seriam suficientes para cobrir os investimentos.

Os termos da put eram considerados vagos, o que trouxe dúvidas sobre a capacidade da OGX em exercê-la³⁸⁶. O IBBA previa que a put deveria ser exercida até, no máximo, o 4T2013. As implicações da associação entre EBX e o BTG para a captação de novos recursos financeiros ainda não haviam sido esclarecidas³⁸⁷.

Em paralelo, a OSX também enfrentava dificuldades: estava terminando a construção da OSX-2 e OSX-3, mas enfrentava uma severa limitação de caixa. Suas ações que, um mês antes, já tinham se desvalorizado a um patamar equivalente ao seu valor de liquidação (R\$ 7,00), em 25 de março, estavam ainda valendo menos (R\$ 4,21). “Mas o mercado não se importava mais com valor”, interpretava os analistas do CS:

Além das preocupações com a situação financeira do grupo EBX, números de produção pobres da empresa irmã OGX e a "falha" recente da OSX para captar US \$ 265 milhões para o FPSO OSX-3, as ações caíram cerca de 40% e agora estão em R\$ 4,2/ação. As ações da OSX estão claramente precificando que a OGX nem poderá cumprir suas obrigações mínimas [LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013e, p. 1].

Com disponibilidades limitadas, o CS estimava que a OSX teria de exercer a put de US\$ 0,5 bilhão contra o AC, caso contrário, seu caixa se esgotaria em novembro³⁸⁸.

³⁸⁵ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Depletion, Amortization and Exploration Expenses.* Custos de exploração incluem, dentre outros, os custos de abandonar poços secos.

³⁸⁶ LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013d].

³⁸⁷ SEQUEIRA & FONSECA [2013f].

³⁸⁸ SEQUEIRA & FONSECA [2013h, p. 7] relata que os FPSOs OSX-1, 2 e 3 estavam alugados pela OGX por 20 anos por US\$ 263 mil/dia (OSX-1) e US\$ 360 mil/dia (OSX2 e 3), enquanto os dois WHPs estavam

1/04. JVE³⁸⁹ relata que foi consumada a venda da MPX para E.ON, que comprou 24,5% das ações do AC por R\$ 1,5 bilhão, o que não seria suficiente para honrar as puts de US\$ 0,5 bilhão na OSX e US\$ 1 bilhão na OGX.

4/04. Devido à baixa posição de caixa, a S&P rebaixou a nota de crédito da OGX de B para B- apenas três níveis acima da nota de default.

Repercussões. O rebaixamento atingiu o OGXPBZ 2018 que já estava sendo transacionado ao um desconto de 20% (80.938) e em poucos dias ampliou seu desconto para 42,5% (57.500 em 18/4).

Gráfico 49 – Evolução do Valor do OGXPBZ18 e OGXPBZ22 em 2013 (Valor de Face = 100)

Fonte: Bloomberg.

Por ser um título mais longo, o OGXPBZ 2022 sofreu descontos ainda maiores: 33,25% de desconto em 4/4 (76.750) que se ampliou para 45,81% em 18/4 (54.188). Mas o valor dos bonds da OGX não se sustentaria nos meses subsequentes. Em julho, ambos já haviam rompido a marca de descontos acima de 75%.

Poucos dias depois da reclassificação da S&P (em 11/4), o DB³⁹⁰ reduziu seu PA de R\$ 2,00 para R\$ 0,80, devido à nova redução nas premissas das taxas de recuperação. Os

alugados por 25 anos por US\$ 320 mil/dia. Os contratos previam multas caso a OGX devolvesse os equipamentos antes do término do aluguel.

³⁸⁹ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3067328/venda-de-mpx-so-traz-alivio-para-eike>

³⁹⁰ SEQUEIRA & FONSECA [2013h].

Analistas, que já não consideravam nenhum valor nos blocos da OGX no Brasil e na Colômbia, exceto por Campos (491 mboe), BS-4 (129 mboe) e Parnaíba (181 mboe), alertaram:

(...) nós destacamos que a probabilidade dos ativos da OGX valerem menos do que sua dívida bruta, próxima de US\$ 4,0 bilhões, não deva ser ignorada [SEQUEIRA & FONSECA, 2013h, p. 1].

Em seu relatório, o DB foi incisivo: “a disciplina financeira da OGX tem sido pobre”. E explicou com uma matemática simples:

O total de investimentos realizados na empresa somou US\$ 9,4 bilhões, da seguinte forma: (1) US\$ 1,3 bilhão do private placement, (2) US\$ 4,1 bilhões do IPO, (3) US\$ 3,7 bilhões dos Unsecured Notes e (4) R\$ 600 milhões de empréstimos bancários da Parnaíba. Destes, US\$ 5,3 bilhões foram gastos na campanha exploratória. Nós estimamos que, até o final deste ano, a empresa ficará sem dinheiro (saldo de US\$ 1,7 bilhão em disponibilidades em 31/12/12). Embora significativamente desvantajosa para o seu controlador, a put da OGX de US\$ 1,0 bilhão a R\$ 6,30/ação terá que ser exercida, se a OGX não vender ativos (o farm-out é improvável em nossa visão).

Bandeiras vermelhas iniciais sobre disciplina financeira

Em retrospectiva, houve vários sinais de indisciplina: (1) ofertas agressivas na 9ª Rodada da ANP, (2) concentração de risco geológico e financeiro e (3) campanha de exploração agressiva na bacia de Campos. Isso resultou em que a OGX se tornou uma empresa altamente alavancada, especialmente considerando a fase inicial de suas operações [SEQUEIRA & FONSECA, 2013h, p. 1].

Segundo o DB, a OGX concentrou seus esforços exploratórios em Campos, preponderantemente sem parceiros (o BM-C-37/38 foram as exceções, com 70% OGX e 30% MAERSK), apesar do *farm-out* ser uma prática comum na indústria. Quando a OGX tentou fazê-lo, fontes não oficiais informavam que sua expectativa de valor era demasiadamente alta, desconsiderando o risco exploratório.

Além dos fluxos de TBAZ, os resultados da exploração de BM-C-37/38 se tornaram eventos cruciais. Resultados ruins poderiam levar a OGX a devolver os blocos e cancelar a contratação de OSX-4 e OSX-5.

8/04. O JVE relatou que a queda acentuada da LLX (-15%) e OGXP3 (-13,4%), com rumores de problemas ambientais em Açú, mas as quedas se reverteram com a notícia que a Presidente Dilma considerava que a “quebra” do Grupo X não era de interesse do país e que iria ajudar a restaurar a credibilidade através de suporte via PETR em Açú. No dia seguinte (9/4), em teleconferência, Graça Foster confirmou que PETR estava negociando com LLX o uso de suas instalações em Açú. Moody’s rebaixou OGX de B1 para B2.

Poucos dias depois da teleconferência (19/4), a PETR descartou o interesse em participar de projetos da LLX.

Repercussões. Os Analistas da Amostra Própria não comentaram.

12/04. ANP divulgou que a produção média em fevereiro dos dois primeiros poços do TBAZ (OGX-26 e 68), os mais antigos em serviço foi de 4,247 kbpd, 17% abaixo do pico de 5,129 em agosto de 2012.

Repercussões. A produção do terceiro poço apresentou uma queda abrupta (de 4,594 em fevereiro para 2,483 kbpd em março) e o DB não conseguiu uma explicação da OGX para tal queda³⁹¹:

Poucos dias depois do DB (em 16/4), o CS reavaliou seu PA de R\$ 2,00 para R\$ 1,00: além de toda incerteza em relação à posição de caixa, a viabilidade dos “tubarões”, a produtividade decrescente em TBAZ, incidentes operacionais afetaram os três poços de TBAZ, cuja produção em março caiu 27% para cerca de 8,3 kbpd (de 11,0 kbpd em fevereiro). “Menos produção, menos caixa”, resumiu. “Lei de Murphy” foi o título do relatório do CS³⁹². Poderiam ser 421 mil barris perdidos (US\$ 42 milhões a menos de receitas) além de US\$ 24 milhões em investimentos não previstos. Lembrando que a Empresa havia começado o ano com US\$ 1,6 bilhão em caixa, mas tinha US\$ 1,3 bilhão em investimentos e US\$ 0,3 bilhão de despesas financeiras programados. Os Analistas do CS, IBBA e MS temiam que, com base neste incidente, o mercado começasse a questionar a habilidade operacional da OGX em desenvolver seu portfólio:

Especialistas da indústria, no entanto, argumentaram que a empresa poderia ignorar etapas importantes, definindo o sistema de produção e o equipamento sem dados suficientes dos reservatórios. Parece que eles podem ter tido pelo menos um certo grau de razão [KOVARSKY & MENDES, 2013c, p. 1].

22 e 30/4. Segundo o JVE³⁹³, a OGXP3 abiu o pregão de 22/04 com alta de 19,2% com rumores de socorro ao grupo X por investidor russo, Lukoil (3ª maior petroleira russa após a Gazprom e Rosneft), em parceria com Petronas (assessorada pela MER) e a PETR.

Um investidor entrevistado relatou que “faltam referências na negociação com os papéis do grupo X”. Não havia nenhum fato novo que justificasse o aumento de 18,38% da OGXP3. “De resto tudo é especulação e nenhuma precificação está fazendo sentido. O próprio fato de uma empresa conservadora como a Petronas estar negociando há tanto tempo com Batista um ativo da OGX significa que encontrou algum valor na companhia, mas o mercado não parece capaz de enxergar onde está este valor.”

³⁹¹ SEQUEIRA & FONSECA [2013i].

³⁹² LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013f].

³⁹³ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3096104/analise-faltam-referencias-na-negociacao-com-os-papeis-do-grupo-x>

Em 30/4, após a valorização de 34,56% da OGXP3 na semana anterior, a Empresa publica desmentido sobre “rumores sobre oportunidades de negócios”, sem especificá-los. Seria a suposta transação com a Lukoil?

6/05. Artigo na mídia relatou que o *farm-out* de TBMT com a malaia Petronas estava prestes a ser concluído: US\$ 850 milhões por 40% de participação (US\$ 7,5/boe)³⁹⁴. O pagamento, em caixa, estaria condicionado à confirmação da performance do campo, que poderia ocorrer em meados de 2014.

Repercussões. Se o pagamento da Petronas estava condicionado do TBMT, a OGX precisaria exercer o put contra o AC antes disso. O IBBA estimou um múltiplo de EV de US\$ 7,5/boe para o *farm-out*, considerando 285 mboe (da Declaração de Comercialidade) e uma taxa de recuperação conservadora de 5 kbpd. Segundo os Analistas, o múltiplo representaria um desconto de 25% em relação ao que consideravam o “preço justo” de US\$ 10,0/boe. Os Analistas destacam que se o múltiplo de TBMT fosse aplicado ao restante do portfólio da OGX, o atual valor da OGXP3 na IBOV estaria superestimado. Para sustentar o valor atual, a OGX precisaria ter 400 a 500 mboe a mais do que estimava ter na época. O SAN, em um contraponto, argumentou que TBMT seria o melhor ativo da OGX, portanto, extrapolar o múltiplo para o portfólio da OGX “não faria sentido”³⁹⁵.

7/05. Produção de TBAZ em abril caiu ainda mais, de 8,3 (março) para 1,8 kbpd, por reflexos dos problemas técnicos com equipamentos³⁹⁶.

Repercussões. Além da notícia negativa sobre o TBAZ, a OGX também anunciou o segundo poço seco (OGX-106) no BM-C-37, agora no prospecto de Cancun (o primeiro tinha sido em Cozumel). No prospecto de Viedma (poço OGX-109), foram descobertos hidrocarbonetos, porém com um *net pay* de apenas 6 metros. Estas últimas duas notícias aumentavam as incertezas em relação aos outros tubarões (Areia, Gato e Tigre) e no bloco BM-C-37³⁹⁷.

Problemas operacionais não são incomuns, mas acreditamos que, neste caso, o processo foi agravado pela pressa para produzir petróleo, provavelmente ignorando etapas importantes no processo ou divulgando premissas excessivamente agressivas [KOVARSKY & MENDES, 2013f, p. 1].

Ainda em 7/5, outro *farm-out* foi anunciado em Polvo, apenas 8 quilômetros distante. A HRT estaria adquirindo 60% de Polvo da BP por US\$ 135 milhões (MAERSK continuaria

³⁹⁴ Coluna de Lauro Jardim na revista *Veja* apud KOVARSKY & MENDES [2013d]. Poucos dias depois (7/5), o *JVE* (apud KOVARSKY & MENDES [2013f]) informou que haveria três pagamentos: US\$ 250 milhões no ato da assinatura do contrato; US\$ 500 milhões quando do primeiro óleo (1S14); e US\$ 100 milhões em função de metas da produtividade do campo.

³⁹⁵ AUDI & FALANGA NETO, 2013e, p. 3.

³⁹⁶ Segundo KOVARSKY & MENDES [2013f] o mercado esperava que os poços OGX-68 e o TBAZ-1 não produzissem em abril. O que não foi esperado pelo mercado foi que o primeiro poço, o OGX-26, ficou 14 dias parados por questões operacionais. Em julho, esperava-se que os três poços voltassem a produzir plenamente.

³⁹⁷ SEQUEIRA & FONSECA [2013k].

com 40% de Polvo). A transação seria viabilizada por financiamentos à HRT, que se tornaria a operadora do campo. Considerando que haveria 24,3 mboe (de óleo pesado) remanescentes em Polvo, a HRT teria pago US\$ 9,26/boe, o que representaria um múltiplo máximo para TBMT, pois Polvo já estava operacional desde 2007 (atualmente com taxa de recuperação média de 1,4 kbpd/poço)³⁹⁸.

O DB fez uma ponderação importante sobre o *farm-out* de Polvo. Primeiro, a BP teria vendido sua participação em Polvo por duas razões: seu tamanho relativamente pequeno; seu desempenho decepcionante, típico de acumulações albiana carbonadas na região de Campos³⁹⁹. Então por que a HRT teria adquirido Polvo? Depois de resultados decepcionantes de GN na bacia do Solimões, dos altos investimentos na Namíbia e de sua declinante posição de caixa, Polvo agregaria cerca de US\$ 60 milhões por ano de fluxo de caixa à HRT até 2019⁴⁰⁰. Ou seja, a tese de investimento da HRT estava ficando cada vez mais difícil de sustentar, e Polvo poderia trazer uma nova perspectiva a esta *junior oil*.

8/05. Assinado o acordo de *farm-out* do TBMT com a Petronas, porém os termos dos pagamentos não foram revelados. Adicionalmente, a Petronas teria assinado com o AC um contrato de opção de compra de 5% da OGX por R\$ 6,30/ação, o mesmo preço de exercício da put. A call teria validade até abril de 2015.

Repercussões. Considerando uma estimativa de 212 mboe (2C) de fevereiro de 2012, efetuada pela D&M para TBMT, o múltiplo do *farm-out* seria de US\$ 10,02/boe, considerado alto pelo DB⁴⁰¹ e “decente” pelo IBBA⁴⁰², que mencionou uma possível venda de participação a outro potencial sócio, a estatal russa Lukoil.

10/05. Em teleconferência, Executivos divulgaram detalhes do *farm-out*: US\$ 250 milhões a serem pagos no 4T2013; US\$ 500 milhões quando do primeiro óleo (1T2014); e US\$ 100 milhões em função de metas da produtividade do campo (US\$ 50 milhões ao atingir a produção média de 40 kbpd, mais US\$ 25 milhões para 50 kbpd, mais US\$ 25 milhões para 60 kbpd, respectivamente).

OGX anunciou também os resultados do 1T2013, que incluíam: vendas de 1,2 mboe; R\$ 1,2 bilhão em baixas de ativos (poços subcomerciais, dos quais R\$ 952 milhões referiam-se aos blocos devolvidos para a ANP); EBITDA negativo de R\$ 1,1 bilhão; R\$ 2,3 bilhões em disponibilidades (US\$ 1,1 bilhão).

A OGX também confirmou a viabilidade comercial de TBTI, TBAR e TBGA.

Repercussões. Apesar do *farm-out*, os Analistas reiteravam a necessidade do exercício da put.

³⁹⁸ SEQUEIRA & FONSECA [2013j].

³⁹⁹ Em outubro de 2012, a produção de Polvo alcançou seu pico em 26,8 kbpd. A média dos últimos doze meses foi de 13,2 kbpd, com dez poços em produção.

⁴⁰⁰ O montante de fluxo de caixa anual foi estimado por KOVARSKY & MENDES [2013e].

⁴⁰¹ SEQUEIRA & FONSECA [2013l].

⁴⁰² KOVARSKY & MENDES [2013g].

A partir da análise da ata do COAD de 6/maio, o DB⁴⁰³ constatou que a OGX deu como garantias ao *farm-out* mais 40% de sua participação em TBMT⁴⁰⁴ e 20% de participação no BS-4. Essas garantias indicavam o risco que a Petronas associava ao *farm-out*.

Para o MS, DB e o SAN, o montante de baixas nos ativos no 1T2013 foi maior do que o esperado. O lançamento destas perdas teve impacto no valor de mercado dos bonds da OGX.

Apesar de confirmar a viabilidade comercial de TBTI, TBAR e TBGA, o PD só seria divulgado em junho com a chegada da OSX-2 em setembro e início da produção no 4T2013.

14 e 15/05. OGX arrematou 13 blocos na 11ª Rodada, por R\$ 376 milhões (US\$ 188 milhões) em BA e R\$ 698 milhões (US\$ 349 milhões) em PEM. Dos 13 blocos arrematados, 4 estavam na bacia do Paranaíba, 3 em Barreirinhas, 3 no Ceará, 2 na Potiguar e 1 na Foz do Amazonas.

Repercussões. A OGX foi “agressiva”⁴⁰⁵ no número de blocos, BA e PEM. Nestas três dimensões, a OGX foi a segunda empresa com maior participação no leilão, perdendo apenas para a PETR (R\$ 535 milhões em BA) e distante do 3º colocado, a QGEP (R\$ 95 milhões em BA). Na maioria dos blocos, a OGX não teve parceiros, contrariando a expectativa do mercado. Em termos de comprometimento do caixa para pagar o BA, a OGX foi a mais agressiva: 16% contra 1% da PETR.

Nós havíamos estimado que o dinheiro da empresa se esgotaria até o 2T14-3T14, mas essa compra de blocos poderia acelerar o processo, implicando dois pontos significativos: (i) o PUT deve ser exercido em breve; e (ii) a empresa pode estar tentando contar uma nova história, em vez de se concentrar em seu atual portfólio de ativos [AUDI & FALANGA NETO, 2013f, p. 2].

No início de junho (4), o Real sofreu uma forte desvalorização, o que deveria afetar negativamente a OGX, devido ao volume de sua dívida em dólares (US\$ 3,6 bilhões). Mesmo com suas receitas dolarizadas, o volume de vendas ainda era relativamente pequeno em relação à dívida.

11/06. Na divulgação da CVM 358 de maio, soube-se que o AC havia vendido o equivalente a R\$ 70,5 milhões da OGXP3 (121,8 milhões de ações), reduzindo sua participação de 62,6% para 60,5%.

Repercussões. Se o AC estava vendendo suas ações por R\$ 1,73, por que as compraria por R\$ 6,30⁴⁰⁶? Ao vender suas ações, o AC produziu um péssimo sinal ao mercado. O valor do OGXPBZ2018 caiu de 57.625 (10/6) para 20.625 (1/7). O valor do OGXPBZ2022 caiu de 57.750 (10/6) para 19.188 (1/7). A OGXP3 caiu de R\$ 1,29 (10/6) para R\$ 0,56

⁴⁰³ SEQUEIRA & FONSECA, 2013m, p. 30.

⁴⁰⁴ LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013g, p. 2.

⁴⁰⁵ AUDI & FALANGA NETO [2013f].

⁴⁰⁶ AUDI & FALANGA NETO [2013g].

(1/7). Finalmente, os bondholders perceberam algo que os acionistas minoritários já haviam percebido em abril de 2011: a OGX não tinha valor.

21/06. Resignação dos três membros independentes do COAD, Rodolpho Tourinho, Elen Gracie e Pedro Malan. Eles eram incumbidos de decidir sobre a validade do momento para exercício da put contra o AC.

Repercussões: No pregão (21/06), a OGXP3 se desvalorizou em 5,34% (de R\$ 4,87 para R\$ 4,61). A perda no EV foi de R\$ 627,1 milhões ou US\$ 301,7 milhões.

Artigo do JVE (24/6)⁴⁰⁷ relatou que a resignação dos três conselheiros independentes foi interpretada pelo mercado como reação a recusa do AC em conceder a put. Para poder exercer a put, a OGX precisaria atingir o nível mínimo de caixa de US\$ 100 milhões (em maio, a OGX teria US\$ 1,48 milhões em caixa, sem considerar os US\$ 250 milhões do *farm-out* para a Petronas).

No BTG, os sócios temiam que o risco X contaminasse o banco.

24/06. JVE⁴⁰⁸ relata que a OSX teria deixado de honrar obrigação com fornecedor (responsável pela construção da UCN, a empresa de engenharia espanhola Acciona no valor de R\$ 500 M), que não se pronunciou por questões de NDA.

1/07. OGX anunciou seu Plano de Negócios que incluía: (1) o pagamento imediato de US\$ 449 milhões à OSX para cobrir os custos de equipamentos encomendados, porém ainda não entregues (FPSO OSX-3 e o WHP-2)^{409, 410}; (2) não haveria novos investimentos nos três poços de TBAZ, que deveriam parar de produzir até o fim do ano, porém o contrato de aluguel da FPSO OSX-1 continuaria a ser honrado (US\$ 263 mil por dia); (3) o desenvolvimento de TMTB seguiria o planejamento, mas os termos do contrato de aluguel da FPSO OSX-3 e WHP-2 seriam ajustados. O primeiro óleo era esperado para dezembro de 2013, o que implicaria no pagamento de US\$ 500 milhões da Petronas à OGX; (4) o desenvolvimento de TBTI, TBAR e TBGA seria cancelado e suas concessões devolvidas à ANP, pois os campos eram intensamente fragmentados; (5) em decorrência do estudo que apontou a falta de viabilidade econômica de TBTI, TBAR e TBGA, as encomendas da FPSOs OSX-4 e OSX-5, WHP-3/4 à OSX seriam suspensas.

Repercussões. A OGX também anunciou que honraria o contrato de aluguel da OSX-2, que se iniciaria em janeiro de 2014. Mas a OSX-2 seria vendida para a Petronas ou

⁴⁰⁷ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3171626/crise-do-grupo-ebx-piora-com-saida-de-conselheiros>.

⁴⁰⁸ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3171900/osx-nega-ter-deixado-de-honrar-obrigacoes-com-empresa-espanhola>.

⁴⁰⁹ LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013g, p. 5] explicam que as WHPs são construídas de acordo com as especificidades de cada campo, portanto geralmente são vendidas como sucata após seu uso.

⁴¹⁰ Ainda em junho de 2013, o AC solicitou a anuência dos três conselheiros de alta visibilidade da OGX (Pedro Malan, Ellen Gracie e Rodolfo Tourinho) para compensar em US\$ 449 milhões à OSX pelo cancelamento de encomendas, em uma clássica situação de conflito de interesse [GASPAR, 2014, p. 449]. Na época, o AC detinha 57,18% das ações da OGX e 74,83% na OSX. Não só os três conselheiros se recusaram a anuir, como renunciaram coletivamente em 21/6/2013. Mesmo assim, o pagamento foi feito.

realocada, por exemplo, para o BS-4⁴¹¹. Enquanto isso não ocorresse, a Empresa pagaria US\$ 360 mil por dia, a partir de janeiro de 2014.

É difícil questionar a lógica desta decisão [pagamentos à OSX], mas o resultado é negativo e aumenta o peso sobre a posição de caixa já pressionada da OGX. É sempre fácil olhar para trás e criticar uma decisão de negócios, mas talvez isso tinha de ter sido feito há muito tempo, quando os primeiros contratempos na produtividade de Waimea lançaram dúvidas sobre o potencial efetivo dos carbonatos de Campos. O pedido de muitas unidades produtoras nos estágios iniciais do desenvolvimento também contribuiu para a situação atual [KOVARSKY & MENDES, 2013h, p. 1].

Em um único pregão, a OGXP3 caiu 29,1%, (de R\$ 0,79 para 0,56), considerado o dia do “crash” da OGX. Os efeitos da queda da OGXP3 seriam sentidos por outras empresas abertas brasileiras e pelo IBOV, uma vez que a OGXP3 fazia parte do índice (que consolidava as ações mais negociadas, mesmo que fosse de uma empresa pré-operacional como a OGX), que ficou conhecido como o “Efeito X”.

Ainda no dia 1 de julho, a MER revisou seu PA de R\$ 1,0 para R\$ 0,1. No dia seguinte (27), o MS deixou de estimar um PA para a OGXP3 e recomendou aos seus clientes vende-la. Com apenas três ativos (Tubarão Martelo, Parnaíba e 40% do BS-4, com 329 mboe recuperáveis), a OGX não teria recursos suficientes para pagar sua dívida⁴¹²: com US\$ 1,8 bilhão no caixa (já incluindo o *farm-out* da Petronas), a OGX teria de pagar US\$ 1,7 bilhão nos próximos 12 meses (US\$ 188 milhões de BA da 11ª Rodada, US\$ 300 milhões em juros, US\$ 150 milhões em SG&A, US\$ 380 milhões em investimentos e US\$ 449 milhões de pagamentos à OSX). O exercício da put só traria um alívio de curto prazo.

O DB reduziu seu PA de R\$ 0,7 para R\$ 0,1 e considerou que apesar da queda de 30% (2/7) na OGXP3, “o mercado ainda não havia precificado plenamente as notícias e suas consequências.”⁴¹³ O único ativo operacional seria desativado e TBMT, muito próximo a Polvo, produziria seu primeiro óleo em 4T2013, se tudo desse certo. O CS também reduziu seu PA (2/7) de R\$ 1,0 para R\$ 0,3 e questionava: “resta algo para os acionistas [da OGX e OSX] neste novo panorama? Vale a pena o risco?”⁴¹⁴

US\$ 1,2 bilhão para TBMT, US\$ 500 milhões para Parnaíba e US\$ 270 milhões para BS-4 somam US\$ 2,0 bilhões. Isso não é um valor de ativos suficiente em comparação com uma dívida de US\$ 4,0 bilhões, o que

⁴¹¹ SEQUEIRA & FONSECA [2013n] argumentam que a OSX-2 foi concebida para operar em águas rasas. Portanto, necessitaria passar por adaptações para operar nas águas profundas do BS-4 ou dos campos da Petronas. Ou seja, a resolução da OSX-2 levaria tempo.

⁴¹² MONTANARI & BELLINETTI [2013c]. LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013g, p. 3], por exemplo, estimaram o valor de liquidação da OGX. O valor de Tubarão Martelo foi estimado em US\$ 1,134 bilhão, Parnaíba em US\$ 0,448 bilhão, BS-4 em US\$ 0,270 bilhão e os blocos da 11ª Rodada pelo valor do BA (US\$ 183 milhões). Ou seja, um total de US\$ 2,036 bilhões de ativos para uma dívida líquida de US\$ 2,685 bilhões (US\$ 3,966 - 1,163 - 0,188).

⁴¹³ SEQUEIRA & FONSECA, 2013n, p. 1.

⁴¹⁴ LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013g, p. 1.

nos faz concluir que há pouco valor no patrimônio OGX em sua forma atual [LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013g, p. 1].

Ainda em 2/07, o IBBA anunciou que revisaria seu PA, mas já alertava que mesmo assumindo o exercício da put e valor para o BS-4 (US\$ 270 milhões): “*nos esforçamos para encontrar algum valor para os acionistas existentes da OGX.*”⁴¹⁵ O IBBA alertava também que mesmo assumindo um pagamento à vista de US\$ 500 milhões pela Petronas, o caixa da OGX terminaria até o final do ano. Exercer a put traria algum alívio ao caixa por mais dois ou três trimestres.

Apenas a GS não recomendou a venda da OGXP3, ainda acreditando no potencial de TBMT, mas reduziu seu PA de R\$ 2,0 para R\$ 0,7/ação⁴¹⁶.

O valor de mercado dos bonds da OGX estava em US\$ 926 milhões, contra um principal de US\$ 3,966 bilhões. Em 9/07, o CS⁴¹⁷ publicou um relatório discutindo cinco possíveis cenários de reestruturação do balanço patrimonial da OGX:

- (1) *Liquidação*: “o menos provável”, pois haveria muita destruição de ativos. A Petronas executaria as garantias e restaria apenas US\$ 1,0 bilhão de valor em TBMT e o BS-4. Os bondholders poderiam recuperar 33% de seus créditos e os acionistas perderiam todo seu capital.
- (2) *Conversão dos bonds em ações*: “o caminho mais lógico para corrigir a estrutura de capital”, pois além de resolver o endividamento, cessa também o pagamento de US\$ 300 milhões por ano em juros. O aumento de capital gerado pela conversão implicaria que os credores deteriam 83% das ações da OGX. Os bondholders recuperariam 48% de seus créditos.
- (3) *Conversão dos bonds em ações mais o exercício da put*: supondo que o AC aportasse US\$ 500 milhões, os bondholders recuperariam 60% de seus créditos.
- (4) *Pré-pagamento parcial dos bonds com put, e então a conversão*: variação de (3), mas considerando que o exercício da put pagaria parte dos bonds com o restante do saldo sendo convertido.
- (5) *Pagamento parcial dos bonds, conversão, aporte de capital*: uma mistura de todas as alternativas acima. Se US\$ 250 milhões fossem usados para pré-pagar os bondholders com os recursos da put, o restante da dívida convertida e os outros US\$ 250 milhões fossem injetados na OGX, a Empresa poderia obter uma taxa de recuperação de 60% de sua posição em capital.

⁴¹⁵ KOVARSKY & MENDES, 2013h, p. 1. Após este relatório, o IBBA nunca revisou seu PA ou sua recomendação aos clientes. A enigmática justificativa foi que: “Definir um valor justo objetivo para o OGX poderia criar uma referência de valor para negociar contra” [KOVARSKY & MENDES, 2013j, p. 1].

⁴¹⁶ MATTAR et al. [2013b].

⁴¹⁷ LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013h]. Em 2 de setembro, o CS publicou outro relatório [LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013i] onde desconsiderou o exercício da put, o que reduziu o número de cenários para três, descartando (4) e (5), e modificando (3). No novo cenário (3), considerou que o Acionista Controlador venderia sua participação a valor de mercado, estimado em US\$ 300 milhões, para pré-pagar os bondholders.

2/07. JVE⁴¹⁸ reporta que o AC “admite fracasso na tentativa de salvar a OGX”, após gastar US\$ 5,3 bilhões na campanha exploratória “mais cara de uma empresa privada no Brasil”. As projeções anteriormente divulgadas “não devem mais ser consideradas válidas”. “A put continua sendo uma opção viável a ser considerada pela companhia”.

Um especialista entrevistado interpretou o anúncio como uma tentativa da OGX de “limpar seu passado” de promessas otimistas. O futuro desejado seria explorar os blocos da 11ª Rodada, UTE Parnaíba (com MPX), Atlanta e Oliva (com QGEP) e o TMAT (com Petronas) em uma estrutura em que o AC seria minoritário. A CVM anunciou que abriu um processo para investigar a put do AC. Em 30/7, a OGX teria de entregar garantias a ANP da capacidade de executar o PEM de R\$ 700 milhões da 11ª Rodada. Em 6/8, a OGX teria de comprovar o pagamento de R\$ 376 milhões de BA da 11ª Rodada.

4/07. JVE⁴¹⁹ reporta que “foi posto em marcha um plano para o completo desmembramento do Grupo X...” gerenciado pelo BTG, ao fim do qual, eventuais participações societárias do AC seriam diminutas, mas o AC ficaria sem dívidas e com um patrimônio de US\$ 1 a 2 bilhões. Pedir RJ não era aventado, mas talvez para a OSX a pedisse. O Grupo X estava “desacreditado” por investidores e financiadores. MMX (e sua “joia da coroa”, o Porto Sudeste, e não suas minas “que são de baixa qualidade”) e MPX seriam vendáveis. Ontem, teria sido acertado um aumento de capital na MPX de R\$ 800 M (antes era R\$ 1,2 B) a R\$ 6,40/ação, que deu a EON o controle da MPX. Ao AC restou 19% que seria vendido para pagar dívidas da EBX com o IBBA e BBD.

OSX e OGX estavam na “categoria de empresas sem compradores e candidatas a desaparecer”. Os ativos da OGX (até US\$ 2 bilhões) valeriam menos do que a metade de suas dívidas (US\$ 4,5 bilhões). Mas, como os bonds estavam valendo cerca de 20% do valor de face, o equacionamento parecia possível. Se a dívida fosse convertida em ações, o AC seria diluído de 59% para 4%.

OSX era o problema mais grave do Grupo e o plano era fechá-la. A UCN tinha algum valor (US\$ 200 milhões), mas lá foram investidos US\$ 2 bilhões e ainda havia, só com os bancos, uma dívida de US\$ 500 milhões, sem contar fornecedores e as dívidas atreladas às plataformas.

O destino do Porto de Açu não estava claro. Os principais credores eram BNDES e o FMM. Apenas 6% dos 70 milhões de m² (4,16 milhões de m²) estavam ocupados por 7 empresas (NOV, Technip, Intermoor, Wärtsilä, V&M, GE e OSX), 80% do mineroduto estava concluído e havia 80 MOUs assinados com interessados⁴²⁰.

8/08. Novos dados sobre TBAZ desapontaram mais uma vez. Outro problema técnico praticamente impediu a produção em julho, que ficou na média em 0,9 kbpd.

⁴¹⁸ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3181632/eike-admite-fracasso-na-tentativa-de-salvar-ogx>.

⁴¹⁹ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3185564/apos-reestruturacao-eike-ficara-com-us-1-bi>.

⁴²⁰ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3185560/llx-tem-dificuldades-para-atrair-parceiros>.

10/08. ANP divulgou a produção média do primeiro poço (OGX-26HP) em junho: 2,368 contra 4,665 kbpd em maio (11,037 kbpd em fevereiro). Em contraste, a produção média do segundo poço (OGX-68HP) aumentou em junho: 6,461 contra 4,065 kbpd em maio.

15/08. Anúncio dos resultados do 2T2013: um prejuízo de R\$ 4,7 bilhões, incluindo *impairment* de R\$ 3,665 bilhões (referentes aos TBTI, TBAR e TBGA), R\$ 490,7 milhões em baixas de ativos (poços subcomerciais) e R\$ 956,8 milhões em perdas devido a cancelamentos de contratos com a OSX. O prejuízo só não foi maior pois houve um ganho de capital de R\$ 1,035 bilhão referente ao *farm-out* para Petronas. O EBITDA foi negativo em R\$ 4,1 bilhões. O saldo das disponibilidades em 30/6 era de apenas R\$ 721 milhões, insuficientes para as obrigações previstas no 3T2013, considerando que a OSX-1 não produziria nada pelos próximos dois meses. O auditor independente afirmava que a continuidade da OGX dependia de aporte de recursos do AC. A Empresa contratou o *Blackstone Group* como assessor financeiro na avaliação de sua estrutura de capital, o que indicava que a reestruturação da dívida era iminente⁴²¹.

Repercussões. No pregão (15/08), a OGXP3 se desvalorizou em 5,34% (de R\$ 4,87 para R\$ 4,61). A perda no EV foi de R\$ 627,1 milhões ou US\$ 301,7 milhões.

A OGX ainda possui a opção de US\$ 1,0 bilhão contra o controlador, mas com todas as dificuldades enfrentadas pelas outras empresas do grupo; acreditamos cada vez menos que essa opção será exercida [SEQUEIRA & FONSECA, 2013o, p. 1].

27/08. OGX anunciou que devolveria à ANP 9 dos 13 blocos adquiridos na 11ª Rodada em maio (BAR-M-213 / 251 / 389, CE-M-663, FZA-M-184, PN-T-113 / 114 / 153 / 168). A OGX justificou a devolução para evitar nova exposição ao risco exploratório em blocos onde não possuía parceiros. De fato, dos quatro blocos restantes, com BA de R\$ 96,0 milhões, três eram em parceria com outras empresas.

Repercussões. Segundo o DB, essa provavelmente seria a primeira vez que uma empresa não honrou suas ofertas para a ANP⁴²².

No momento do leilão, ficamos surpresos ao ver a OGX em busca dessas áreas por causa da concentração de riscos geológicos e financeiros. A estratégia de concentração de risco provou ser muito prejudicial para a empresa. (...)

*Achamos difícil acreditar que a administração não tenha conhecimento desses riscos. Acreditamos que a atual falta de liquidez e a percepção de que seria difícil o *farm-out* desses blocos em termos favoráveis no curto prazo (dado o prêmio oferecido) foram os principais motivos por traz do anúncio [SEQUEIRA & FONSECA, 2013p, p. 1].*

⁴²¹ SEQUEIRA & FONSECA [2013o].

⁴²² SEQUEIRA & FONSECA [2013p]. A OGX pagaria uma multa de R\$ 3,4 milhões à ANP, mas economizaria R\$ 280 milhões em BAs.

Notícias na mídia (JVE) relatavam que os pagamentos do *farm-out* com a Petronas estariam sujeitos à reestruturação do passivo da Empresa⁴²³. Como o primeiro pagamento de US\$ 250 milhões era a única fonte de recursos novos previstos no curto prazo, o DB estimou que a Empresa zeraria seu caixa ainda no 3T2013, se a put não fosse exercida⁴²⁴. A ANP e o CADE também não haviam aprovado a aquisição do BS-4 da PETR, o que também impedia a conclusão do *farm-out* com a Petronas⁴²⁵.

6/09. OGX exerceu o put contra o AC. Entretanto, do US\$ 1,0 bilhão a ser aportado, apenas 10% seriam desembolsados imediatamente.

Repercussões. Embora inevitável, o mercado recebeu com surpresa o exercício da put contra o AC. O desembolso de 10% daria um pouco mais de tempo para a OGX negociar com os bondholders e com a Petronas. O restante seria desembolsado de acordo com as necessidades da Empresa. *“Mas o anúncio foi vago na capacidade do acionista controlador em honrar os US\$ 900 milhões restantes.”*⁴²⁶

Os Analistas entenderam o desembolso de US\$ 100 milhões como parte de uma estratégia negocial com os outros credores, pois o plano de reestruturação ainda não havia sido divulgado. O IBBA previa duas alternativas: a conversão dos bonds em capital; ou a recuperação judicial, “que poderia levar anos” e gerar perdas significativas aos acionistas⁴²⁷. O acordo de *farm-out* com a Petronas era crucial, pois caso fosse cancelado, o valor de TBMT seria questionado, o que tornaria a reestruturação ainda mais difícil. Mas o MS⁴²⁸ foi ainda mais pessimista em relação ao impacto da put e o comprometimento do AC:

Exercitar a opção de venda é mais uma necessidade (fiduciária) do que uma solução, nós pensamos. Isso não altera nossa visão de que é provável que haja pouco valor para os acionistas. A solução final para a OGX é um processo de reestruturação da dívida, nós pensamos, o que poderia causar uma grande diluição para os acionistas.

Depois de esperar provavelmente muito tempo, a OGX finalmente exerceu a opção de venda de US\$ 1,0 bilhão concedida pelo Sr. Eike Batista (...)

(...) mas ainda há incertezas sobre se o dinheiro entrará na empresa. Um artigo no jornal Folha de São Paulo sugere que o Sr. Batista talvez não esteja disposto a desembolsar US\$ 100 milhões, com base em apoio legal. Não nos surpreenderíamos com esse curso de ação. O Sr. Eike Batista vendeu 10,93% de sua participação da OGX desde março, a um preço médio de R\$ 0,80/ação (R\$ 0,30-1,80) e o preço de exercício

⁴²³ Relatado por SEQUEIRA & FONSECA [2013p] e MCGANN & VEGNER [2013a].

⁴²⁴ SEQUEIRA & FONSECA [2013p]. A OGX pagaria uma multa de R\$ 3,4 milhões à ANP, mas economizaria R\$ 280 milhões em BAs.

⁴²⁵ KOVARSKY & MENDES [2013i].

⁴²⁶ LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013j, p. 1.

⁴²⁷ KOVARSKY & MENDES [2013i].

⁴²⁸ MONTANARI & BELLINETTI [2013d].

da opção de venda é de R\$ 6,30/ação, o que implica uma perda substancial na transação.

A put não altera o caso de investimento OGX; é apenas o início de uma reestruturação. Nossa visão é que é provável que haja pouco valor para os acionistas, mesmo com o pleno exercício da opção de venda, deixando uma reestruturação da dívida como a única alternativa para a empresa nesta fase. Exercitar os primeiros US\$ 100 milhões apenas deixa claro que a posição de caixa é muito apertada [MONTANARI & BELLINETTI, 2013d, p. 1].

9/09. AC anunciou que contestaria o aporte de US\$ 100 milhões na câmara de arbitragem.

Repercussões. O IBBA⁴²⁹ e o MS⁴³⁰ também endossavam a tese do MS que a OGXP3 não teria mais valor, reforçada pela contestação do AC⁴³¹:

Após o mau desempenho de histórias de [empresas de] pura exploração no Brasil, cada vez que um analista se esforça para explicar uma grande queda no preço de uma ação, seja qual for seu setor, a piada é "Afinal, é um poço seco." Piadas a parte, isso reflete o quão histórias de pura exploração são desconsideradas neste momento. A orientação excessiva [over-guidance], envios de confusas mensagens sobre a probabilidade de sucesso geológico minimizando o risco real incorporado na exploração, causou perdas maciças aos investidores nos últimos dois anos.

Um executivo muito graduado de uma companhia de petróleo nos perguntou recentemente quem deveria ser culpado por este terrível erro. Mas procurar por bodes expiatórios é uma receita para repetir um erro – ninguém comete um grande erro sozinho. Executivos renomados sobre-orientados [over-guided], mas também os analistas acreditavam facilmente nas histórias (no nosso caso particular, estávamos certos sobre a HRT desde o início, mas levamos muito tempo para desistir da OGX, pois achamos que a empresa teria algo em Campos depois de

⁴²⁹ KOVARSKY & MENDES [2013j].

⁴³⁰ MONTANARI & BELLINETTI, 2013d, p. 1.

⁴³¹ “Em setembro de 2013 a Diretoria da Companhia exerceu opção em face a seu acionista controlador para que esse subscrevesse novas ações, a R\$ 6,30 por ação, no montante de US\$ 1,0 bilhão. Ainda em setembro de 2013, o acionista controlador apresentou “Notificação de Conflito” questionando as circunstâncias, validade e demais aspectos legais do pretendido exercício da opção” [OGX, DFP 2014, p. 95].

KOVARSKY & MENDES [2013j] relatam que o contrato da put continha condições precedentes que davam margens para contestações. Por exemplo, a OGX teria de realizar o plano de negócios acordado na data da assinatura (outubro de 2012); a OGX só poderia exercer a put perante constatação da sua incapacidade de captar recursos financeiros através de outras formas, incluindo o perdão (*waivers*) de credores, venda de ativos, venda de participação para investidor estratégico. Além disso, o exercício da put deveria se aprovado por conselheiros independentes (Pedro Malan, Ellen Gracie e Rodolfo Tourinho) que já não fazem mais parte do Conselho de Administração. Segundo a cláusula de arbitragem, a OGX e o Acionista Controlador teriam 60 dias para negociar uma solução, mas o caixa da Empresa poderia não durar tanto. No “melhor cenário” do IBBA, é que nenhum recurso será aportado pelo Acionista Controlador após a arbitragem.

tudo). Enquanto isso, as regras da Bovespa transformaram uma empresa pré-operacional como OGX em um blue chip.

(...) O melhor conselho possível que podemos dar aos investidores é ficar longe de OGX. Mesmo supondo uma reestruturação societária bem-sucedida, nós vemos potenciais perdas para os acionistas [KOVARSKY & MENDES, 2013], p. 1].

Neste momento da história da OGX, o IBBA simulava seu potencial valor enquanto empresa detentora de prejuízos acumulados em R\$ 6,9 bilhões, que poderia valer R\$ 2,3 bilhões em abatimentos de IR&CS, ou R\$ 1,4 bilhão a valor presente.

1/10. OGX deixou de pagar US\$ 44,1 milhões em juros do OGXPBZ de 2022.

Repercussões. A OGX explicou que a decisão estava relacionada: (1) às revisões, em andamento, do plano de negócios e estrutura de capital; (2) discussões entre seu assessor financeiro e as partes envolvidas, incluindo os bondholders; (3) à possibilidade da Empresa não pagar o juros por 30 dias sem implicar na aceleração da dívida⁴³². Entretanto, notícias em vários jornais afirmavam que a RJ da OGX era iminente⁴³³.

3/10. OGX divulgou um relatório da D&M para TMAT, que aumentou as dúvidas quanto à sua viabilidade: 87,9 mboe de reservas 2P, 108,5 mboe de reservas 3P e zero mboe para reservas 1P.

Repercussões. Zero mboe para reservas 1P para um campo de deveria começar a produzir até dezembro? A D&M justificava o zero mboe para reservas 1P “devido à natureza não econômica do projeto”⁴³⁴.

Embora não fossem diretamente comparáveis, a estimativa de 87,9 mboe de reservas 2P ficava bem aquém da estimativa anterior de 147 mboe em reservas 2C⁴³⁵ e dos 285 mboe da Declaração de Comercialidade. A MER⁴³⁶ alertou para o risco de cancelamento do *farm-out* com a Petronas, que teria pagado um valor excessivo: US\$ 14,50/boe assumindo 147 mboe em reservas 2C; e US\$ 24,00/boe se consideramos 40% de 87,9 mboe de reservas 2P de um campo ainda sem produção. Além do potencial impacto negativo no *farm-out*, a incerteza do fluxo de caixa de Tubarão Martelo também afetaria a negociação da conversão da dívida para capital.

Qual seria o impacto na OGXP3? O MS resumiu bem: “as ações da OGX são transacionadas com base em aspectos técnicos e não fundamentalistas.”⁴³⁷

Após o relatório da D&M sobre TBMT, a viabilidade de outros campos, como os de Atlanta e Oliva no BS-4, voltou à pauta. Entretanto, qualquer desenvolvimento no BS-4

⁴³² Relatada por MATTAR et al. [2013c].

⁴³³ Relatada por MATTAR et al. [2013c].

⁴³⁴ MONTANARI & BELLINETTI, 2013d, p. 1.

⁴³⁵ Subtraindo dos 212 mboe de Waikiki (reafirmado no acordo de farm-out com a Petronas em maio de 2013), 65 mboe de Ingá e Perú.

⁴³⁶ MCGANN & VEGNER [2013b].

⁴³⁷ MONTANARI & BELLINETTI, 2013d, p. 1.

e nos quatro blocos da 11ª Rodada exigiam tempo e investimentos: o início da produção era esperado para 2015. Havia também o prospecto de Piapara no pré-sal do BS-4, mas as perfurações começariam em 2014. Portanto, a produção de TBMT, esperada para o fim de 2013, começo de 2014, permanecia crucial para a reestruturação da Empresa.

Os Analistas da MER se esforçaram para encontrar valor, mesmo em cenários mais otimistas, tanto no aspecto operacional quanto na reestruturação financeira que implicaria em diluição dos atuais acionistas, uma vez que possivelmente envolveria aportes de capital:

Vemos a desvantagem das ações, mesmo sob pressupostos de alta. Nossa análise de cenários sugere que, mesmo com elevadas expectativas para os principais ativos do OGX, por exemplo Campos Atlanta/Oliva no BS-4, o valor patrimonial subjacente após uma reestruturação seria inferior ao preço atual das ações. O nível de valor patrimonial é altamente dependente de quatro fatores-chave: (1) fluxo de caixa de produção em Tubarão Martelo e BS-4; (2) quantidade e condições de qualquer dívida que seja reestruturada; (3) o preço da ação usado para o capital aportado por novos investidores ou de uma dívida reestruturada; e (4) quantidade de capital novo aportado na empresa [MCGANN & VEGNER, 2013c, p. 1].

Outubro. Durante as negociações, a OGX teria proposto a conversão de um total de US\$ 2,73 bilhões em dívidas, incluindo US\$ 1,566 bilhão dos bonds e US\$ 1,64 bilhão das obrigações com fornecedores⁴³⁸.

Repercussões. Notícias nos jornais relatavam um potencial aporte de US\$ 200 milhões na OGX como parte do plano de reestruturação⁴³⁹. Os recursos seriam usados para viabilizar a produção de TBMT. A Empresa ainda precisaria vender suas ações na OGX Maranhão (estimada em US\$ 350 milhões), mas mesmo assim, a conversão da dívida em capital era vista como inevitável.

30/10. Com a recusa dos bondholders à adesão do plano de reestruturação, e a recusa do AC em honrar a put, o inevitável aconteceu. Com dívida de US\$ 5,1 bilhões (US\$ 3,7 bilhões do bonds mais US\$ 2,6 bilhões com a OSX) e apenas R\$ 180 milhões no caixa (31/9/13), a Empresa ajuizou o pedido de RJ (que foi deferido em 21/11/2013). Em seguida, a OGXP3 foi excluída de 10 diferentes índices incluindo o IBrX, a partir de 1/11. A RJ permitia que a Petronas abortasse o *farm-out*, que assim o fez.

Repercussões. No dia seguinte (31/10), a GS, ML encerraram suas coberturas. No dia 1/11, laconicamente, o CS, IBBA também encerraram suas coberturas. Ainda em 30/10, o DB divulgou um relatório atualizando seu PA de R\$ 0,10 para R\$ 0.

A empresa afirma que, para que TBMT inicie a produção, é necessário um investimento de cerca de US\$ 100 milhões. No entanto, no 2T13, a OGX pagou à empresa irmã OSX a maior parte dos US\$ 449 milhões devido a mudanças no contrato para OSX-3 e WHP-2, em um claro

⁴³⁸ Relatado por SEQUEIRA [2013q].

⁴³⁹ Relatado por MCGANN & VEGNER [2013c].

exemplo de má governança corporativa. O montante devido ao OSX pode atingir US\$ 2,6 bilhões. A OGX tem compromissos de trabalho com a ANP, se os compromissos não forem honrados, os contratos de concessão da OGX podem estar em risco [SEQUEIRA, 2013q, p. 1].

Todas as subsidiárias da OGX⁴⁴⁰ entraram na RJ, exceto a OGX Maranhão, cujo principal ativo era a participação de 66,67% na Parnaíba Gás Natural S.A. (“PGN”), e estava sendo vendida para a Eneva e para o fundo de investimentos Cambuhy. A transação foi concluída em 19/02/2014, com um aporte de capital de R\$ 250 milhões na PGN. Após esses aumentos de capital, a OGX, anteriormente detentora de 66,67% da PGN, passou a deter de 36,36%.

Segundo o DB, diante da desistência da Petronas, a OGX tentaria vender 100% de TBMT, cujo valor era estimado em US\$ 890 milhões. Poderia também vender o BS-4, cujo valor era estimado em US\$ 437 milhões.

De acordo com os contratos assinados com a ANP, a OGX poderia ter de devolver suas concessões se não conseguisse provar capacidade para executar os planos de desenvolvimento. Se este fosse o caso, a Empresa teria 90 dias para fazer o *farm-out* dos blocos antes de devolvê-los à ANP⁴⁴¹.

Ainda em 2013, a OGX reconheceu perdas nos seus investimentos em Campos, Santos e ES, somando R\$ 8,66 bilhões. Em fevereiro de 2014 a OGX comunicou à ANP a devolução das referidas áreas exploratórias, o que não afetaria o seu plano de negócios, que consta do Plano de RJ, uma vez que o valor econômico destes projetos não tinha sido considerado em nenhuma das projeções da Empresa.

As baixas registradas no período findo em 31 de dezembro de 2013 estão associadas à:

a) Impairment

Campo	Bacia	Valor no imobilizado	Valor no intangível	Total
Tubarão Azul	Campos	1.942.345	26.775	1.969.120
Tubarão Tigre, Gato e Areia	Campos	1.645.796	94.047	1.739.843
Tubarão Martelo	Campos	691.758	23.288	715.046
Complexos Exploratórios Bacia de Campos (a)	Campos	1.654.763	471.634	2.126.397
Complexos Exploratórios Bacia de Santos (b)	Santos	1.512.736	393.162	1.905.898
Complexos Exploratórios Bacia do Espírito Santo (c)	E. Santos	200.315	4.200	204.515
		<u>7.647.713</u>	<u>1.013.106</u>	<u>8.660.819</u>

(a) Inclui Viedma, Tulum, Vesuvio e Itacoatiara.

(b) Inclui Natal, Belém e Curitiba.

(c) Inclui Dendê e Caju.

Mais informações na seção “Avaliação de indicadores de *impairment*”, nessa Nota Explicativa de Imobilizado.

⁴⁴⁰ OGC Petróleo e Gas Participações S/A, OGX Petróleo e Gas S/A, OGX International GMBH and OGX Austria GMBH.

⁴⁴¹ Em novembro de 2013, a OGX firmou o farm-out de 35% do bloco POT-M475 para a ExxonMobil. Em fevereiro de 2014, a ANP aprovou a transação.

O prejuízo em 2013 seria de R\$ 16,873 bilhões, que acumulados com prejuízos de exercícios anteriores somavam R\$ 18,351 bilhões.

As concessões na Colômbia foram canceladas pela Agencia Nacional de Hidrocarburos em 11/07/2014 e executou US\$ 24 milhões em cartas de crédito oferecidas como garantia do PEM/PEA. No 3T2013, a produção média em TBAZ foi de apenas 3,9 kbpd por poço. No 4T2013, não houve produção em TBAZ.

A OGX iniciou a produção em TBMT em 5/12/2013, através de dois poços ligados à FPSO OSX-3. Em 3/03/2014, o campo alcançou a importante marca de 1 mboe produzidos, e em julho o terceiro poço foi conectado. Em 20 dias de operação em dezembro de 2013, TBMT produziu 256,5 kboe, gerando um EBITDA de R\$ 19,5 milhões (R\$ 76,13/boe, margem de 32,8%).

Parte 2 – Processos, Atrasos e suas Repercussões

4. Primeira Questão de Pesquisa

Verossímil. *Que aparenta ser verdadeiro: uma descrição verossímil. Que é admissível ou realizável por não se opor à verdade; que não repugna à verdade; plausível: história verossímil.*

<https://www.dicio.com.br/verossimil/>

Tudo começou com o momento do mercado e um empreendedor com precedentes favoráveis. Como descrito na seção 3.1, uma combinação de circunstâncias favoráveis no mercado mundial de O&G e no Brasil produziram Sentimentos de Mercado *bullish*. O IPO foi na hora certa, no lugar certo, com as pessoas (aparentemente) certas. Os investidores compraram os Seis Pilares da Tese de Investimentos, dentre eles o bilionário sistema de remuneração dos Executivos e membros do COAD, o SOP OGX e o SOP AC. Nos 9 primeiros pregões após o IPO, o Valor de Mercado se apreciou em US\$ 5,65 bilhões, uma média que equivalia a US\$ 0,63 bilhão por pregão. Em duas primeiras semanas pós IPO, o Valor de Mercado chegou a US\$ 23,02 bilhões (R\$ 36,83 bilhões, em 25/6). Os Executivos, membros do COAD e o AC assistiram seus patrimônios crescerem muito e rapidamente. Mas durou pouco.

Como já descrito, em poucos meses, o Valor de Mercado chegou abaixo do valor de liquidação (6/11). Era preciso surpreender os investidores com uma campanha exploratória mais agressiva do que aquela descrita nos Seis Pilares. Combinando a reputação técnica dos Executivos com a sagacidade e eloquência do AC, o *guidance* foi rico em surpresas auspiciosas e metas agressivas: 100% de taxa de sucesso nas perfurações de outubro de 2009 até julho de 2010 e 90% até dezembro de 2011; em menos de 2 anos de campanha exploratória, o aumento de 123,4% nas estimativas de RPL em relação aquelas do IPO; o *first oil* no 1T2011; novas aquisições e *farm-ins*; acesso a equipamentos críticos, atendendo o requisito de conteúdo nacional, através da OSX/Hyundai; viabilização da UTE Parnaíba com a MPX; “vários interessados no *farm-out*” de blocos de Campos, no momento que as IOCs estavam ávidas por ativos no Brasil; duas emissões de dívida sem garantia (junho de 2011 e março de 2012); descoberta de hidrocarbonetos nas águas rasas do pré-sal de Santos (1/02/2012). O *guidance* otimista que surtiu efeito e gerou o Rally (de 06/11/08 a 04/11/10), momentos de sobrevalorização entre 2009/10, e a 1a. Correção Apreciativa (de 08/08/11 a 24/02/12) conforme descrito nos capítulos 2 e 3.

Por sua reputação com as transações de M&A da MMX, o AC teve contribuição importante na percepção de credibilidade da Tese de Investimentos e do *guidance*. Um dos entrevistados o denominou de “*Encantador de Serpentes*” no sentido que o AC foi capaz de convencer até experientes investidores da validade da Tese de Investimentos e suas opções de crescimento.

A intensa, dispersa e complexa campanha de E&P produziu muitas oportunidades de negócios para fornecedores de equipamentos e capital, prestadores de serviços e Partes Relacionadas (OSX, LLX e MPX). Possivelmente, devido aos seus próprios sistemas de remuneração por metas, fornecedores, bancos, Analistas e outros envolvidos aumentaram suas disposições em assumir riscos e subscrever ao otimismo do *guidance* e endosso de investidores, financiadores e fornecedores já expostos ao Grupo X. E havia a valorização da OGXP3 para reforçar a percepção de valor do Grupo X.

Estes Processos Reforçadores podem explicar porque investidores sofisticados considerariam os Valores de Referência como *proxy* do Valor de Mercado, apesar de sua elevada incerteza. Explicam também porque bancos e gestores de fundos sofisticados, nacionais e internacionais, aceitaram financiar, direta e indiretamente, a OGX e suas Partes Relacionadas.

Para explorar estas oportunidades de negócios para o Grupo X, em particular a OSX e LLX, foram contraídos significativos empréstimos, que posteriormente pressionaram o AC e a própria OGX por capital. A demanda crescente por capital para capturar as opções de crescimento que o AC e os Executivos vislumbravam, em um primeiro momento, foi acolhida pelo mercado de capitais nacional e internacional. Mesmo em momentos difíceis para o mercado de capitais internacional, como ocorreu em agosto de 2011, a OGX conseguiu viabilizar os Notes.

Figura 7 – Sistema Dinâmico da OGX no Período de Geração de Valor

Fonte: elaborado pelo Autor.

As oportunidades de negócios que a OGX gerava direta e indiretamente, que combinada ao Sentimento do Mercado, produziu uma outra Conduta de Valor: aumentou a disposição ao risco e elevou o custo de análises contrárias, que alertassem para os riscos operacionais, geológicos e de governança corporativa da OGX. Os analistas, que incluíam não apenas *sell*, mas também *buy side* e de crédito de bancos e fornecedores

que percebiam os crescentes riscos da OGX teriam de enfrentar as críticas de seus pares envolvidos em oportunidades de negócios com o AC e o Grupo X.

Para piorar a posição destes analistas, havia o argumento que outros importantes investidores, financiadores e fornecedores estavam alocando capital na OGX: “se o IBBA, a BlackRock, Mubadala e a GE têm negócios com o Grupo X, por que nós também não podemos ter? Eles entendem menos de riscos do que nós?” Além destes “endossos”, havia também a possibilidade de capturar as externalidades positivas que o monitoramento que bancos, fundos e fornecedores contratados teoricamente faziam. A ausência de críticas dos *gatekeepers* externos e internos, em quantidade e qualidade, podem ter alimentado o Sentimento de Mercado favorável à OGX por anos. Esse conjunto de fatores pode explicar porque experientes Analistas pareciam não fazer o follow-up das descobertas com a diligência e disciplina necessárias. Pode explicar também porque o alicerce de valor do Grupo X era a OGX, o ativo de maior risco.

Em suma, neste sistema dinâmico, os Processos Reforçadores incluem o *guidance* otimista, as remunerações por metas (incluindo o SOP OGX e o SOP AC), o endosso dos Analistas e as estratégias de *trading* da OGXP3.

O presente capítulo descreve indicadores e possíveis respostas para Primeira Questão de Pesquisa, começando pelas circunstâncias que precederam o IPO e podem ter contribuído para sua viabilização e sobrevalorização. O Sentimento do Mercado na época do IPO da OGX foi muito favorável: preços do petróleo em altas históricas (4.1); descobertas significativamente promissoras no pré-sal da bacia de Santos e o novo marco regulatório (4.2); ambiente favorável no mercado de capitais (4.3). Mas não foram só aspectos exógenos à OGX que foram favoráveis. Houve elementos importantes da Tese de Investimentos que contribuíram para percepção de valor: a qualidade do portfólio da OGX (4.4); a reputação do AC e as potenciais sinergias com Partes Relacionadas (4.5); e as “práticas diferenciadas de governança corporativa” da OGX, que incluía a participação societária relevante do AC, e os SOPs outorgados aos Executivos e membros do COAD (4.6). Adicionalmente, se combinaram a estes aspectos: as reações do mercado a evolução da OGX e OGXP3 (4.7); o endosso da mediana dos Analistas (4.8); e as externalidades na avaliação e monitoramento que podem ter sido geradas por renomados bancos e investidores (4.9).

Mas esta seção não pretende exaurir todos os possíveis precedentes, como a liquidez internacional, composição IBOV (*de-tracking risk*), momentum e noise trading, temas estes para futuras pesquisas.

4.1 Bolha do Óleo do Verão de 2008

“No Mercado de petróleo não tem doutor”.

José Mendonça de Barros⁴⁴²

Em 4/01/2000, o Brent estava cotado a US\$ 23,95/barril. De 2003 em diante, começou uma apreciação que alcançou US\$ 97,01 em 2/1/2008, e posteriormente o recorde de US\$ 143,95 em 3/07/2008. No IPO da OGX, em 12 de junho, o preço do Brent estava em US\$ 132,11, portanto próximo do recorde histórico.

Gráfico 50 – Preço do Petróleo Bruto - Brent (FOB) – US\$/barril de 4/01/2000 a 12/06/2008

Preço - petróleo bruto - Brent (FOB) - US\$ - Energy Information Administration (EIA) - EIA366_PBRENT366. Fonte: IPEAdata, acesso em 19/9/2017.

A apreciação de 335,7% do Brent entre 2/01/2003 e 12/06/2008 repercutiu no valor das ações das empresas abertas de O&G e E&P. O S&P OGEP 600 se apreciou em 563,3% no período mesmo. Mesmo o S&P OGEP 1500, mais amplo, se apreciou em 423,2% no período.

⁴⁴² “No Mercado de petróleo não tem doutor”. OESP, p. B7, 27/01/2019.

Gráfico 51 – Evolução do S&P OGPE 600 e 1500 02/01/2000 a 12/06/2008

Fonte: S&P Capital IQ, acesso em 7/02/2019.

A apreciação do preço do petróleo no começo de 2008, em particular, foi descrita e analisada como a “bolha do óleo do verão de 2008”. Apenas em seis meses em 2008, entre 2 de janeiro e 3 de julho de 2008, o preço do Brent se apreciou em 48,38% (de US\$ 97,01 para US\$ 143,95/barril), sem aparente respaldo dos fundamentos de mercado de petróleo. No entanto, no fim de 2008, o preço do Brent em US\$ 35,82/barril⁴⁴³.

⁴⁴³ KAHN [2009] investiga a “bolha do óleo do verão de 2008”. Na ausência de um modelo para o preço de equilíbrio de longo prazo de petróleo, o autor cita como referências aquelas utilizadas por grandes produtores de US\$ 70 a 75/barril (como o Ministro do Petróleo da Arábia Saudita, Ali Al-Naimi) e pela Goldman Sachs de US\$ 90 a 100/barril. O *overshoot* e o *undershoot* do preço do petróleo poderia ter sido causado pela especulação no mercado futuro? O volume de óleo negociado em contratos futuros cresceu significativamente: em 2002, a média diária transacionada (em barris) era de 4,5 vezes a demanda mundial diária; em 2008 e 1S2009, essa média era de 15,0 vezes. Mas não é possível segregar nestes volumes posições de *hedge* e especulativas. Tampouco há evidências empíricas que indiquem relações de causalidade entre posições líquidas de contratos futuros (entretanto, sem diferenciar as posições longas e a descoberto) e preços *spot* em qualquer direção.

Em outra análise sobre o preço de equilíbrio, KAHN [2009] investigou a capitalização de mercado das principais empresas de petróleo (medido pelo *S&P 500 Integrated Oil and Gas Index*): como o valor de empresas seria baseado no preço de equilíbrio de longo prazo, este deveria ser menos volátil que o preço do petróleo no mercado *spot*. Dados para 2007 e 2008 suportam a tese de que a volatilidade da capitalização de mercado das principais empresas de petróleo é menor do que a volatilidade dos preços do petróleo, em particular no 1S2008.

Considerando apenas transações acima de US\$ 90 milhões, o número de IPOs de empresas de O&G e E&P no mundo aumentou significativamente. Somente entre 2006 e 2007, o número de IPOs (41) foi maior do que os seis anos anteriores somados (36).

Gráfico 52 – Número de IPOs Concluídos de Empresas de O&G e E&P no Mundo entre Janeiro 2000 e Junho 2008

Fonte: Capital IQ, acesso em 7/02/2019.

Entre 2006 e 2007, o total dos valores dos IPOs (US\$ 30,97 bilhões) foi maior do que os seis anos anteriores somados (US\$ 23,93 bilhões).

Gráfico 53 – Valor dos IPOs Concluídos de Empresas de O&G e E&P no Mundo entre Janeiro 2000 e Junho 2008 (em US\$ Milhões)

Entre julho e dezembro de 2008, não houve IPOs, provavelmente relacionados ao fim da Bolha de Verão e ao crash da Lehman Brothers.

Ou seja, o mercado internacional de capitais reunia indícios favoráveis para o IPO da OGX em junho de 2008. Estas circunstâncias favoráveis se somaram ao momento propício que o setor de O&G no Brasil atravessava.

4.2 O&G no Brasil

“O offshore do Brasil tornou-se uma das regiões de desenvolvimento mais atraentes no negócio global de petróleo, rivalizando com a área offshore da África Ocidental, com a qual compartilha geologia semelhante. Como resultado, o país está preparado para desafiar a Venezuela e seu líder socialista Hugo Chávez, como o maior exportador de petróleo da América Latina.”

WERTHEIM, 2008, p. 9

“Em um estudo sobre o impacto do E&P do pré-sal na indústria de equipamentos e serviços, o banco UBS estima que, nos próximos 30 anos ou mais, serão necessários US \$ 600 bilhões para produzir 50 bboe em campos já descobertos na bacia de Santos.

Segundo dados da Bloomberg, a Petrobras é a quarta empresa mais valiosa do Hemisfério Ocidental, atrás da Exxon Mobil, da General Electric e da Microsoft.”

WERTHEIM, 2008, p. 15

No Brasil, a exploração de petróleo avançava com o novo marco regulatório em 1997⁴⁴⁴. A produção nacional de petróleo mais que dobrou: de 307,1 mboe por ano em 1997 para 663,3 mboe por ano em 2008.

⁴⁴⁴ A primeira iniciativa para a quebra do monopólio da Petrobras se deu com a Emenda Constitucional n. 9 de 10/11/1995, que alterou o 1º parágrafo do artigo 177, de modo a permitir que sociedades privadas ou estatais atuassem na E&P de O&G. A Lei 9.478, de 6 de agosto de 1997, ficou conhecida como Lei do Petróleo, instaurou o regime de concessão ou autorização para E&P, que passou a ser regulado pela Agência Nacional do Petróleo (ANP), baseada nas políticas para o setor elaboradas no Conselho Nacional de Política Energética (CNPE).

Gráfico 54 – Evolução da Produção Brasileira de Óleo (em mil barris ano), 1991 a 2008 antes e depois Novo Marco Regulatório

Fonte: 1991-1999, Anuário Estatístico Brasileiro do Petróleo e do Gás Natural 2001; 2000-2008: ANP, <http://www.anp.gov.br/wwwanp/dados-estatisticos>, Acesso: 25/08/2017.

Na época do IPO, a bacia de Campos, com 115 mil km², era considerada “a mais prolífica do Brasil”:

Em 31 de dezembro de 2007, as reservas provadas da bacia de Campos eram estimadas em 10,5 bilhões de barris (89% das reservas provadas brasileiras) e aproximadamente 157 milhões de m³ de gás natural. Mais de 1.000 poços de petróleo e gás natural estão em operação na Bacia de Campos, com 43 estações de produção fixas e flutuantes e cerca de 4.200 km de dutos submarinos. A produção diária da bacia alcançou cerca de 1,5 mbpd e 20 milhões de m³ de gás natural, correspondendo, respectivamente, a 80% e 40% da produção total brasileira [OGX, 2008, p. 132].

Na bacia de Campos, 20 descobertas importantes ocorreram entre 2002 e 2008, sendo 14 feitas pela PETR (Jubarte, Cachalote, Baleia Azul, Baleia Franca, Baleia Anã, Catuá, Caxaréu, Pirambu e Mangagá, Papa-Terra, Maromba, Carataí, Carapicu e Xerelete), 4 pela Shell (Ostra, Nautilus, Abalone e Argonauta) e 2 pela Anadarko-Hydro e Devon (Peregrino e Polvo, respectivamente)⁴⁴⁵.

Na bacia de Santos, em uma área de 350 mil km² com 43% em águas rasas, entre 2002 e 2007, foram perfurados 190 poços e descobertos 13 novos campos, sendo 10 pela PETR (Cavalo-Marinheiro, Mexilhão, Tambaú, Uruguá, Pirapitanga, Carapiá, Tambuatá, Tupi, Carioca e Júpiter), 2 pela Shell (Atlântica e Oliva) e uma pela El Paso (Lagosta). As

⁴⁴⁵ Entretanto, havia dúvidas sobre a capacidade ociosa da infraestrutura de dutos na bacia de Campos: “(...) há dois dutos para trazer petróleo para a terra, embora suas capacidades sejam relativamente limitadas” [Prospecto OGX, 2008, p. 136].

perspectivas para a bacia de Santos, na época, eram menos tangíveis que as de Campos, mas havia indícios de grande potencial.

Em fevereiro de 2008, em editorial, a revista *The Economist*⁴⁴⁶ relatou que as descobertas recentes no pré-sal poderiam mudar “drasticamente” a inserção do Brasil como exportador de óleo em 10 anos. As estimativas de reservas do Governo de 70 a 100 Bbo fossem confirmadas, o país estaria entre as 10 maiores reservas do mundo. Só o campo de Tupi em Santos, descoberto em novembro de 2007, com 5 a 7 Bbo conteria 35% das reservas comprovadas do Brasil na época (14 Bbo). O consórcio que explorava Tupi pertencia à PETR (65%), BG (25%) e à portuguesa Galp (10%), e em seus relatórios anuais tanto a BG quanto a Galp sugeriam que as estimativas de reservas possíveis para Tupi poderiam estar subestimadas.

Apesar da possível alta qualidade do óleo do pré-sal, os investimentos seriam elevados e arriscados. Os elevados investimentos para desenvolver Tupi foram estimados entre US\$ 70 a US\$ 120 bilhões, ou seja, uma média de US\$ 14,00 a US\$ 17,14 por barril⁴⁴⁷. Mas a *The Economist* previa que limites na oferta de óleo combinados com a forte demanda dos países emergentes manteriam os preços em elevados patamares de US\$ 73/barril em 2012. Uma publicação especializada [WERTHEIM, 2008, p. 8] estimava que o desenvolvimento de Tupi poderia custar entre US\$ 6,00 a US\$ 7,00 por barril.

No início de julho de 2008, um artigo na revista *Offshore* exaltava as descobertas no pré-sal:

Nas profundezas do Oceano Atlântico, a Petrobras, controlada pelo governo brasileiro, fez o que poderia ser a maior descoberta de petróleo em 30 anos, e que impulsionaria o já próspero país para a grande liga de exportadores de petróleo.

O chefe da agência nacional de regulação de petróleo e biocombustíveis (ANP), Haroldo Lima, disse em abril que a descoberta na área de exploração do Carioca pode conter 33 Bboe, o que o tornaria o quarto maior campo do mundo. Lima não disse se sua estimativa não oficial era de reservas recuperáveis ou de recursos in loco e a Petrobras não comentou.

O ministro das Minas e Energia do Brasil, Edison Lobão, teria dito no site do estado de São Paulo que não confirmaria nem negaria as declarações de Lima. No entanto, ele alertou que qualquer anúncio sobre a extensão dos campos de petróleo só deve ser feito uma vez que o governo esteja certo sobre os dados.

⁴⁴⁶ A big oil Discovery: Brazil could become a sizeable energy producer. 12/2/2008. Disponível em: <https://www.economist.com/news/2008/02/12/a-big-oil-discovery>. Acesso em 17/10/2018.

⁴⁴⁷ Posteriormente, em 2017, o custo médio de extração de óleo da PETR no pré-sal era de US\$ 8/barril. Fonte: ZAREMBA, H. Brazil's Pre-Salt Extraction Costs Fall To \$8 Per Barrel. *Oilprice.com*, 13/8/2017, Disponível em: <https://oilprice.com/Energy/Crude-Oil/Brazils-Pre-Salt-Extraction-Costs-Fall-To-8-Per-Barrel.html>. Acesso em 18/10/2018.

Por contexto, as atuais reservas provadas de petróleo bruto brasileiro estão em 14,4 Bbbl.

‘Este é uma das descobertas de óleos mais impressionantes globalmente em termos de escala’, diz David Riedel, da Riedel Research Inc., com sede em Nova York.

(...) Os possíveis 33 Bbbl de petróleo de Carioca são suficientes para abastecer cada refinaria nos EUA por seis anos, tornando-se o quarto maior campo petrolífero já descoberto.

(...) Somente Ghawar da Arábia Saudita (83 Bbbl), Burgan do Kuwait (72 Bbbl) e Majnoon (50 Bbbl) descobertos pela Petrobras no Iraque em 1975 são maiores, diz Estrella⁴⁴⁸ [WERTHEIM, 2008, p. 1-2, 6-7].

Estudos prospectivos no pré-sal começaram na década de 1970 (GOMES et al. [2009]). Nos meses precedentes ao IPO da OGX, a PETR fez importantes descobertas no pré-sal, especialmente em Santos. Avanços tecnológicos recentes nas medições sísmicas 3D prometiam melhorar a capacidade de estimar o potencial das acumulações em águas rasas. Até então, a tecnologia de medição para águas profundas era mais avançada que para rasas e permitiu descobertas significativas, como Rocandor e Marlim, pela Petrobras (“PETR”).

GOMES et al. [2009] destacaram que a estrutura formada por quatro blocos (BM-S-08, 09, 21, 22), ficou conhecida como “*Sugar Loaf*” depois do relatório divulgado pelo *UBS Investment Research* ao fim de 2007. O UBS Pactual foi o coordenador líder do IPO da OGX.

Naquela época, a PETR acreditava que a 300 quilômetros da costa, na Bacia de Santos, a mais de 6 mil metros de profundidade, sob uma espessa camada de sal, haveria uma reserva de petróleo extraordinária, um “mar de petróleo”, que poderia conter 70 bboe, cujo valor poderia somar 8 vezes o PIB do país, suficiente para colocar o Brasil no nível de importância da Nigéria (69,3 bilhões boe) e se aproximar da Venezuela (107,4 bilhões boe) em reservas potenciais. Só Tupi elevaria as reservas do país em 60%.

O World Energy Outlook da *International Energy Association* (IEA) de 2004⁴⁴⁹, antes das primeiras descobertas do pré-sal, estimava as reservas ainda não descobertas do Brasil em 50 bboe. Considerando o grande potencial inexplorado do pré-sal, calculava-se que o país teria entre 70 a 100 bboe de reservas de petróleo e GN⁴⁵⁰.

As descobertas da PETR no pré-sal geraram grandes expectativas na indústria mundial, apesar da Petrobras retirar blocos promissores da 9ª Rodada da ANP, onde a OGX havia adquirido 21 dos seus 22 blocos:

O emergente pré-sal, com as descobertas de Tupi, Carioca e Júpiter, colocaram o Brasil em destaque na indústria do petróleo. Apenas 4%

⁴⁴⁸ Guilherme Estrella, na época era diretor de E&P da PETR. Geólogo, Estrella tinha sido chefe do CENPES, o centro de P&D da PETR.

⁴⁴⁹ apud KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 13.

⁴⁵⁰ Prospecto OGX, 2008, p. 128 e KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 11.

das [29] bacias sedimentares brasileiras haviam sido exploradas até então, e a OGX recebeu o benefício deste potencial inexplorado [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 1].

(...) As reservas provadas do país apresentaram a maior taxa de crescimento do mundo entre 1980 e 2006, de acordo com o BP Energy Review e estimativas da indústria; e as declarações da Petrobras pode ser tornar uma das 10 maiores reservas do mundo (...) [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 8].

Até 2006, a ANP havia promovido oito leilões de concessões⁴⁵¹, envolvendo 409 mil km² e R\$ 3,54 bilhões em BA e R\$ 5,79 bilhões em Programa Exploratório Mínimo (“PEM”)⁴⁵². No total, as oito rodadas que haviam concedido 632 blocos, 345 dos quais (54,6% do total) foram integralmente ou parcialmente concedidos à PETR⁴⁵³.

Tabela 44 – Histórico de Leilões de Concessão (Rodadas) da ANP: Indicadores Seletos da 1ª a 9ª Rodadas

	Data	Empresas Ofertantes	Vencedores	Blocos Oferecidos (a)	Blocos Concedidos (b)	(a) / (b)	Concessões PETR (d)	(b) / (d)	BA (R\$ milhões)	PEM (R\$ milhões)
1	15/06/99	14	11	27	12	44,4%	5	41,7%	21,7	357,7
2	07/06/00	27	16	23	21	91,3%	7	33,3%	468,3	120,8
3	19/06/01	26	22	53	34	64,2%	15	44,1%	594,9	212,1
4	19/06/02	17	14	54	21	38,9%	8	38,1%	92,4	306,7
5	19/08/03	6	6	908	101	11,1%	88	87,1%	27,5	363,5
6	17/08/04	21	19	913	154	16,9%	107	69,5%	665,2	2.046,8
7	17/10/05	32	30	1.134	251	22,1%	95	37,8%	1.085,8	1.797,4
8	28/11/06	27	23	58	38	65,5%	21	53,3%	587,0	585,9
	Total	170	141	3.170	632	19,9%	346	54,7%	3.542,7	5.790,9

Fonte: ANP⁴⁵⁴.

⁴⁵¹ Parte da Oitava Rodada foi suspensa devido a liminares que alegavam que a imposição de restrições ao número de blocos arrematados pelos mesmos operadores, que tinha por objetivo estimular o processo concorrencial. Apesar da suspensão parcial, 58 dos 284 blocos ofertados foram licitados. Este resultado parcial superou as expectativas da ANP e “tudo apontava para uma das mais promissoras Rodadas de Licitação até então” [DA SILVA, 2003, p. 127].

⁴⁵² O Programa Exploratório Mínimo consiste na proposta de trabalho de exploração apresentado à ANP e a ser executado em 3 a 6 anos. Incluem atividades exploratórias como sísmica 2D e 3D, métodos potenciais e poços exploratórios. ^[1]

⁴⁵³ Posteriormente, 279 blocos foram devolvidos à ANP, o que representa 44,1% do total concedido.

⁴⁵⁴ Disponível em: http://www.brasil-rounds.gov.br/portugues/RESUMO_geral_blocos.asp; http://www.brasil-rounds.gov.br/Resultado_Rodadas/resultados.asp. Para os dados de PEM das Rodadas 1 a 4 - <http://www.anp.gov.br/wwwanp/exploracao-e-producao-de-oleo-e-gas/gestao-de-contratos-de-e-p/fase-de-exploracao/programa-exploratorio-minimo>; Rodadas 5 a 7 - http://www.brasil-rounds.gov.br/portugues/RESUMO_geral_blocos.asp; Rodada 8-

Apesar de incertezas regulatórias (pré-sal e unitização), Analistas consideravam o Brasil um país “seguro para investir”⁴⁵⁵. Por exemplo, em vários países, como a China e a Rússia, os contratos de concessão incluíam cláusulas de “*windfall*”, que previam limites aos ganhos inesperados dos investidores se o preço do petróleo subisse muito⁴⁵⁶.

Tabela 45 – Taxação sobre Receitas de Produção de Petróleo pelo Mundo

	@ US\$ 50/bbl	@ US\$ 75/bbl	
Angola	75,7%	79,6%	3,9%
Argentina	50,7%	51,0%	0,3%
Austrália	51,0%	52,1%	1,0%
Bolívia	77,7%	78,9%	1,2%
Brasil	53,3%	52,5%	-0,7%
Canadá	43,7%	44,4%	0,7%
China	55,1%	60,5%	5,4%
Colômbia	53,2%	54,0%	0,8%
Emirados Árabes Unidos	98,0%	98,0%	-0,1%
Estados Unidos	44,1%	44,2%	0,1%
Irã	96,4%	97,8%	1,3%
México	90,6%	92,2%	1,6%
Nigéria	56,7%	58,9%	2,2%
Noruega	76,5%	75,8%	-0,6%
Reino Unido	55,6%	54,9%	-0,7%
Rússia	66,0%	70,0 %	4,0%
Venezuela	64,2%	68,8%	4,7%

Fonte: KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 17.

Havia uma crescente expectativa que o Governo brasileiro alterasse o marco regulatório com as descobertas do pré-sal. Um dos possíveis modelos em discussão envolvia Contratos de Partição de Produção (*Production Sharing Contracts – PSC*). No PSC, empresas privadas nacionais e internacionais teriam de partilhar a investimentos e produção com PETR e/ou uma estatal especialmente criada para isso. Esse modelo traria um fator de risco potencialmente importante: a unitização das reservas (*reserves unitization*).

<http://www.anp.gov.br/wwwanp/noticias/2290-oitava-rodada-de-licitacoes-e-a-segunda-em-arrecadacao>.

⁴⁵⁵ Por exemplo, KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 16; MCGANN & KOYA, 2008a, p. 24; LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008b, p. 5.

⁴⁵⁶ KOVARSKY & MENDES [2008a, p. 16] relatam que na Rússia, o Governo se apropria de 65% dos ganhos até US\$ 50 por barril, enquanto que no Brasil é 53%. Acima deste preço, para cada US\$ 5 por barril a mais, o Governo aumenta sua participação em 100 pontos base (ou seja, 1,0%). Na China, o Governo se apropria de 55% dos ganhos até US\$ 50 por barril. Entretanto, se o preço alcançar US\$ 75 por barril, o Governo aumenta captura 60% dos ganhos. No Brasil não há esta previsão.

A unitização ocorre quando um reservatório é descoberto e sua área se estende além do perímetro já concedido no marco regulatório atual. Alguns analistas⁴⁵⁷ não classificavam esse risco como significativo, dado o elevado número de empresas privadas já operando no Brasil e ao marco regulatório atual que já royalties crescentes sobre a eventual produção extraordinária de novas descobertas.

Como mudanças no marco regulatório exigiriam alterações na Constituição, não havia expectativas de mudanças no curto prazo. Entretanto, esperava-se atrasos nas próximas rodadas de leilões da ANP, uma vez que o Governo claramente sinalizava que era necessário quantificar as dimensões do pré-sal antes de novas concessões e/ou alterações regulatórias. Essa incerteza, combinada com a questão da unitização das reservas, poderia comprometer futuros leilões de áreas do pré-sal, o que, em um primeiro momento, não afetariam a OGX, que como descrito adiante, já havia assegurado uma grande quantidade de blocos na 9ª Rodada da ANP.

⁴⁵⁷ KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 15.

4.3 Mercado de Capitais no Brasil

Além do contexto favorável de O&G no Brasil e no mundo, o mercado de capitais no Brasil estava em valorização. Entre 1994 e 2007, o IBOV, por exemplo, se valorizou em 1.368% em R\$ e 602% em US\$ nominais.

Gráfico 55 – Evolução do IBOV em R\$ e US\$ Nominais

Fonte: Dados de Mercado – Outubro 2018 e Dezembro 2016, B3.

O VMD cresceu ainda mais no período de 1994 a 2007: 1.879% em R\$ e 610% em US\$. A composição dos investidores também mudou. Em 1994, 45,5% do VMD era feito por instituições financeiras enquanto os estrangeiros (pessoas jurídicas e físicas) respondiam por 21,4%, os institucionais por 16,4% e as pessoas físicas por 9,7%. Em 2007, a preponderância era dos estrangeiros (34,5%) e institucionais (29,8%) seguidos por pessoa físicas (23,3%).

Gráfico 56 – Evolução do VMD na BOVESPA em Milhões de R\$ e US\$ Nominais

Fonte: Dados de Mercado – Outubro 2018 e Dezembro 2016, B3.

Em 30/04/2008, a *Standard & Poors* elevou o risco país para grau de investimentos. Em 29/05/2008, a segunda agência classificadora, a *Fitch*, seguiu a elevação. O grau de investimento viabilizou a entrada de um novo tipo de investidor: investidores institucionais estrangeiros com visão de longo prazo.

Gráfico 57 – Evolução do VMD na BOVESPA por Tipo de Investidor

Fonte: Dados de Mercado – Outubro 2018 e Dezembro 2016, B3.

Houve uma série de IPOs, ofertas subsequentes (*follow-ons*) e transações de M&A sem precedentes no Brasil. A Fitch tinha concedido o segundo grau de investimento ao Brasil e 2007, em particular, foi o melhor para os IPOs na BOVESPA desde 2004, com 64 transações envolvendo R\$ 55,65 bilhões contra apenas R\$ 4,49 bilhões em 2004. O número de investidores também foi recorde: 933,9 mil contra 32,8 em 2004. O número de IPOs de empresas relacionadas às *commodities* agrícolas e/ou minerais só foi significativo em 2007: 9 emissões no total de 64. Vale destacar que, entre 2004 a 2007, o volume de captações de IPOs (R\$ 81,0 bilhões) foi quase o dobro daquele captado por ofertas subsequentes (“*follow-ons*”, somaram R\$ 42,3 bilhões), indicando a disposição dos investidores a empresas estreantes na BOVESPA⁴⁵⁸.

Tabela 46 – IPO e Follow-ons na BOVESPA entre 2004 a 2008, Excluindo OGX

R\$ Milhões	IPOs	Follow-ons	Total	%IPOs
2004	4.487,1	4.317,6	8.804,6	51,0%
2005	5.447,3	8.488,9	13.936,2	39,1%
2006	15.373,6	15.062,7	30.436,3	50,5%
2007	55.648,2	14.464,7	70.112,9	79,4%
Subtotal 04/07	80.956,2	42.333,9	123.290,1	65,7%
CAGR 04/07	131,5%	49,6%	99,7%	
2008	782,9	26.760,5	27.543,5	2,8%
Total 04/08	81.739,1	69.094,4	150.833,6	54,2%

Fonte: BMFBovespa.

Dentre estes IPOs, cabe destacar cinco *greenfields*: no negócio de terras agrícolas, a Brasil Agro⁴⁵⁹ (IPO concluído em abril de 2006 com captação de R\$ 518,4 milhões); a MMX, em mineração de ferro (junho de 2006, R\$ 1,02 bilhão); Brasil Ecodiesel, na produção de ecodiesel (novembro de 2006, R\$ 378,9 milhões); Invest Tur, no setor hoteleiro (julho de 2007, R\$ 840,0 milhões); e a MPX, em geração de termoeletricidade (dezembro de 2007, R\$ 1,92 bilhão).

Em termos de Fusões & Aquisições, 2007 também foi um ano recorde com 722 transações compiladas pela PWC.

⁴⁵⁸ Note que “empresas estreantes no BOVESPA” não implica que estas empresas sejam *greenfields*.

⁴⁵⁹ Na época pertencente à argentina Cresud, Tarpon e ao empresário imobiliário Ely Horn.

Tabela 47 – Transações de Fusões & Aquisições entre 2004 a 2008

M&A	Número Transações	Var.%
2004	415	
2005	389	-6,3%
2006	573	47,3%
2007	722	26,0%
2008	645	-10,7%
CAGR 04/07	20,3%	

Fonte: PWC, outubro 2013.

4.4 Portfólio da OGX

Apesar da elevada incerteza do portfólio, a percepção da qualidade e viabilidade pode ter sido compensada por quatro fatores: a qualidade dos Executivos e membros do COAD; os valores dos BAs pagos na 9ª Rodada e seus investidores; e a proximidade de parte do portfólio com outros blocos já em desenvolvimento.

A equipe de Paulo Mendonça, Diretor de Exploração, era renomada, com “*capacidade comprovada para execução de nosso plano de negócios,*” [cuja] “*equipe de exploração, enquanto atuava na PETR⁴⁶⁰, obteve um índice médio de sucesso de 53% nos últimos 4 anos⁴⁶¹*”. Soma-se à esta capacidade técnica e operacional, a reputação de membros do COAD, dentre eles ex-presidentes da PETR ou BR Distribuidora (Francisco Gros, Rodolpho Tourinho e Rodolfo Landim) e ex-ministros da Fazenda ou Minas e Energia (Pedro Malan, Eliezer Batista e Rodolpho Tourinho). Com a composição do COAD, o AC sinalizava aos investidores sua capacidade de articulação em várias esferas do governo, com empresas de O&G (inclusive a PETR) e com o mercado de capitais.

Para viabilizar suas ofertas na 9ª Rodada, que incluiu R\$ 1,48 bilhão referentes aos BAs e garantias para os R\$ 552,2 milhões do PEM, a OGX executou transações significativas. O *private placement* de R\$ 2,35 bilhões, com o apoio de um grande investidor institucional (OTT), hedge funds (*Ziff Brothers*), além de cartas de fiança para garantir o PEM emitidas por grandes bancos atuantes no Brasil⁴⁶². Essas captações não apenas viabilizaram, mas endossaram a agressividade da OGX no leilão. O valor total dos BAs pagos pela OGX corresponderam a 75% da arrecadação total do leilão. Um único bloco (BM-S-59) foi arrecadado por R\$ 344 milhões, o maior lance da história da ANP até então⁴⁶³.

⁴⁶⁰ A estratégia de fundar suas empresas contratando para sua liderança executivos de renome foi implementada na MMX também, com Ricardo Antunes, Joaquim Martino e Dalton Nosé (ficou conhecido como “Dr. Steel”), todos ex-funcionários da CVRD. Todos contratados com altos salários fixos mensais, bônus de contratação e pacotes de ações que variavam de 0,5% a 5,0% [GASPAR, 2014, p. 86 e 104].

⁴⁶¹ Prospecto OGX, 2008, p. 15.

⁴⁶² Em 28/02/2008, o SAN emitiu 21 cartas de crédito, em caráter irrevogável, a favor da ANP, no valor total agregado de R\$ 535,8 milhões em prazos de 3,5 anos (blocos de Campos e Santos) e 4,5 anos (blocos do ES e PA-MA). Em 25/01/2008, o UBS Pactual emitiu duas cartas de crédito de R\$ 18,0 milhões para contra garantir obrigações assumidas pela OGX no contrato de *farm-in* do BM-S-29 (prazo de 787 dias).

⁴⁶³ GASPAR, 2014, p. 136.

Tabela 48 – Agressividade da OGX na 9ª Rodada (US\$ Milhões)

Blocos	%OGX	Maior Bid	2º Maior Bid	Dif.	Empresa
BM-C-39	100%	237,24	-	-	-
BM-C-40	100%	126,77	-	-	-
BM-C-41	100%	237,24	112,45	111,0%	PETR/Galp/ExxonMobil
BM-C-42	100%	72,44	39,46	83,6%	PETR/Galp/ExxonMobil
BM-C-43	100%	108,66	67,50	61,0%	PETR/Galp/ExxonMobil
BM-C-37	50%	70,00	17,00	311,8%	Anadarko/Statoil
BM-C-38	50%	17,50	10,15	72,4%	PETR/Galp
BM-S-56	100%	90,55	9,79	824,9%	Starfish/PETR
BM-S-57	100%	144,88	-	-	-
BM-S-59	100%	344,09	-	-	-
BM-S-58	100%	19,92	-	-	-
BM-ES-37	50%	40,20	5,20	673,1%	Anadarko
BM-ES-38	50%	40,20	13,50	197,8%	ONGC
BM-ES-39	50%	3,60	-	-	-
BM-ES-40	50%	2,50	-	-	-
BM-ES-41	50%	2,30	-	-	-
PAMA-13	100%	1,45	-	-	-
PAMA-14	100%	1,45	-	-	-
PAMA-15	100%	1,45	-	-	-
PAMA-16	100%	2,72	-	-	-
PAMA-17	100%	2,72	-	-	-
Total BA OGX		1.479,72			

Fonte: DB, 2013h, p. 10.

Na época, a agressividade da OGX no leilão levantou dúvidas sobre os valores ofertados, pois pouco antes da 9ª Rodada, a PETR convenceu o governo a retirar do leilão 41 dos 312 blocos que comporiam o leilão. Estes blocos do pré-sal eram considerados “de elevado potencial petrolífero”, sendo 27 blocos em Santos, 13 em Campos e 2 no ES. Segundo a PETR, certamente haveria petróleo de alta qualidade e quantidade. Leiloá-las seria “um crime de lesa-pátria”⁴⁶⁴.

⁴⁶⁴ DA SILVA [2013]. A resolução do CNPE 06/2007 de 08/11/07 foi publicada no DOU em 16/11/07 e ANP teve de acatá-la, poucos dias antes do leilão:

A decisão da retirada dos blocos foi bastante criticada, o que resultou no enfraquecimento da 9ª Rodada de Licitação, bem como na desistência de boa parte das grandes petrolíferas em participar do leilão. O que motivou a decisão do CNPE foi o anúncio estratégico, por parte da Petrobras, do megacampo de Tupi (...)

Munido dessas informações, o CNPE se viu na obrigação de propor medidas para preservar o interesse nacional. Dessa forma, a primeira providência foi determinar que a ANP excluísse da 9ª Rodada de Licitações os blocos situados nas bacias do Espírito Santo, de Campos e de Santos, relacionadas às possíveis acumulações próximas ao campo de Tupi [DA SILVA, 2013, p. 113].

Quando o governo anunciou o leilão sem as 41 áreas, a Shell, que seria uma das parceiras da OGX no leilão, desistiu de participar. Alguns Analistas⁴⁶⁵, entretanto, interpretaram a retirada das 41 áreas e a consequente desistência de algumas empresas estrangeiras como positivas para a OGX. Segundo eles, o foco do leilão para os desistentes era justamente as 41 áreas, mas havia outras áreas com alto potencial, próximas a poços já perfurados com sucesso, que haviam sido analisadas pela OGX em detalhe.

Outros Analistas consideraram que a OGX soube aproveitar o momento de saída de competidores estrangeiros⁴⁶⁶. Cinco blocos da OGX em Campos e Santos (BM-C-38, 39, 40, 41 e BM-S-59, coletivamente denominados doravante de “Blocos Seletos”) estavam próximos a outros blocos de concorrentes com “Reservas Provadas e Prováveis”, categorias estas com menor incerteza de acordo com a classificação da SPE-PRMS: Maromba (700 mboe/1P); Polvo e Peregrino (810 mboe/2P); e Papa-Terra (700 mboe/3P)⁴⁶⁷. Em Santos, os blocos da OGX estavam próximos ao campo de Mexilhão, onde a PETR estimava haver 1,4 bboe.

Tabela 49 – Proximidade dos Blocos da OGX com outros Blocos de Concorrentes com Reservas Provadas e Prováveis na Época do IPO

Bacia	Blocos Seletos da OGX	BA (R\$ M) % Total	Blocos Próximos Concorrentes	Reservas provadas e prováveis (bboe)	Operadores
Campos	BM-C-39, 40	364,01 (24,6%)	Polvo	0,285	Devon Energy
	BM-C-40, 37, 41	364,01 (24,6%)	Peregrino	0,500	Hydro Brasil
	BM-C-38, 41	345,90 (23,3%)	Maromba	0,700	PETR
Santos	BM-S-59	344,09 (23,3%)	Mexilhão	1,400 (GN)	PETR
Subtotal		1.054,00 (79,2%)			

Fonte: Prospecto, 2008, p. 160, 164, 168.

O fato de os Blocos Seletos terem respondido por 79,2% (ou R\$ 1,05 bilhão) do total de BAs, pode ter sinalizado aos investidores a elevada confiança dos Executivos no potencial destes blocos. Os Executivos teriam informações privilegiadas sobre os Blocos Seletos e o restante do portfólio? Esta foi uma questão levantada por alguns entrevistados no presente estudo. GASPAR [2014, p. 120] relata que na época, a PETR não exigia quarentena de funcionários com acesso a informações estratégicas, como era de costume em empresas privadas de O&G. De fato, *ex-post*, houve descobertas importantes feitas pela PETR em outros blocos próximos a blocos da OGX. Foi o caso, por exemplo, do BM-S-29, que estava muito próximo do *cluster* de Tupi (BM-S-8 [Bem-te-vi], 9 [Carioca], 10 [Parati] e BM-S-11 [Tupi]).

⁴⁶⁵ LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 22.

⁴⁶⁶ KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 15.

⁴⁶⁷ KOVARSKY & MENDES, 2008a, p. 23.

Explorar áreas próximas a descobertas por outrem é uma estratégia clássica na indústria de O&G que data de 1901, com a descoberta de óleo em *Spindletop* no Texas⁴⁶⁸.

⁴⁶⁸ Cf. YEARGIN, 2009, p. 66.

4.5 Reputação do AC e Sinergias com Partes Relacionadas

“(...) Surpreendam sempre. A razão do nosso sucesso estrondoso é que a gente surpreende sempre. O mercado cobra toda hora resultado. E transparência? Nós somos transparentes.”

Entrevista do AC no *Roda Viva*, 30/8/2010⁴⁶⁹

Entre 2006 e 2008, o AC havia construído uma reputação de empreendedorismo de sucesso com dois IPOs e transações comerciais⁴⁷⁰ e de M&A significativas. O primeiro IPO foi da mineradora de ferro MMX, com produção projetada de 15 milhões de toneladas por ano, equivalentes a um terço da produção de Carajás em 2000, a maior mina de ferro do país⁴⁷¹. A MMX foi uma das primeiras empresas de porte deste tipo no BOVESPA⁴⁷² e estabeleceu um novo recorde de volume captado em IPO.

A MMX, que havia se tornado operacional às vésperas do IPO (IPO em 20/7/2006), era formada por três sistemas: MMX Corumbá (cujas operações haviam começado em dezembro de 2005, com receita operacional bruta de R\$ 0,5 milhão no 1T2005, e em fase de *ramp-up*), MMX Amapá (pré-operacional) e MMX Minas-Rio (pré-operacional). A tese de investimento também se baseava em “Seis Pilares”: (1) portfólio de recursos mineiras de qualidade; (2) “administração com vasta experiência”; (3) baixo custo de produção e investimentos competitivos; (4) logística integrada e independente; (5) integração vertical com produtos de mais alto valor agregado; e (6) responsabilidade ambiental. O Prospecto ainda tinha mais um “ponto forte”: o AC, com 20 anos de experiência técnica e em desenvolvimento de novos negócios, inclusive na TVX, umas das empresas líderes mundiais na mineração de ouro⁴⁷³. A MXX mencionava a logística ferroviária e portuária como diferenciais, que em parte daria origem ao Porto de Açu da LLX.

No ano seguinte, acontece o IPO da geradora de termoeletricidade, MPX, com projetos que somariam 9.647 MW de capacidade instalada, equivalentes a 9,2% da capacidade instalada do SIN. No IPO da MPX, também um *greenfield* na geração de energia térmica e hidroelétrica, a tese de investimento também foi composta por “Seis Pilares”: portfólio de ativos (pré-operacionais) diversificada em fontes e países (Brasil e América Latina), estrategicamente localizados, com escalabilidade; integração vertical com projetos de mineração de carvão (com minas na Austrália, Colômbia, Indonésia, África do Sul e Moçambique); comercialização diferenciada nos mercados regulado e livre; “administração com vasta experiência” e AC “com grande capacidade de execução,

⁴⁶⁹ Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=6rDHBjHixTQ>.

⁴⁷⁰ Por exemplo, GASPAR [2014, p. 109] cita o acordo de fornecimento de 6 milhões de toneladas anuais de ferro por 20 anos da MMX para o *Gulf Investment Corporation* (GIC), um consórcio de países árabes.

⁴⁷¹ GASPAR, 2014, p. 88.

⁴⁷² Segundo GASPAR [2014, p. 98], naquela época a CVM não tinha regras para um projeto *greenfield*, e teve de criá-las. Só poderiam comprar ações “investidores qualificados”, como lotes mínimos de R\$ 300 mil por investidor. Só no Canadá, havia uma bolsa organizada para receber *greenfields*.

⁴⁷³ Prospecto MMX, 2006, p. 21.

conforme demonstrado na MMX⁴⁷⁴; sinergias com empresas do Grupo X (minas e minerodutos da MMX, UTE em Porto de Açu da LLX).

Foram dois IPOs, envolvendo valores significativos de projetos *greenfield* com planos de negócio ambiciosos. A MMX captou R\$ 1,03 bilhão ou US\$ 510 milhões no IPO em 21/7/2006, e a MPX arrecadou R\$ 1,2 bilhão no IPO em 12/12/2007.

O IPO da MMX não foi fácil: a emissão foi concluída com um desconto de 18,5% em relação ao preço mínimo sugerido⁴⁷⁵. O AC teve de contribuir com capital para o fechamento do livro. Entretanto, a evolução do valor das ações da MMX, após seu IPO foi impressionante: se considerarmos o período entre a data do IPO da MMX (21/7/2006 = 100) e um dia antes do IPO da OGX (11/6/2008), a MMX3 se valorizou 469% contra uma valorização de 88% do IBOVESPA e 82% do preço do minério de ferro⁴⁷⁶.

Gráfico 58 – Evolução da MMX3 e IBOV (21/7/2006 = 100) entre o IPO da MMX (21/07/2006) e da OGX (12/6/2008)

Segundo GASPAS [2014, p. 143], os recursos captados no IPO não seriam suficientes para desenvolver os projetos da MMX, com investimentos estimados em US\$ 3 bilhões. Além dos vultuosos investimentos, o plano de negócios projetava atingir, em dois anos, uma produção de 8 milhões de toneladas por ano, considerado “*apertadíssimo*”. O

⁴⁷⁴ Prospecto MPX, 2007, p. 20.

⁴⁷⁵ Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/3209858/mmx-buscou-credibilidade-no-canada>

⁴⁷⁶ O cálculo da valorização do preço do minério de ferro foi medido com base no Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port), em US\$ por ton. Fonte: FMI.

Sistema Minas incluía ainda o maior mineroduto do mundo, ligando a mina no noroeste de Minas Gerais (Serra Azul) ao Porto de Açú da LLX, em São João da Barra, Rio de Janeiro, ambos a serem construídos.

Para viabilizar o conglomerado de minas da MMX, o AC alienou participações societárias a mineradoras internacionais. Em setembro 2006, o AC vendeu 30% do Sistema Amapá (Serra do Navio) para a mineradora norte-americana Cleveland-Cliffs por US\$ 837 milhões. Em 13/06/2007, quase um ano após o IPO, o AC vendeu 30% da LLX Minas-Rio por R\$ 1,32 bilhão para AA. Em janeiro de 2008 foi divulgada a venda do restante das ações do Complexo Minas-Rio para a AA por R\$ 5,4 bilhões⁴⁷⁷. As transações da MMX/AA, tornaria o AC um dos homens mais ricos do Brasil e seus principais executivos foram “*regiamente remunerados*”⁴⁷⁸. Essas transações demonstraram ao mercado que os *greenfields* do AC poderiam realmente ter muito valor⁴⁷⁹.

Já o valor das ações da MPX, que no IPO fechou dentro do intervalo de preços estimado e tinha um risco menor, pois já possuía CCVEs⁴⁸⁰, não apresentou uma apreciação tão relevante quanto o da MMX no mesmo período, além de se mostrar muito volátil. Possíveis explicações para as diferenças entre a evolução dos preços das ações da MMX e MPX é que a primeira pode ter se beneficiado do superciclo de commodities e de possíveis transações de M&A (como posteriormente se confirmou). A segunda, além de ser dependente da disponibilidade de gás natural e de infraestrutura logística, estava sujeita a regulação do setor elétrico. Hoje, a MPX (atual Eneva) é a empresa remanescente do Grupo X com maior capitalização de mercado (R\$ 4,3 bilhões, em 6/10/2017).

Houve também problemas na avaliação da MPX quando do IPO que levou o AC, em 19/02/2008, a transferir suas ações nos projetos da UTE Porto de Açú (1.400 MW) e UTE Castilla no Chile (350 MW) para a MPX sem custos para os acionistas minoritários.

⁴⁷⁷ A venda do Complexo Minas-Rio foi concluída juridicamente em 11/7/2008. A empresa IronX constituída com os ativos que foram vendidos a Anglo. O restante dos ativos permaneceria na MMX. Cinco anos depois, a AA reconheceria uma perda contábil de US\$ 4 bilhões no Complexo Minas-Rio.

⁴⁷⁸ GASPAR [2014, p. 144] diz que US\$ 101 milhões foram pagos aos diretores da MMX.

⁴⁷⁹ Alguns exemplos são: DARIPA & SILVA, 2008a, p. 6; LEITE, CANHEU & CUSTODIO [2008a]; MCGANN & KOYA [2008a].

⁴⁸⁰ Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/3209858/mmx-buscou-credibilidade-no-canada>.

Gráfico 59 – Evolução da MPX3 e IBOV (21/7/2006 = 100) entre o IPO da MPX (13/12/2006) e da OGX (12/6/2008)

Somado a este histórico de empreendedorismo e geração de valor, o AC detinha uma participação societária significativa na OGX e outras empresa do Grupo X com as quais poderiam ser geradas sinergias. Como descrito no IPO, a complementariedade entre OGX e MPX era de particular importância para monetizar seu RPL de GN, que representava 26% do RPL total, e a PETR restringia o acesso de terceiros à sua rede de gasodutos no Brasil. A OGX teria de construir seus próprios gasodutos que alimentariam UTEs da MPX.

De fato, o AC logo daria aos investidores evidências das sinergias com a MPX, que subsiste até hoje. Em 24/09/2009, no início da campanha de exploração, a OGX comprou 7 blocos com alto potencial de GN da Petra Energia, na bacia do Parnaíba (vide seção 3.2). O primeiro gás da OGX Maranhão foi em 26/11/2012 (seção 3.5).

Em 27/01/2010, quatro meses após anunciar a parceria com a MPX na OGX Maranhão, a OGX anunciou a encomenda de 48 equipamentos de produção até 2019 para a recém-criada OSX (vide seção 3.3) para viabilizar a conformidade com o requisito de conteúdo local e “*ultrapassar o gargalo nos estaleiros brasileiros*”⁴⁸¹. No início de sua cobertura da OGX, em 23/10/2010, o SAN destacou a relação com a OSX como essencial para assegurar a viabilidade do ambicioso plano de produção da OGX.

As encomendas para a OSX refletiam a agressividade do plano de negócios da OGX. Para dimensionar o que 48 equipamentos significavam, entre 2012 a 2020, a PETR compraria

⁴⁸¹ DARIPA, 2010b, p. 1.

43 FPSO, e 6 *jackets* e TLWP⁴⁸². Na época, os Analistas pareciam estar cientes do risco de potencial conflito de interesse entre OSX e OGX, mas entendiam que pelo menos no curto e médio prazo, a associação reduziria a necessidade de capital da OGX⁴⁸³.

Quando a OSX anunciou que desistiria de construir seu estaleiro em SC e o construiria no Porto de Açu, o AC demonstrou mais uma vez a sinergias indiretas da OGX com a LLX, proprietária de Açu.

Além das sinergias operacionais, havia também sinergias “reputacionais” e políticas reconhecidas por alguns Analistas que, por exemplo, comparavam a alta capacidade de execução dos Executivos com às realizações da equipe da MMX:

Seu plano de negócios, embora envolva numerosos desafios, será executado por um time de gestores que enfrentaram desafios similares na MMX (por exemplo, Sr. Landim, atual CEO da OGX e ex-CEO da MMX), com resultados de sucessão, até então [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 10].

Até mesmo na obtenção das várias licenças ambientais, alguns Analistas consideravam o histórico de outras empresas do Grupo X:

(...) empresas do grupo EBX têm demonstrado um impressionante histórico de sucesso em obter licenças ambientais sem atrasos (MMX, LLX, MPX, por exemplo) [LEITE, CANHEU & CUSTODIO, 2008a, p. 12].

⁴⁸² SEQUEIRA & FONSECA, 2010a, p. 33 e SEQUEIRA & FONSECA, 2012a, p. 14.

⁴⁸³ Segundo SEQUEIRA [2010a] estes equipamentos estavam avaliados em US\$ 30 bilhões.

4.6 Governança Corporativa

“Pessoas essenciais. Nosso desempenho e sucesso dependem, em parte, de integrantes essenciais da nossa administração e da nossa equipe de exploração, e sua perda ou afastamento poderia ser prejudicial para nosso sucesso futuro.”

Prospecto OGX, 2008, p. 77.

“Mr. Batista not only provided the capital base for the company’s initial operations but also created compensation mechanisms out of its own pocket to attract some of the best talents in the Brazilian oil industry”.

CREDIT SUISSE, 2008b, p. 16

Em teoria, para reduzir o risco moral há duas possíveis estratégias: (1) esquemas de incentivos baseados em performance; (2) monitoramento por um COAD, um grande acionista, potenciais acionistas (por exemplo, transações de M&A⁴⁸⁴) e/ou credores. A governança corporativa da OGX era constituída destas estratégias.

Combinado a todas estas demonstrações de empreendedorismo e agressividade descritas na seção anterior, o AC detinha participações societárias expressivas em todas as empresas do Grupo X:

Tabela 50 – Participação do AC no Grupo X entre 2006 e 2012

Empresa	Atividade	% Capital propriedade AC ⁴⁸⁵
MMX	Minério ferro	65,8%
MPX	Termoeletricidade	76,9%
OGX	E&P de O&G	62,7%
LLX	Logística portuária	53,3%
OSX	Construção naval	79,9%
CCX	Mineração carvão na Colômbia	61,3%

O AC não apenas detinha uma participação significativa do capital social, mas também participava da gestão das empresas através do COAD e/ou como executivo.

⁴⁸⁴ Há também a possibilidade de *takeovers* [JENSEN, 1988], menos frequentes no Brasil.

⁴⁸⁵ Controle exercido através da *Centennial Asset Mining Fund LLC* (“CAMF”), holding constituída em Nevada, EUA.

Tabela 51 – Cargos Exercidos pelo AC nas Empresas de Capital Aberto do Grupo X

Cargo no COAD	Cargo na Empresa
OGX - Presidente (2008 a 2013)	OGX - Diretor Presidente (2009 a 2011)
MMX - Presidente (2006 a 2015)	MMX - Diretor Presidente (2006 a 2008)
CCX - Presidente (2012 a 2014)	CCX - Diretor VP (2015)
OSX - Presidente (2008 a 2015)	
LLX - Presidente (2008 a 2012)	
MPX - Presidente (2007 a 2012)	

A princípio, a Estrutura de Governança tinha potencial para ser virtuosa. A participação societária significativa do AC e sua atuação, como principal, nos Conselhos de Administração e, por vezes, até em cargos executivos poderia reduzir assimetrias de informação com seus agentes, os executivos. Adicionalmente, a atuação do AC e seus principais executivos nos Conselhos de Administração poderia propiciar a identificação de sinergias estratégicas, operacionais e financeiras entre Partes Relacionadas. Os SOPs baseados em opções de compra de ações de empresas de capital aberto, à princípio, também poderiam ser poderosos elementos de alinhamentos entre principal e agentes. A elevada liquidez da OGXP3 poderia sinalizar rapidamente aos Gestores as percepções dos investidores minoritários sobre a eficácia da implementação operacional e financeira da campanha exploratória.

Em teoria, o uso do SOP para compensar executivos tem como objetivo alinhar os incentivos entre acionistas e gestores. Entretanto, dependendo dos termos, o SOP também pode criar incentivos aos gestores para focar em ações que aumentem a expectativa de investidores quanto à valorização das ações no curto prazo. A Enron chegou a ter 13% de suas ações ordinárias em SOP em 31/12/2000. Estas opções poderiam ser exercidas em até três anos e não havia menção a restrições a vendas subsequentes das ações após o exercício das opções⁴⁸⁶.

A estratégia do AC de fundar suas empresas contratando para sua liderança executivos de renome foi implementada na MMX também, com Ricardo Antunes, Joaquim Martino e Dalton Nosé (ficou conhecido como Dr. Steel), ex-Vale, e Rodolfo Landim da PETR (que posteriormente se tornou CEO da OGX). Todos contratados com altos salários fixos mensais, bônus de contratação e pacotes de ações que variavam de 0,5% a 5,0%⁴⁸⁷.

No tema governança corporativa, no Prospecto do IPO, a OGX declarava possuir “práticas diferenciadas”⁴⁸⁸. O alinhamento de interesses entre o AC, COAD e Executivos teria sido reforçado pelo SOP OGX e o SOP AC que poderiam ser exercidos ao longo de 5 anos⁴⁸⁹.

⁴⁸⁶ HEALY & PALEPU, 2003, p. 13.

⁴⁸⁷ GASPAR, 2014, p. 86 e 104.

⁴⁸⁸ Prospecto OGX, 2008, p. 216.

⁴⁸⁹ Prospecto OGX, 2008, p. 182, 187. O Programa foi aprovado em assembleia em 30/4/2008. A opção poderia ser exercida conforme preço a ser determinado pelo COAD, respeitado o preço mínimo de 80% (e o máximo de 100%) do valor de mercado da OGXP3, calculado pela média simples do preço

O programa de SOP OGX “*poderia outorgar opções de compra aos membros do COAD, diretores, gerentes, consultores e empregados da OGX e de outras sociedades que estivessem ou viessem a estar sob o controle direto ou indireto da Empresa*”. O COAD não poderia, em nenhuma hipótese, estabelecer um *vesting* inferior a um ano. Simulações da própria Empresa no Prospecto, considerando parâmetros da época do IPO, o valor hipotético do SOP OGX poderia render aos outorgados R\$ 72,2 milhões.

O SOP AC concedeu opções de compra de ações secundárias aos principais Executivos “e outros profissionais”, para que os mesmos adquiram, globalmente, até 8% das ações de sua propriedade. Estas opções poderiam ser exercidas na proporção de 20% a cada um dos 5 primeiros aniversários do IPO. Simulações da própria Empresa no Prospecto, considerando parâmetros da época do IPO, o valor hipotético do SOP OGX poderia render aos outorgados R\$ 1.640,3 milhão.

Somados, o SOP OGX, o SOP AC e o valor de R\$ 7,25 milhões de remuneração anual global “*dos administradores, resultaria em uma remuneração anual global de nossos administradores de, aproximadamente, R\$ 1.736,25 milhão, para o exercício social de 2008*” [p. 187]. Desta forma, 85,4% da remuneração dos Executivos (diretoria estatutária) e 90,0% do COAD era composta pelo SOP AC:

Tabela 52 – Proposta de Remuneração dos Administradores

	Remuneração Fixa	SOP		Benefícios Diretos e Indiretos
		SOP AC	SOP OGX	
COAD	8,0%	90,0%	2,0%	-
Diretoria	14,3%	85,4%	-	0,3%

Fonte: Proposta da Administração da Companhia à Assembléia Geral Ordinária e Extraordinária a serem realizadas no dia 30/04/2010, Anexo IV, “Remuneração dos Administradores”, p. 27.

O SOP AC seria interpretado como uma indicação adicional do comprometimento do AC com o sucesso da OGX⁴⁹⁰.

Ou seja, a presença e atuação do principal acionista, os SOPs, a listagem das empresas no Novo Mercado indicava, pelo menos em uma primeira leitura, uma elevada qualidade na governança corporativa. O Principal estava próximo dos seus Agentes.

das Ações nos 20 pregões da BOVESPA imediatamente anteriores à data de outorga das opções. O preço ajustado seria atualizado pelo IPCA.

⁴⁹⁰ LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2008, p. 5 e 16.

4.7 Sentimento Otimista do Mercado

A princípio, considerando os aspectos das seções anteriores, os Analistas da Amostra Própria tinham argumentos para recomendarem a compra da OGXP3 no início da cobertura, conforme descrito na seção 3.1. Nos anos subsequentes, *ex-ante*, quando o *guidance* evidenciou a aceleração da campanha exploratória, os Analistas continuaram a reagir positivamente, conforme descrito nas seções 3.2 e 3.3. Se os principais objetivos dos renomados Executivos eram o *de-risking* e crescimento do portfólio, a evolução da Agenda de Catalisadores foi bem recebida pelos investidores e Analistas, pelo menos nos primeiros anos da execução da campanha de exploração (de agosto de 2009 a abril de 2011).

O processo de *de-risking* requer perfurar poços pioneiros e de avaliação que podem fornecer informações sobre volumes recuperáveis de O&G, a migração do RPL para Recursos Contingentes e Reservas e o *ramp-up* da produção. Por ser um processo de elevado custo, *farms-out* e *farm-ins* são importantes estratégias de compartilhamento de recursos financeiros, expertises operacionais e riscos. Considerando a publicação do 3º D&M em 15/04/2011 como um ponto de inflexão na confiança dos investidores no *guidance*, podemos dividir a campanha de E&P em dois grandes momentos: antes do 3º D&M e depois. Na primeira parte, entre 2/01/2009 e 30/12/2010, os investidores, que sustentavam o Rally, pareciam confiar no *guidance* dos renomados Executivos e AC, que até então era percebido como agressivo, mas não otimista. A comparação entre a evolução da OGXP3 e os principais eventos da campanha E&P, que incluem descobertas, estimativas de O&G recuperável, o 2º D&M, *farm-ins* e *farm-outs*, e o início da produção de TBAZ, indica que os investidores, através da apreciação da ação, apoiavam a agressividade da implementação.

Gráfico 60 – Evolução do Valor de Mercado entre 2/01/2009 e 15/04/2011

53

A valorização da OGXP3 em relação aos seus “peers” do S&P OGEP 600 e 1500 é mais um indicador de *high sentiments*.

Gráfico 61 – S&P OGEP 600 e 1500, Brent e OGXP3 de 2/01/2009 a 15/04/2011

O período de 2009 a 15/04/2011 coincide com boa parte dos momentos de sobrevalorização da OGXP3 identificados na seção 2.3.

Gráfico 62 – EV versus VPL do Cenários Médios D&M: Índícios de Sobrevalorização da OGXP3

4.8 Endosso dos Analistas

Em geral, exceto por períodos críticos de 2008/09 e 2013, por longos períodos, a mediana do PA dos Analistas da Amostra TR estava acima do valor da OGXP3. A análise da mediana do PA da Amostra TR dividido pelo valor da OGXP3, mostra que, em geral, os Analistas mantiveram prêmios em relação às cotações de mercado até o início do 2T2013. Logo após os IPO, os Analistas da referida amostra se demonstraram, na mediana, empolgados com o futuro da OGX, mesmo durante a crise de 2008. Mas o ajuste mais conservador veio e permaneceu até o 4T2011, quando a mediana começou a se elevar até chegar a um pico de 2,72x em 8/11/11. Seguiu-se um ajuste quando os PAs, na mediana foram reduzidos até 23/2/12, quando o otimismo parece ter voltado, provavelmente com as expectativas sobre o início da produção de TBAZ. Nota-se que o pessimismo só retorna no 1T2013, já precedendo o colapso financeiro da OGX.

Gráfico 63 – Amostra TR: Evolução da Razão da Mediana dos PAs pelo Valor da OGXP3 na BOVESPA

Mesmo com a confusão gerada pelo 3º D&M, a evolução do consenso dos Analistas e o mercado destoaram após 18/4/2010. A mediana da amostra de Analistas da Amostra TR manteve seu otimismo em relação à OGXP3⁴⁹¹ por muitos meses após 18/4/2010. Na mediana, possivelmente acreditando no *guidance* (2º e 3º D&Ms, múltiplos de M&A que poderiam ser negociados no *farm-out*, *ramp-up*, e outros), os Analistas elevaram seus

⁴⁹¹ Para comparar os PAs com as estimativas médias dos VPLs dos relatórios da D&M, consideramos estimativas diárias para os saldos de disponibilidades, que só eram precisamente documentadas nos ITRs.

prêmios relativos à OGXP3 entre 18/4/2010 e 21/06/2012 em relação o período do Rally do Valor de Mercado.

O período de 28/12/2009 a 21/06/2012 (617 pregões), o “Rally dos Analistas”, a mediana da razão entre a mediana dos PAs e ao valor da OGXP3 foi de 1,41, acima daquela do “Rally do Mercado”, 1,22, entre 06/11/2008 e 4/11/2010 (480 pregões). Estes dois momentos coincidiram por 198 dias (entre 28/12/2009 a 15/10/2010). O Rally do Mercado pode ter gerado a Sobrevalorização da OGXP3 por 140 pregões (de 17/08/2010 a 15/04/2011), mas esta foi além do Rally por 111 pregões (entre 4/11/2010 a 15/04/2011). O período Rally dos Analistas, por sua vez, começou durante o Rally de Mercado, mas perdurou por 418 pregões depois do fim do Rally (18/10/2010 a 21/06/2012) e 295 pregões depois da Sobrevalorização (15/4/2011 a 21/06/2012).

Gráfico 64 – Rally Mercado (6/11/2008 a (15/10/2010) versus Rally dos Analistas Amostra TR (28/12/2009 a 21/6/2012) versus Sobrevalorização (17/8/2010 a 15/4/2011)

Apesar do otimismo que a relação entre o valor da OGXP 3 e a mediana dos PAs indica durante quase todo até a publicação do 3º D&M (de 9/11/2009 a 15/04/2011), os Analistas aparentemente não acataram as estimativas médias do 2º D&M.

Gráfico 65 – OGXP3 x Cenários Médios D&M (com Dívida Líquida) x PA Mediana (R\$/ação)

Em 26/06/2012, outro ponto de inflexão aconteceu: dados sobre a produção de TBAZ ficaram muito aquém do *guidance*, o que levou à substituição do CEO poucos dias depois (28/06). Aparentemente, a partir deste ponto, a confiança da mediana dos Analistas no *guidance*, que já estava abalada, foi comprometida. O gráfico a seguir indica que, após o 3º D&M, mesmos os Analistas mais pessimistas entre 09/05/2011 até o fatídico 26/06/2012 mantiveram seu PA (PA Low) acima do valor da OGXP3.

Gráfico 66 – OGXP3, Cenários Médios D&M (com Dívida Líquida), PA High, Low e Mediana (R\$/ação)

Há indícios que os Analistas, em geral, também corroboraram com a intensa e diversificada campanha exploratória, mantendo seus PAs relativamente altos em relação ao Valor de Mercado, mesmo após as primeiras evidências que comprometiam a credibilidade do *guidance*. Se a OGXP3 experimentou períodos de *overshooting*, parece que a mediana dos PAs também. Quer seja por pura boa fé, *herding*, influências do otimismo dos Executivos e AC e/ou por sucumbir aos conflitos de interesses das instituições financeiras onde trabalhavam, na mediana, os Analistas não apenas endossaram, mas sustentaram o *guidance* por meses após o fim do Rally.

4.9 Externalidade da Avaliação e Monitoramento de Investidores e Financiadores

Apesar do inerente otimismo dos PAs e recomendações dos Analistas, a importância de seus questionamentos aos Executivos e AC não pode ser menosprezada. Após cada teleconferência, cada encontro presencial com os Executivos e AC, os Analistas de grandes bancos e corretoras eram sabatinados por investidores sofisticados, cujo endosso era importante para a OGX e seus Gestores, especialmente em momentos de sinais divergentes sobre o sucesso da campanha de E&P. Por sua vez, nas interações com os Analistas, os Executivos e o AC também coletavam sinais indiretos sobre as reações dos investidores ao *guidance* e a campanha E&P e o Sentimento do Mercado.

Ou seja, os Analistas proporcionavam aos Executivos e o AC um diálogo indireto com o “mercado”. Era uma valiosa troca de informações e sinais para ambos os lados: ofertantes e demandantes de informações.

A extraordinária estratégia de financiamento da OGX não se destacava apenas pelos montantes captados, mas também pela qualidade dos investidores e financiadores. Dentre eles havia dezenas de fundos de pensão nacionais e internacionais, fundos patrimoniais (“*endowments*”), fundos soberanos, fundos de investimento e *hedge funds*. Entre setembro de 2009 e setembro de 2013, com considerável oscilação, as atas das Assembleias Gerais Extraordinárias (“AGEs”) registravam dentre os acionistas presentes, *endowments*, fundos de pensão corporativos, estaduais e municipais, como por exemplo: British Airways, British Telecom, British Petroleum, *California State Public Employee* (CalPERS), Ford Foundation, IBRD (Banco Mundial), Microsoft, OTPP, Rockefeller Foundation, IBM, HP, Cargill, Boeing, BellSouth, AT&T, Shell, Professores do Estado do Texas e do Estado de Illinois, etc. Dentre os fundos soberanos presentes, destacavam-se o de Singapura (*Singapore Government Investment Corporation*, ou CGIC) e de Abu Dhabi (Mubadala). Havia também vários renomados gestores de fundos de investimento internacionais, como o Vanguard, Fidelity, BlackRock, Morgan Stanley, Goldman Sachs, JP Morgan, dentre outros.

Embora a participação nas AGEs indique o interesse destes investidores institucionais, não se pode inferir sobre as dimensões de suas participações na composição do *floating* da OGX. Entretanto, é possível constatar que a medida que a mediana dos PAs indicava otimismo, a quantidade de investidores institucionais aumentava. A seguir, descreve-se, ano a ano, a evolução da mediana do PA e da quantidade de investidores institucionais.

2009

Conforme descrito na seção 3.2, embora o mercado pareça ter recebido o 2º D&M com cautela, os Analistas da Amostra TR também responderam com otimismo às descobertas e revisões de volumes recuperáveis, especialmente no quarto trimestre, com a descoberta de Vesúvio, Pipeline e Waimea. Cabe destacar que por um curto período, de 24/9 a 15/10, a OGXP3 foi transacionada acima da mediana dos PAs. Mas

após 15/10, a OGXP3 se descolou, para menor, da mediana dos PAs, data esta que coincide com o inesperado e pouco usual anúncio dos volumes recuperáveis de Vesúvio (7 e 14/10) e Pipeline (12/11 a 22/12), que somados poderiam conter 1,5 a 3,5 bboe.

Gráfico 67 – Amostra da TR: Evolução da Mediana, Máximo e Mínimo do PA em 2009 (em R\$/ação, pré split)

Esse entusiasmado apoio da mediana dos Analistas pode ter contribuído para a mudança da composição societária do *floating*. Tomando como base a presença nas AGEs de junho de 2008 e do ano de 2009, a composição dos acionistas minoritários também parece ter se modificado com a presença de fundos de pensão e fundos soberanos internacionais.

Participação nas AGEs de 2008 e 2009

11/06/2008	23/09/2009				18/12/2009			
OTPP	1	Abu Dahbi Pension Fund	46	OTPP	1	Abu Dahbi Pension Fund	46	ING Funds
ZAM	2	Active Emerg. Mkts	47	Prudential	2	Active Emerg. Mkts	47	Ishares MSCI
UBS Prestige	3	American Funds	48	Railway Pension	3	AGF	48	Jennison Natural Resources
GIF Saturn	4	Artisan Em. Mkt Fund	49	Renaissance Devel.	4	American Funds	49	John Hancock Funds
Tyticus Master	5	Barclays Global	50	Riversource	5	Artisan Emerging Mkt Fund	50	JPM Funds
Gavião-P	6	Bell Atlantic	51	Rohm & Haas	6	Ashmore Funds	51	Kansas Public Employee Ret.
Gavião-M	7	Blackrock Funds	52	San Diego County	7	Asset Holder	52	Legg Mason Global Funds
Opportunity Energia	8	Brazil MSCI	53	Scotia LA Growth	8	Barclays Global	53	Lincoln Variable
MS Uruguay	9	British Airways	54	Selected American	9	Barring Fund	54	Manulife Funds
Jennison Natural Resources	10	Caisse Depot Quebec	55	Southern California	10	Batterymarch	55	Marsico Funds
Natural Resources	11	California Endowment	56	State Street	11	Bell Atlantic	56	Marvin & Palmer Funds
Prudential Series	12	California State Teachers	57	Sumitomo	12	BGI Em. Mkts Insights	57	Mass Mutual
Passaport Global	13	College Retirement	58	Teledyne Technol.	13	Blackrock Funds	58	Merril Lynch LA Inv. Trust
IGXG Mgmt	14	Columbia Marsico Funds	59	Texas Education Agency	14	Brazil MSCI	59	MGI
Perella Weinberg Xerion	15	Cook County Employee	60	Texas State Teachers	15	British Airways	60	Monks Inv. Trust
Libra Offshore	16	Davis Funds	61	The Bar	16	CAAM Funds	61	New Jersey State
	17	Discovery Fund	62	Thradneedle	17	Caisse Depot Quebec	62	North Carolina Retirement
	18	Driehaus	63	Univ. Pittsburg Medical Center	18	California Endowment	63	Nothern Trust
	19	Em. Mkts Funds	64	Vanguard Funds	19	California State Teachers	64	Ohio State Teacher Ret.
	20	Europacific Fund	65	Wellington Trust	20	Canada Pension Board	65	Ontario Public Employee Ret.
	21	Evangelical Lutheran Church	66	Wells Fargo	21	Canada Pension Plan Inv. Board	66	OTPP
	22	Fidelity			22	Chinatrust Comm. Bank	67	Pennsylvania Public School

	23	Fortis			23	CIBC Fund	68	Pensionkassernes Adm.
	24	Fundamental Value Fund			24	College Retirement	69	Prudential
	25	Future Fund Board			25	Colorado Public Employee Pension	70	Pyramis Funds
	26	Geut Emerg. Equity			26	Columbia Marsico Funds	71	Railway Pension
	27	Harbor Capital			27	Connecticut Ret.	72	Renaissance Devel.
	28	IBM			28	Credit Agricole Asset	73	Robeco Institutioneel
	29	Illinois State Board			29	Davis Funds	74	Rohm & Haas Trust
	30	ING			30	Driehaus	75	San Diego County
	31	Itaú Comm. Ações			31	Evangelical Lutheran Church	76	Scotia LA Growth
	32	Janus Funds			32	Excel LA Fund	77	Selected American
	33	John Hancock Funds			33	Fidelity	78	Southern California
	34	Lincoln Variable			34	Florida Retirement	79	State Street
	35	Manulife Funds			35	Ford Foundation	80	Teledyne Technol.
	36	MGI			36	Fortis	81	Texas Education Agency
	37	Monks Inv. Trust			37	Fresno City Pension	82	Texas State Teachers
	38	Morgan Stanley Funds			38	Frontiers Em. Mkts	83	United Airlines
	39	Nations Marsico			39	Future Fund Board	84	Vanguard Funds
	40	New Jersey State			40	Geut Emerg. Equity	85	Votorantim Fundos
	41	New World Fund			41	Harbor Capital	86	Wasa Forsak
	42	Norges Bank			42	Houston Firefighters Ret.	87	Wellington Trust
	43	North Carolina Retirement			43	IBM	88	Wells Fargo
	44	Nothern Trust			44	Illinois State Board	89	W. Virginia Inv. Mgmt. Board
	45	Opportunity			45	Imperial Em. Economies		

2010

Conforme descrito em 3.3, em 2010, na mediana, os Analistas da Amostra TR endossaram o *guidance* otimista mantendo seus PAs acima do valor da OGXP3 ao longo do ano todo. Os Analistas mais otimistas se tornaram ainda mais otimistas aumentando seus PAs de R\$ 22,59 no início do ano para R\$ 37,40 no fim do ano. Até os Analistas mais pessimistas resistiram em rever seu PA por boa parte do ano, em dezembro ajustou de R\$ 9,23 para R\$ 15,00.

Gráfico 68 – Evolução da OGXP3, do PA Máximo, Mínimo e Mediano da Amostra TR em 2010 (em R\$/ação, pré split)

Ao longo de 2010, a quantidade e diversidade da presença de fundos de pensão internacionais nas AGEs da OGX aumentou. Alguns destes mantiveram suas presenças desde 2009, como o California Endowment Fund, Evangelical Lutheran Church e o Abu Dhabi Pension Fund, por exemplo. O endosso dos Analistas pode ter contribuído com esse aumento na quantidade e diversidade dos fundos de pensão internacionais com interesse na Empresa.

Fundos que Participaram das AGEs em 2010 e a Última AGE de 2008/09

18/12/2009				30/04/2010			28/09/2010		
1	Abu Dahbi Pension Fund	66	OTPP	Abu Dahbi Pension Fund	66	Philadelphia City Public Empl. Ret.	Abu Dahbi Pension Fund	66	Minnesota Minning Employee Ret. Fund
2	Active Emerg. Mkts	67	Pennsylvania Public School	Alberta Teachers Ret. Fund	67	Prudential	Advanced Series Trust	67	Molson Coors (UK) Pension Plan
3	AGF	68	Pensionkassernes Adm.	Anthem Insurance Co.	68	Pyramis Funds	Aegon Funds	68	Monetary Authority of Singapore
4	American Funds	69	Prudential	AT&T Trust	69	Railway Pension	AGF	69	Monks Inv. Trust
5	Artisan Em. Mkt Fund	70	Pyramis Funds	Australian Reward Inv. Alliance	70	Raytheon Co.	Alaska Permanent Fund	70	Morgan Stanley Funds
6	Ashmore Funds	71	Railway Pension	Baillie Gifford Funds	71	Régime Rentes Mouvement Caisse Populaires	Alberta Teachers Ret. Fund	71	Municipal Employees Fund Chicago
7	Asset Holder	72	Renaissance Devel.	Bank of Japan Funds & Trusts	72	Rockefeller Foundation	American Legacy Foundation	72	National Council Social Secutirity Council
8	Barclays Global	73	Robeco Institutioneel	Barring Fund	73	Royal Bank of Scotland Funds	Amundi Funds	73	National Pension Service
9	Barring Fund	74	Rohm & Haas Trust	Barthe Holdings	74	Russel Funds	Anthem Insurance Co.	74	Natixis Int'l Funds
10	Batterymarch	75	San Diego County	BGI Em. Mkt.	75	San Diego County	ARMY & AIR FORCE RET TR	75	New Mexico Public Employee Ret.
11	Bell Atlantic	76	Scotia LA Growth	Blackrock Funds	76	Schwab Funds	Artha Master Fund	76	Norges Bank
12	BGI Em. Mkts Insights	77	Selected American	British Airways	77	Scotia LA Growth	Ballie Gifford Funds	77	North Dakota State Inv. Board
13	Blackrock Funds	78	Southern California	Caisse Depot Quebec	78	SCRI Robeco Institutioneel	Bank of Japan Funds & Trusts	78	Nothern Telecom Pension Trust
14	Brazil MSCI	79	State Street	California State Public Employee	79	State Farm Funds	Brooklyn Union Gas Employee Ret.	79	Nothern Trust
15	British Airways	80	Teledyne Technol.	California State Teachers	80	Strathclyde Pension	Caisse Depot Quebec	80	Ohio State Teacher Ret.

16	CAAM Funds	81	Texas Education Agency	Canada Pension Plan Inv. Board	81	Syracuse University	California Endowment	81	Ontario Public Employee Ret.
17	Caisse Depot Quebec	82	Texas State Teachers	Catholic Health Initiatives	82	Telecordia Technologies	California State Teachers	82	OTPP
18	California Endowment	83	United Airlines	Colorado Public Employee Pension	83	Texas State Employees	California Wellness Foundation	83	Panagora Group Trust
19	California State Teachers	84	Vanguard Funds	Constellation Funds	84	Texas State Teachers	Canada Pension Plan Inv. Board	84	Pennsylvania Public School
20	Canada Pension Board	85	Votorantim Fundos	Cox Enterprises	85	Texas State University	Cathay United Bank	85	Philadelphia City Public Empl. Ret.
21	Canada Pension Plan Inv. Board	86	Wasa Forsak	Davis Funds	86	TRW Automotive Trust	Catholic Health Initiatives	86	Prudential
22	Chinatrust Comm. Bank	87	Wellington Trust	DGAN Em. Mkt Fund	87	United Airlines	CEDARS-SINAI MEDICAL CENTER	87	Railway Pension
23	CIBC Fund	88	Wells Fargo	Driehaus Fund	88	Van Kampen Funds	CIBC Fund	88	Raytheon Co.
24	College Retirement	89	West Virginia Inv. Mgmt. Board	Eaton Vance Fund	89	Vanguard Funds	Clough Global Funds	89	Régime Rentes Mouvement Caisse Populaires
25	Colorado Public Employee Pension	66	OTPP	Electricity Supply Pension Fund	90	Votorantim Fundos	Columbia Marsico Funds	90	Rockefeller Foundation
26	Columbia Marsico Funds	67	Pennsylvania Public School	Fidelity Funds	91	Wellington Trust	Cook County Employee	91	Rohm & Haas Trust
27	Connecticut Ret.	68	Pensionkassernes Adm.	Ford Foundation	92	West Virginia Inv. Mgmt. Board	Cox Enterprises	92	Royal Bank of Scotland Funds
28	Credit Agricole Asset	69	Prudential	Fortis Funds	93	William Blair Trusts & Funds	Credit Agricole Asset	93	Russel Funds
29	Davis Funds	70	Pyramis Funds	Fresno City Pension	94	Winnipeg Foundation	Davis Funds	94	S&P LA ETF
30	Driehaus	71	Railway Pension	General Conf. Seventh-Day Adv.	95	Xerox Canada Employee Trust	DGAN Em. Mkt Fund	95	San Diego County
31	Evangelical Lutheran Church	72	Renaissance Devel.	Genesis Em. Mkt. For Canada	66	Philadelphia City Public Empl. Ret.	Driehaus Fund	96	Schwab Funds
32	Excel LA Fund	73	Robeco Institutioneel	Harbor Capital	67	Prudential	EDINBURGH COUNCIL	97	Shell Pension Trust

33	Fidelity	74	Rohm & Haas Trust	IBM	68	Pyramis Funds	Evangelical Lutheran Church	98	Southern CA Edison Nuclear
34	Florida Retirement	75	San Diego County	Idaho Public Employee Ret.	69	Railway Pension	Fidelity Funds	99	Spectrum Trust
35	Ford Foundation	76	Scotia LA Growth	Illinois Municipal Employees	70	Raytheon Co.	Frank Russell	100	Squadra Funds
36	Fortis	77	Selected American	Illinois State Board	71	Régime Rentes Mouvement Caisse Populaires	Franklin Templeton Inv. Funds	101	SSGA Funds
37	Fresno City Pension	78	Southern California	ING Funds	72	Rockefeller Foundation	Fundação Eletrobrás	102	State Farm Funds
38	Frontiers Em. Mkts	79	State Street	Ishares MSCI	73	Royal Bank of Scotland Funds	Fundamental Value Fund	103	State Street
39	Future Fund Board	80	Teledyne Technol.	Jennison Natural Resources	74	Russel Funds	General Motors of Canada trust	104	Strathclyde Pension
40	Geut Emerg. Equity	81	Texas Education Agency	Jersey State Teachers Fund	75	San Diego County	Genesis Em. Mkt. For Canada	105	Sumitomo
41	Harbor Capital	82	Texas State Teachers	John Hancock Funds	76	Schwab Funds	Guidestone Funds	106	Syracuse Univercity
42	Houston Firefighters Ret.	83	United Airlines	JPM Funds	77	Scotia LA Growth	Harbor Capital	107	Taiwan Business Bank
43	IBM	84	Vanguard Funds	Kansas Public Employee Ret.	78	SCRI Robeco Instituee	Hewlett-Packard Co. Trust	108	Telecordia Technologies
44	Illinois State Board	85	Votorantim Fundos	Laudus Funds	79	State Farm Funds	Houston Firefighters Ret.	109	Tenaska Investment Fund
45	Imperial Em. Economies	86	Wasa Forsak	Loomy Sayles Fund	80	Strathclyde Pension	IBM	110	Texas Education Agency
46	ING Funds	87	Wellington Trust	Manulife Funds	81	Syracuse Univercity	Idaho Public Employee Ret.	111	Texas State Employees
47	Ishares MSCI	88	Wells Fargo	Marsico Funds	82	Telecordia Technologies	Illinois State Board	112	Texas State Teachers
48	Jennison Natural Resources	89	West Virginia Inv. Mgmt. Board	Marvin & Palmer Funds	83	Texas State Employees	Illinois State Teachers	113	Texas State University
49	John Hancock Funds			Mass Mutual	84	Texas State Teachers	Imperial Em. Economies	114	Threadneedle Funds

50	JPM Funds			Mauá Fundos	85	Texas State University	ING Funds	115	TRW Automotive Trust
51	Kansas Public Employee Ret.			Microsoft Global Finance	86	TRW Automotive Trust	Iowa Public Empl. Ret.	116	UBS Funds
52	Legg Mason Global Funds			Minnesota Employee Ret. Fund	87	United Airlines	Ishares MSCI	117	United Airlines
53	Lincoln Variable			Monetary Authority of Singapore	88	Van Kampen Funds	John Hancock Funds	118	Van Kampen Funds
54	Manulife Funds			Monks Inv. Trust	89	Vanguard Funds	JPM Funds	119	Vanguard Funds
55	Marsico Funds			Morgan Stanley Funds	90	Votorantim Fundos	Kansas Public Employee Ret.	120	Washington State Inv. Board
56	Marvin & Palmer Funds			Municipal Employees Fund Chicago	91	Wellington Trust	Laudus Funds	121	Wellington Trust
57	Mass Mutual			National Railroad Ret. Trust	92	West Virginia Inv. Mgmt. Board	Lifespan Corporation	122	West Virginia Inv. Mgmt. Board
58	Merrill Lynch LA Inv. Trust			New Jersey State	93	William Blair Trusts & Funds	Loomy Sayles Fund	123	Western Pennsylvania Pension Fund
59	MGI			New Mexico Educational Ret.	94	Winnipeg Foundation	Los Angeles Fire & Police Pension	124	William Blair Funds
60	Monks Inv. Trust			Norges Bank	95	Xerox Canada Employee Trust	Louisiana State Teachers	125	Wilmington International
61	New Jersey State			Nothern Telecom Pension Trust			Manulife Funds	126	Winnipeg Foundation
62	North Carolina Retirement			Nothern Trust			Marsico Funds	127	Xerox Canada Employee Trust
63	Nothern Trust			Pennsylvania Public School			Marvin & Palmer Funds	128	UAW Retiree Medical Benefits Trust
64	Ohio State Teacher Ret.			Pensionkassernes Adm.			Memorial Sloan Kettering Cancer Center		
65	Ontario Public Employee Ret.			PG&E Coporation Trusts			Microsoft Global Finance		

2011

Conforme descrito em 3.4, na Amostra da TR, ao longo de todo o ano de 2011, o mercado se tornou mais pessimista do que a mediana dos Analistas. A partir de 5/5, o mercado precificou a OGX abaixo do PA dos Analistas mais pessimistas. Os Analistas otimistas parecem ter ficado alienados do mercado e até mesmo da mediana de seus colegas. O que os Analistas estavam considerando que mercado parece ter questionado? Talvez a resposta esteja na credibilidade do *guidance*. De fato, alguns Analistas explicitamente relataram que “*nos últimos meses, com a desvalorização das ações da OGX, a credibilidade do grupo [EBX] estava sendo cada vez mais questionada (...)*”⁴⁹².

Gráfico 69 – Amostra da TR: Evolução da Mediana, Máximo e Mínimo do PA em 2011 (em R\$/ação, pré split)

Apesar da reação do mercado ao 3º D&M, a presença na AGE de fundos de pensão e soberanos aumentou em 2011 em relação a 2010. Aparentemente, investidores com horizonte de retorno de longo prazo, tanto em ações como nos Notes, divergiam das expectativas de mais curto prazo de outros investidores em ações que pressionavam o valor da OGXP3 ao longo de 2011.

⁴⁹² AUDI & FALANGA NETO, 2011a, p. 1.

Fundos que Participaram das AGEs em 2010 e a Última AGE de 2010

28/09/2010				01/12/2011			
1	Abu Dahbi Pension Fund	70	Morgan Stanley Funds	1	Abu Dahbi Pension Fund	70	Lifespan Corporation
2	Advanced Series Trust	71	Municipal Employees Fund Chicago	2	Aegon Funds	71	Lockheed Martin Co Ret Trust
3	Aegon Funds	72	National Council Social Security Council	3	AGF	72	Louisiana State Teachers
4	AGF	73	National Pension Service	4	Allianz	73	Lucent Technologies
5	Alaska Permanent Fund	74	Natixis Int'l Funds	5	American Legacy Foundation	74	Manulife Funds
6	Alberta Teachers Ret. Fund	75	New Mexico Public Employee Ret.	6	Amundi Funds	75	Marsico Funds
7	American Legacy Foundation	76	Norges Bank	7	Anthem Insurance Co.	76	MELLON BANK Funds
8	Amundi Funds	77	North Dakota State Inv. Board	8	ARMY & AIR FORCE RET TR	77	Memorial Sloan Kettering Cancer Center
9	Anthem Insurance Co.	78	Nothern Telecom Pension Trust	9	Ascetion Health	78	Michigan State Municipal Emp Ret Sys
10	ARMY & AIR FORCE RET TR	79	Nothern Trust	10	AT&T Trust	79	Microsoft Global Finance
11	Artha Master Fund	80	Ohio State Teacher Ret.	11	ATWILL	80	MISSOURI STATE EMP RET SYS
12	Ballie Gifford Funds	81	Ontario Public Employee Ret.	12	AXA	81	Monetary Authority of Singapore
13	Bank of Japan Funds & Trusts	82	OTPP	13	Baillie Gifford Funds	82	Monks Inv. Trust
14	Brooklyn Union Gas Employee Ret.	83	Panagora Group Trust	14	Baker Hughes Inc. Trust	83	Morgan Stanley Funds
15	Caisse Depot Quebec	84	Pennsylvania Public School	15	Baltimore Fire & Police Empl Ret Sys	84	National Elevator Ind Pension Plan
16	California Endowment	85	Philadelphia City Public Empl. Ret.	16	Bank Of Korea	85	National Pension Service
17	California State Teachers	86	Prudential	17	Bank Of Ny Mellon Co Ret Plans	86	National Social Security Council

18	California Wellness Foundation	87	Railway Pension	18	Baron Funds	87	New Zealand Superannuation Fund
19	Canada Pension Plan Inv. Board	88	Raytheon Co.	19	Bayer Co. Trust	88	Norges Bank
20	Cathay United Bank	89	Régime Rentes Mouvement Caisse Populaires	20	Bell Atlantic Trust	89	Nothern Trust
21	Catholic Helath Initiatives	90	Rockefeller Foundation	21	Bellsouth Co. Trust	90	NY CITY DEF. COMP. PLAN
22	CEDARS-SINAI MEDICAL CENTER	91	Rohm & Haas Trust	22	Blackrock Funds	91	NY STATE TEACHER RET SYS
23	CIBC Fund	92	Royal Bank of Scotland Funds	23	BOEING CO EMPLOYEE	92	OHIO PUBLIC EMP RET SYS
24	Clough Global Funds	93	Russel Funds	24	British Airways	93	OHIO SCHOOL EMP RET SYS
25	Columbia Marsico Funds	94	S&P LA ETF	25	BRITISH COLUMBIA INV. MGT CO	94	Ohio State Teacher Ret.
26	Cook County Employee	95	San Diego County	26	BRUNEI INVESTMENT AGENCY	95	Oregon State
27	Cox Entreprises	96	Schwab Funds	27	BT PENSION SCHEME	96	OTPP
28	Credit Agricole Asset	97	SHELL PENSION TRUST	28	Caisse Depot Quebec	97	Panagora Group Trust
29	Davis Funds	98	Southern CA Edison Nuclear	29	California Endowment	98	Pennsylvania Public School
30	DGAN Em. Mkt Fund	99	Spectrum Trust	30	California State Public Employee	99	PENNSYLVANIA STATE EMP. RET SYS
31	Driehaus Fund	100	Squadra Funds	31	California State Teachers	100	Pensionkassernes Adm.
32	EDINBURGH COUNCIL	101	SSGA Funds	32	Canada Pension Plan Inv. Board	101	PG&E Coporation Trusts
33	Evangelical Lutheran Church	102	State Farm Funds	33	CANADIAN MASTER TRUST FUND	102	PHILADELPHIA CITY PUB EMPL. RET SYS.
34	Fidelity Funds	103	State Street	34	CARGILL INC Funds	103	Prudential
35	Frank Russell	104	Strathclyde Pension	35	Catholic Helath Initiatives	104	PUBLIC SECTOR PENSION INV BOARD

36	FRANKLIN TEMPLETON INV. FUNDS	105	Sumitomo	36	CIBC Fund	105	Pyramis Funds
37	Fundação Eletrobrás	106	Syracuse Univercity	37	COLLEGE RET. EQUITIES FUND	106	Railway Pension
38	Fundamental Value Fund	107	TAIWAN BUSINESS BANK	38	Cook County Employee	107	Régime Rentes Mouvement Caisse Populaires
39	General Motors of Canada trust	108	Telecordia Technologies	39	Cox Entreprises	108	Robeco Funds & Trusts
40	Genesis Em. Mkt. For Canada	109	TENASKA INVESTMENT FUND	40	Davis Funds	109	ROTHSCHILD BANQUE
41	Guidestone Funds	110	Texas Education Agency	41	Driehaus Fund	110	Royal Bank of Scotland Funds
42	Harbor Capital	111	Texas State Employees	42	DTE FUNDS & TRUSTS	111	Russel Funds
43	Hewlett-Packard Co. Trust	112	Texas State Teachers	43	EATON VANCE RET FUNDS & TRUSTS	112	S&P LA ETF
44	Houston Firefighters Ret.	113	Texas State University	44	Em. Mkts Funds	113	SAN DIEGO GAS & ELEC CO
45	IBM	114	Threadneedle Funds	45	Evangelical Lutheran Church	114	Schwab Funds
46	Idaho Public Employee Ret.	115	TRW Automotive Trust	46	FAMANDSFORENINGEN PENSAM INVEST	115	SHELL PENSION TRUST
47	Illinois State Board	116	UBS Funds	47	Fidelity Funds	116	Southern CA Edison Nuclear
48	Illinois State Teachers	117	United Airlines	48	FIREFIGHTERS RETIREMENT SYS	117	SSGA Funds
49	Imperial Em. Economies	118	Van Kampen Funds	49	FLORIDA RET. SYS TRUST FUND	118	State Farm Funds
50	ING Funds	119	Vanguard Funds	50	Ford Motors Trusts	119	State Street
51	Iowa Public Empl. Ret.	120	Washington State Inv. Board	51	FRANKLIN TEMPLETON INV. FUNDS	120	Telecordia Technologies
52	Ishares MSCI	121	Wellington Trust	52	General Conf. Seventh-Day Adv.	121	TENASKA INVESTMENT FUND
53	John Hancock Funds	122	West Virginia Inv. Mgmt. Board	53	Genesis Em. Mkt. For Canada	122	TENNESSEE VALLEY AUT RET SYS

54	JPM Funds	123	WESTERN PENNSYLVANIA PENSION FUND	54	GMO FUNDS	123	Texas Education Agency
55	Kansas Public Employee Ret.	124	William Blair Funds	55	Goldman Sachs Trusts	124	Texas State Employees
56	Laudus Funds	125	WILMINGTON INTERNATIONAL	56	Harbor Trusts & Funds	125	Texas State Teachers
57	Lifespan Corporation	126	Winnipeg Foundation	57	Hewlett-Packard Co. Trust	126	Texas State University
58	Loomy Sayles Fund	127	Xerox Canada Employee Trust	58	HSBC Funds	127	TIAA-CREF FUNDS
59	Los Angeles Fire & Police Pension	128	UAW Retiree Medical Benefits Trust	59	IBM	128	Unibanco Fundos
60	Louisiana State Teachers			60	Idaho Public Employee Ret.	129	Univ. of Notre Dame Du Lac
61	Manulife Funds			61	Illinois State Board	130	UPS GROUP TRUST
62	Marsico Funds			62	ING Funds	131	UAW Retiree Medical Benefits Trust
63	Marvin & Palmer Funds			63	Ishares MSCI	132	Vanguard Funds
64	MEMORIAL SLOAN KETTERING CANCER CENTER			64	Janus Funds	133	Votorantim Fundos
65	Microsoft Global Finance			65	John Hancock Funds	134	Wellington Trust
66	Minnesota Mining Employee Ret. Fund			66	JPM Funds	135	West Virginia Inv. Mgmt. Board
67	MOLSON COORS (UK) PENSION PLAN			67	Kansas Public Employee Ret.	136	William Blair Funds
68	Monetary Authority of Singapore			68	Laudus Funds	137	Wilmington International
69	Monks Inv. Trust			69	Legg Mason Global Funds	138	Wyoming State Treasurer

2012

Os indicadores da Amostra TR indicam que os Analistas pessimistas mantiveram suas apostas no valor da OGXP3 até junho, enquanto a mediana e os otimistas ajustaram seus PAs em junho, mas ainda os mantiveram acima do valor de mercado da OGXP3. O otimismo da mediana dos PAs no 1S2012 pode ter ajudado a viabilizar a emissão do segundo Note da OGX no fim de março.

O *write-off* de R\$ 196 milhões do 4T2011, divulgado em 2012, poderia ter sido um sinal negativo para os financiadores, pois indicava que o valor contábil dos ativos poderia vir a sofrer novas revisões afetando o risco de crédito. Entretanto, conforme descrito na seção 3.5, o valor do OGXPBZ18 não foi afetado e a segunda emissão da OGX A captação, via OGX Áustria teve custo em linha com ao da anterior (8,5%, com vencimento em 2018)⁴⁹³. A segunda captação em menos de 12 meses atestava o *“sólido acesso da Empresa ao mercado de financiamentos, que poderiam ser garantidos pelos seus ativos em Campos e pelo início de sua produção.”*⁴⁹⁴

O interesse de investidores com visão de longo prazo não era apenas na OGX, mas no Grupo X. Entre março e maio de 2012, o fundo soberano de Abu Dhabi (Mubadala) e a GE adquiriam 5,63% e 0,8% das ações de empresa controladora da EBX (a *Centennial Asset Brazil Equity Fund* ou “CABEF”) com uma avaliação entre US\$ 35,5 (R\$ 64,4) e 37,5 (R\$ 76,4) bilhões, respectivamente. As participações societárias na OGX, OSX, MPX e LLX que a CABEF detinha foram estimadas na época em R\$ 24,8 bilhões, o que representava um prêmio de 208% pago pela GE⁴⁹⁵. Na época, Jeff Immelt, CEO mundial da GEO, classificou a EBX como *“um dos mais importantes e dinâmicos grupos do Brasil e do mundo.”* O acordo reforçaria e criaria oportunidades de expansão de negócios das duas empresas em todo o mundo⁴⁹⁶.

⁴⁹³ AUDI & FALANGA NETO [2012e].

⁴⁹⁴ AUDI & FALANGA NETO, 2012e, p. 1.

⁴⁹⁵ Estimativa do Jornal Valor Econômico (VALENTI, G. “Vale mais. Ainda Vale Mais”, 28/5/2012, seção Empresas).

⁴⁹⁶ “GE compra fatia da EBX e confirma valor de US\$ 300 milhões”, *Jornal Valor Econômico*, 24/05/2012, Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/2674528>. Acesso em 4/12/2018.

Gráfico 70 – Amostra da TR: Evolução da Mediana, Máximo e Mínimo do PA em 2012 (em R\$/ação, pré split)

Entretanto, os fundos de pensão internacionais, cuja participação na AGE chegou a um pico em 26/4/2012, começou a se reduzir drasticamente.

Fundos que Participaram das AGEs em 2010 e a Última AGE de 2012

01/12/2011				26/04/2012				06/08/2012	
1	Abu dahbi pension fund	71	Lockheed martin co ret trust	1	Abu dahbi pension fund	71	J&J P. F.	1	Abu dahbi pension fund
2	Aegon funds	72	Louisiana state teachers	2	Advanced series trust	72	JPM Funds	2	Alaska permanent fund
3	Agf	73	Lucent technologies	3	Alaska permanent fund	73	KODAK P.F.	3	Allianz
4	Allianz	74	Manulife Funds	4	Allianz	74	Laudus Funds	4	Amundi Funds
5	American legacy foundation	75	Marsico funds	5	Amundi funds	75	Legg Mason Global Funds	5	Ascetion health
6	Amundi funds	76	Mellon bank funds	6	Anthem insurance co.	76	Lifespan Corporation	6	At&t trust
7	Anthem insurance co.	77	Memorial sloan kettering cancer center	7	Ascetion health	77	Louisiana State Teachers	7	Axa
8	Army & air force ret tr	78	Michigan state municipal emp ret sys	8	Ashmore funds	78	LUCENT TECHNOLOGIES	8	Baillie gifford funds
9	Ascetion health	79	Microsoft global finance	9	At&t trust	79	Manulife Funds	9	Bank of japan funds & trusts
10	At&t trust	80	Missouri state emp ret sys	10	Atwill	80	MARKS & SPENCER P. SCHEME	10	Bank of korea
11	Atwill	81	Monetary authority of singapore	11	Axa	81	Marsico Funds	11	Barring fund
12	Axa	82	Monks inv. Trust	12	Baillie gifford funds	82	MELLON BANK funds	12	Bayer co. Trust
13	Baillie gifford funds	83	Morgan stanley funds	13	Baltimore fire & police empl ret sys	83	MEMORIAL SLOAN KETTERING CANCER CENTER	13	Bellsouth co. Trust
14	Baker hughes inc. Trust	84	National elevator ind pension plan	14	Bank of japan funds & trusts	84	MICHIGAN STATE MUNICIPAL EMP RET SYS	14	Blackrock funds

15	Baltimore fire & police empl ret sys	85	National pension service	15	Bank of korea	85	Microsoft Global Finance	15	British airways
16	Bank of korea	86	National social secutirity council	16	Bank of ny mellon co ret plans	86	MISSOURI STATE EMP RET SYS	16	British coal staff superannuation sc.
17	Bank of ny mellon co ret plans	87	New zealand superannuation fund	17	Barring fund	87	MISSOURI STATE PUBL EDUCATION EMP RET SYS	17	British columbia inv. Mgt co
18	Baron funds	88	Norges bank	18	Bayer co. Trust	88	MISSOURI STATE PUBL SCHOOL EMP RET SYS	18	Brunei investment agency
19	Bayer co. Trust	89	Nothern trust	19	Bell atlantic trust	89	Monetary Authority of Singapore	19	Bt pension scheme
20	Bell atlantic trust	90	Ny city def. Comp. Plan	20	Bellsouth co. Trust	90	Morgan Stanley Funds	20	Caisse depot quebec
21	Bellsouth co. Trust	91	Ny state teacher ret sys	21	Blackrock funds	91	NATIONAL ELEVATOR IND PENSION PLAN	21	California endowment
22	Blackrock funds	92	Ohio public emp ret sys	22	Boeing co employee	92	NATIONAL WESTMINSTER BANK Trusts & Funds	22	California state public employee
23	Boeing co employee	93	Ohio school emp ret sys	23	British airways	93	NEW JERSEY STATE PENSION FUND	23	Canada pension plan inv. Board
24	British airways	94	Ohio state teacher ret.	24	Brunei investment agency	94	New Mexico Public Emp. Ret.	24	Canadian master trust fund
25	British columbia inv. Mgt co	95	Oregon state	25	Bt pension scheme	95	New Mexico State Educational Ret. Board	25	Church commissioners for england
26	Brunei investment agency	96	Otp	26	Cadbury pension trust	96	NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	26	College ret. Equities fund
27	Bt pension scheme	97	Panagora group trust	27	Caisse depot quebec	97	Norges Bank	27	Cook county employee

28	Caisse depot quebec	98	Pennsylvania public school	28	California endowment	98	Nothern Trust	28	Davis funds
29	California endowment	99	Pennsylvania state emp. Ret sys	29	California state public employee	99	NY CITY DEF. COMP. PLAN	29	Driehaus fund
30	California state public employee	100	Pensionkassernes adm.	30	Canada pension plan inv. Board	100	NY STATE TEACHER RET SYS	30	Eaton vance ret funds & trusts
31	California state teachers	101	Pg&e coporation trusts	31	Canadian master trust fund	101	OHIO PUBLIC EMP RET SYS	31	Em. Mkts funds
32	Canada pension plan inv. Board	102	Philadelphia city pub empl. Ret sys.	32	Cargill inc funds	102	Ohio State Teacher Ret.	32	Evangelical lutheran church
33	Canadian master trust fund	103	Prudential	33	Catholic helath initiatives	103	Ontario Public Employee Ret.	33	Fidelity funds
34	Cargill inc funds	104	Public sector pension inv board	34	Cibc fund	104	OREGON STATE	34	Florida ret. Sys trust fund
35	Catholic helath initiatives	105	Pyramis funds	35	College ret. Equities fund	105	OTPP	35	Ford motors trusts
36	Cibc fund	106	Railway pension	36	Connecticut state r. Plans & trust	106	Panagora Group Trust	36	Franklin templeton inv. Funds
37	College ret. Equities fund	107	Régime rentes mouvement caisse populaires	37	Cook county employee	107	PARKER HANNIFIN TRUST	37	Frontegra hexam em. Mkts fund
38	Cook county employee	108	Robeco funds & trusts	38	Cox entreprises	108	Pensionkassernes Adm.	38	Genesis em. Mkt. For canada
39	Cox entreprises	109	Rothschild banque	39	Dallas city empl. Ret. Fund	109	PHILIPS ELECTRONICS NORTH AM CO R.T.	39	Goldman sachs trusts
40	Davis funds	110	Royal bank of scotland funds	40	Davis funds	110	PICTET FUNDS	40	Harmsworth pension scheme
41	Driehaus fund	111	Russel funds	41	Driehaus fund	111	Prudential	41	Hewlett-packard co. Trust
42	Dte funds & trusts	112	S&p la etf	42	Eaton vance ret funds & trusts	112	Pyramis Funds	42	Ibm
43	Eaton vance ret funds & trusts	113	San diego gas & elec co	43	Em. Mkts funds	113	Railway Pension	43	Ibrd p.plan

44	Em. Mkts funds	114	Schwab funds	44	Fidelity funds	114	REGIME RENTES MOUVEMENT DESJARDINS	44	Idaho public employee ret.
45	Evangelical lutheran church	115	Shell pension trust	45	Firefighters retirement sys	115	Robeco Funds & Trusts	45	Illinois state board
46	Famandsforeningen pensam invest	116	Southern ca edison nuclear	46	Florida ret. Sys trust fund	116	Rockefeller Foundation	46	Ing funds
47	Fidelity funds	117	Ssga funds	47	Ford motors trusts	117	ROTHSCHILD BANQUE & FUND	47	Ishares msci
48	Firefighters retirement sys	118	State farm funds	48	Franklin templeton inv. Funds	118	Royal Bank of Scotland Funds	48	Janus funds
49	Florida ret. Sys trust fund	119	State street	49	Frontegra hexam em. Mkts fund	119	S&P LA ETF	49	John deere pension trust
50	Ford motors trusts	120	Telecordia technologies	50	General conf. Seventh-day adv.	120	SAN DIEGO GAS & ELEC CO	50	John hancock funds
51	Franklin templeton inv. Funds	121	Tenaska investment fund	51	Genesis em. Mkt. For canada	121	Schwab Funds	51	Johnson & johnson p. F.
52	General conf. Seventh- day adv.	122	Tennessee valley aut ret sys	52	Gmo funds	122		52	Jpm funds
53	Genesis em. Mkt. For canada	123	Texas education agency	53	Goldman sachs trusts	123	SHELL PENSION TRUST	53	Kansas public employee ret.
54	Gmo funds	124	Texas state employees	54	Harbor trusts & funds	124	Southern CA Edison Nuclear	54	Louisiana state teachers
55	Goldman sachs trusts	125	Texas state teachers	55	Harmsworth pension scheme	125	SSGA Funds	55	Lucent technologies
56	Harbor trusts & funds	126	Texas state university	56	Hewlett-packard co. Trust	126	State Street	56	Manulife funds
57	Hewlett-packard co. Trust	127	Tiaa-cref funds	57	Hsbc funds	127	STICHTING FUNDS	57	Mellon bank funds
58	Hsbc funds	128	Unibanco fundos	58	Ibm	128	Telecordia Technologies	58	Microsoft global finance
59	Ibm	129	Univ. Of notre dame du lac	59	Ibrd p.plan	129	TENASKA INVESTMENT FUND	59	Mineworkers' pension scheme

60	Idaho public employee ret.	130	Ups group trust	60	Idaho public employee ret.	130	TENNESSEE VALLEY AUT RET SYS	60	Missouri state emp ret sys
61	Illinois state board	131	Uaw retiree medical benefits trust	61	Illinois state board	131	Texas State Teachers	61	Missouri state publ education emp ret sys
62	Ing funds	132	Vanguard funds	62	Illinois state teachers	132	TIAA-CREF FUNDS	62	Missouri state publ school emp ret sys
63	Ishares MSCI	133	Votorantim Fundos	63	INDIANA STATE PUB. EM. RET. FUND	133	UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST	63	Monetary Authority of Singapore
64	Janus funds	134	Wellington trust	64	Ing funds	134	United Airlines	64	Morgan stanley funds
65	John hancock funds	135	West virginia inv. Mgmt. Board	65	Invesco developing mks fund	135	UNIV. OF MICHIGAN	65	National elevator ind pension plan
66	Jpm funds	136	William blair funds	66	Iowa public emp ret sys	136	UNIV. OF MISSOURI R. PL	66	National pension service
67	Kansas public employee ret.	137	Wilmington international	67	Ishares msci	137	UNIV. OF PITTSBURGH MEDICAL CENTER	67	National social secutirity council
68	Laudus funds	138	Wyoming state treasurer	68	Janus funds	138	Vanguard Funds	68	National westminster bank trusts & funds
69	Legg mason global funds			69	John deere pension trust	139	West Virginia Inv. Mgmt. Board	69	New jersey state pension fund
70	Lifespan corporation			70	John hancock funds	140	William Blair Funds	70	New zealand superannuation fund

2013

Os investidores e a mediana dos Analistas da Amostra TR parecem não ter concedido muito crédito aos novos Executivos após a substituição do CEO em junho de 2012.

Gráfico 71 – Amostra da TR: Evolução da Mediana e Mínimo do PA em 2013 (em R\$/ação, pré split)

A participação de fundos de pensão nas AGEs se reduziu drasticamente em 2013.

Fundos que Participaram das AGEs em 2010 e a Última AGE de 2013

06/08/2012				29/04/2013		12/09/2013	
1	Abu Dahbi Pension Fund	53	Kansas Public Employee Ret.	1	Abu Dahbi Pension Fund	1	Bank of Japan Funds & Trusts
2	Alaska Permanent Fund	54	Louisiana State Teachers	2	Advanced Series Trust	2	BELLSOUTH CO. TRUST
3	Allianz	55	LUCENT TECHNOLOGIES	3	Alaska Permanent Fund	3	California State Public Employee
4	Amundi Funds	56	Manulife Funds	4	AT&T Trust	4	Canada Pension Plan Inv. Board
5	Ascetion Health	57	MELLON BANK Funds	5	Bank of Japan Funds & Trusts	5	COLLEGE RET. EQUITIES FUND
6	AT&T Trust	58	Microsoft Global Finance	6	BELLSOUTH CO. TRUST	6	Cook County Employee
7	AXA	59	Mineworkers' Pension Scheme	7	Blackrock Funds	7	Em. Mkts Funds
8	Baillie Gifford Funds	60	Missouri State Emp Ret Sys	8	British Airways	8	Evangelical Lutheran Church
9	Bank of Japan Funds & Trusts	61	Missouri State Publ Education Emp Ret Sys	9	Caisse Depot Quebec	9	Fidelity Funds
10	BANK OF KOREA	62	Missouri State Publ School Emp Ret Sys	10	California State Public Employee	10	Ford Motors Trusts
11	Barring Fund	63	Monetary Authority Of Singapore	11	Canada Pension Plan Inv. Board	11	Illinois State Board
12	BAYER CO. TRUST	64	Morgan Stanley Funds	12	COLLEGE RET. EQUITIES FUND	12	Ishares MSCI
13	BELLSOUTH CO. TRUST	65	NATIONAL ELEVATOR IND PENSION PLAN	13	Cook County Employee	13	Manulife Funds
14	Blackrock Funds	66	National Pension Service	14	EATON VANCE RET FUNDS & TRUSTS	14	MELLON BANK funds
15	British Airways	67	National Social Secutirity Council	15	Em. Mkts Funds	15	National Pension Service
16	BRITISH COAL STAFF SUPERANNUATION SC.	68	NATIONAL WESTMINSTER BANK Trusts & Funds	16	Evangelical Lutheran Church	16	Norges Bank
17	BRITISH COLUMBIA INV. MGT CO	69	NEW JERSEY STATE PENSION FUND	17	Fidelity Funds	17	NY STATE TEACHER RET SYS

18	BRUNEI INVESTMENT AGENCY	70	NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	18	Ford Motors Trusts	18	OHIO PUBLIC EMP RET SYS
19	BT PENSION SCHEME	71	Norges Bank	19	IBM	19	Southern CA Edison Nuclear
20	Caisse Depot Quebec	72	Nothern Trust	20	Idaho Public Employee Ret.	20	SSGA Funds
21	California Endowment	73	NY CITY DEF. COMP. PLAN	21	Illinois State Board	21	State Street
22	California State Public Employee	74	NY CITY GROUP TRUST	22	Ishares MSCI	22	Texas State Teachers
23	Canada Pension Plan Inv. Board	75	OHIO PUBLIC EMP RET SYS	23	Janus Funds	23	UPS GROUP TRUST
24	CANADIAN MASTER TRUST FUND	76	Ohio State Teacher Ret.	24	John Hancock Funds	24	Vanguard Funds
25	CHURCH COMMISSIONERS FOR ENGLAND	77	Ontario Public Employee Ret.	25	Kansas Public Employee Ret.	25	Wells Fargo
26	COLLEGE RET. EQUITIES FUND	78	OREGON STATE	26	Manulife Funds		
27	Cook County Employee	79	OTPP	27	Microsoft Global Finance		
28	Davis Funds	80	Panagora Group Trust	28	Monetary Authority of Singapore		
29	Driehaus Fund	81	Pensionkassernes Adm.	29	Morgan Stanley Funds		
30	EATON VANCE RET FUNDS & TRUSTS	82	PICTET FUNDS	30	Municipal Employees Fund Chicago		
31	Em. Mkts Funds	83	Pyramis Funds	31	National Social Secutirity Council		
32	Evangelical Lutheran Church	84	REGIME RENTES MOUVEMENT DESJARDINS	32	New Mexico Public Emp. Ret.		
33	Fidelity Funds	85	ROTHSCHILD BANQUE & FUND	33	New Mexico State Inv. Council		
34	FLORIDA RET. SYS TRUST FUND	86	Royal Bank Of Scotland Funds	34	NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND		

35	Ford Motors Trusts	87	Schwab Funds	35	Norges Bank		
36	FRANKLIN TEMPLETON INV. FUNDS	88	SHELL PENSION TRUST	36	Nothern Trust		
37	FRONTEGRA HEXAM EM. MKTS FUND	89	SIERRA PACIFIC RESOURCES RET PLAN	37	NY CITY GROUP TRUST		
38	Genesis Em. Mkt. For Canada	90	Southern CA Edison Nuclear	38	NY STATE TEACHER RET SYS		
39	Goldman Sachs Trusts	91	SSGA Funds	39	OHIO PUBLIC EMP RET SYS		
40	HARMSWORTH PENSION SCHEME	92	TIAA-CREF FUNDS	40	Panagora Group Trust		
41	Hewlett-Packard Co. Trust	93	UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST	41	PHILADELPHIA CITY PUB EMPL. RET SYS.		
42	IBM	94	UNIV. OF MICHIGAN	42	SAN DIEGO GAS & ELEC CO		
43	IBRD P.Plan	95	UNIV. OF MISSOURI R. PL	43	Schwab Funds		
44	Idaho Public Employee Ret.	96	UPS GROUP TRUST	44	SEVENTH SWEDISH NATIONAL P. F.		
45	Illinois State Board	97	Vanguard Funds	45	Southern CA Edison Nuclear		
46	ING Funds	98	William Blair Funds	46	SSGA Funds		
47	Ishares MSCI	99	WYOMING STATE	47	State Street		
48	Janus Funds			48	Texas State Teachers		
49	JOHN DEERE PENSION TRUST			49	TIAA-CREF FUNDS		
50	John Hancock Funds			50	Vanguard Funds		
51	JOHNSON & JOHNSON P. F.			51	WASHINGTON STATE INV. BOARD		
52	JPM Funds			52	Wells Fargo		

5. Segunda Questão de Pesquisa

“Estruturas que não são percebidas nos aprisionam. Em contraste, aprender a enxergar a estrutura em que nós operamos é o começo do processo que pode nos libertar das forças que previamente não observávamos e que pode nos capacitar a trabalhar com elas para muda-las”.

SENGE, 2006, p. 71.

O SOP OGX e SOP AC, que a princípio foi interpretado como virtuoso instrumento de alinhamento de interesses, provou ser um poderoso Processo de Reforço que contribuiu para comprometer o futuro da OGX e, por conseguinte, a OSX também.

A Heroína Gerencial gerada pelas sub e sobrevalorizações, combinadas com o SOPs, se manifestou publicamente através do *guidance* e da intensiva e dispersa campanha de E&P com uma agressiva Agenda de Catalisadores. Foram 115 perfurações em 6 bacias diferentes com 51 blocos que consumiram R\$ 13,8 bilhões em investimentos. A crescente complexidade da campanha potencializou a assimetria informacional, que por sua vez promoveu comportamentos oportunistas para os Executivos. Manipulação e ocultação de informações, investimentos arriscados, uso de informação privilegiada e apropriações indevidas podem estar entre as Condutas de Valor que a Estrutura de Governança disfuncional da OGX promoveu.

Atrasos e percalços são característicos de todos sistemas complexos, entretanto, a Agenda de Catalisadores parecia ignorar este fato com metas arrojadas. Todavia, estas mesmas metas constituíram as bases de um Processo de Balanceamento que alertou os investidores mais atentos e racionais que o *guidance* era excessivamente otimista. O 2º e o 3º D&M, as tentativas de *farm-out* em 2010 e 2013 (com Petronas), as projeções para o *ramp-up* da produção, os *write-offs*, e a disponibilidade de caixa da OGX foram marcos deste Processo de Balanceamento.

Enquanto a OGX estava na fase exploratória, parte dos investidores e Analistas podem ter sido mais tolerantes com os atrasos da Agenda de Catalisadores. Afinal, *“geologia é tudo menos uma ciência exata...”*⁴⁹⁷ Mas quando a Empresa entrou em fase operacional em março de 2012, os fluxos de produção do TBAZ indicavam que as metas para o *ramp-up* da produção, prometidas no IPO e incrementadas ao longo da campanha exploratória, se mostraram ser cada vez mais fisicamente inviáveis.

Do ponto de vista dos Analistas, o sucesso ou insucesso do *de-risking* era resumido quantitativamente em um único número: os PAs. Frente aos resultados muito aquém das metas que os próprios Executivos haviam definido para TBAZ, o Processo de Balanceamento funcionou como o freio de um carro em alta velocidade, no caso o Valor

⁴⁹⁷ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO, 2009f, p. 1.

de Mercado. Muitos Analistas, rapidamente, ajustaram seus PAs para patamares menores.

Simplesmente a OGX não demonstrava ter fluxos de produção, Recursos Contingentes ou Reservas suficientes para sustentar as metas do *ramp-up*. Os investidores reagiram e a desvalorização da OGXP3 combinada com sua crescente volatilidade aumentou a percepção e exposição ao risco da OGX e Partes Relacionadas. Não demorou para os primeiros Analistas alertarem que o caixa da OGX estava terminando ainda em 2012.

É importante ressaltar que as metas para o fluxo de TBAZ, estabelecidas pelos Executivos em fevereiro de 2011 (20 kbpd) poderiam ter sido muito mais conservadoras, e ainda seriam bem recebidas, pois haviam poucos campos no Brasil com produção acima de 10 kbpd/poço.

Analisando somente a vazão, não consideramos os valores tão ruins, mas a discrepância entre as expectativas do management e a realidade observada é gritante, fato que tira a credibilidade da empresa no mercado [Analista da corretora XP Investimentos em relatório]⁴⁹⁸.

Com a frustração com os fluxos de TBAZ, a percepção de risco de algum dos gatekeepers aumentou, e com elas vieram rebaixamento de PAs, os primeiros *write-offs* mais significativos, e no limite, a renúncia de membros do COAD.

Figura 8 – Sistema Dinâmico da OGX no Período de Destruição de Valor

Fonte: elaborado pelo Autor.

A Estrutura de Governança mostrou ser tão disfuncional, que mesmo após a troca do CEO (28/06/2012) e com o caixa terminando, a Agenda de Catalisadores continuou a

⁴⁹⁸ Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/2730190>.

crescer. Investidores, financiadores, fornecedores, e até alguns Executivos então buscaram liquidez ou demandaram garantias adicionais que acabaram por levar ao colapso da OGX e outras Partes Relacionadas.

Se por um lado, a desvalorização da OGXP3 e sua crescente volatilidade constituíram uma combinação letal para investidores mais conservadores, para outros pode ser um convite à especulação. A atuação de *flippers*, investidores que compraram ações só para vender em seguida e embolsar a valorização, aumentou consideravelmente no fim de 2012 e ao longo de 2013.

Gráfico 72 – Volume de Day-Trade da OGXP3 e PETR4 como Percentual do VMD entre 2012 e 2013

Somou-se à dinâmica da OGX outro sistema: o da OSX. Estas duas empresas estavam ligadas através de três relações: cliente-fornecedor, em termos operacionais e financeiros; societária indireta, uma vez compartilhavam o mesmo acionista controlador; gestão, uma vez que os executivos de ambas empresas participavam dos Conselhos de Administração. Por um lado, A Heroína Organizacional que se instalou na OGX repercutiu na OSX, através da relação cliente-fornecedor. O agressivo *ramp-up* da OGX dependia também da disponibilidade dos equipamentos que a OSX se comprometeu a entregar. Atrasos na OSX implicavam em atrasos no *ramp-up* da OGX.

Por outro lado, o AC comprometeu parte de seu patrimônio na viabilidade da OSX: os empréstimos ponte para a construção de equipamentos e do estaleiro tiveram avais do

AC, incluindo como colateral suas posições na OGXP3; e, no difícil IPO da OSX⁴⁹⁹, em 16/03/12, o AC outorgou uma put de US\$ 1 bilhão, que poderia ser exercida em parcelas a partir do 2S2012 até 2013. Na época, a put foi uma sinalização importante aos bancos que negociavam o financiamento de R\$ 3 bilhões para a construção do estaleiro no Porto de Açu.

As dúvidas sobre o futuro da OGX que se agravaram a partir de 26/06/2012, refletidas nos valores de mercado da OGXP3 e dos Notes, afetaram a capacidade da OSX em captar financiamentos para as FPSOs. O Processo de Reforço da relação cliente-fornecedor se tornou um ciclo vicioso, potencializado pela relação societária indireta. Os aportes de capital que a put para a OSX exigia do AC antecedeu aqueles que o AC se comprometeu a fazer na OGX e não honrou. Para agravar o conflito de interesses, a OGX, já com severas limitações de caixa, honrou seus pagamentos à OSX, pois o Processo de Balanceamento da OSX era o cronograma de amortizações dos empréstimos ponte!

Ou seja, se por um lado, as encomendas superdimensionadas da OGX e seus cancelamentos impactaram a OSX, por outro lado, a estratégia de financiamento da OGX, composta por capital de risco e quase risco, foi comprometida pelo cronograma de amortizações dos financiamentos *asset-backed* da OSX.

A Heroína Organizacional da OGX afetou também investidores, financiadores, fornecedores e prestadores de serviços também. Como os maiores bancos nacionais e grandes fundos internacionais construíram exposições tão significativas ao Grupo X? Provavelmente, porque são instituições que também adotavam incentivos por metas e/ou SOPs.

Apesar do trânsito político do AC e dos membros do COAD, pode não ser coincidências que os grandes bancos estatais, BNDES, CEF e BB, que não tem SOPs, não assumiram exposição direta ao Grupo X. Um dos executivos entrevistados relatou que o BB, ao ser convidado a financiar alguma empresa do Grupo X, declinou rapidamente, alegando “não conheço o negócio O&G”.

Sintomas de Governança Disfuncional

Os indícios de Condutas de Valor na Governança Corporativa Disfuncional na OGX se manifestaram em:

- **Estratégias de entrincheiramento** como investimentos na perfuração, coleta de dados e interpretação de 51 blocos em 6 bacias diferentes, bem como investimentos em sinergias poucos transparentes com Partes Relacionadas, em destaque a OGX. Estratégias de entrincheiramento também incluem manipulações contábeis ou do valor de mercado para superestimar sua performance, que no caso da OGX pode ter

⁴⁹⁹ Segundo reportagem do JVE, no IPO da OSX, o intervalo da oferta foi definido entre R\$ 1.000 a R\$ 1.333 por ação, mas fechou por R\$ 800/ação. A oferta foi 44,4% menor (de 5,511 para 3,063 milhões de ações) do que se esperava e o AC teve de participar com US\$ 300 M, que representou 21,8% do total de R\$ 2.450,4 milhões (US\$ 1.373,2 milhões) captados (18/3/2010). Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/2570980>.

ocorrido através da emissão de FRs otimistas e adiamento de *write-offs* de poços. Tomar muito risco, especialmente quando a performance está aquém do esperado e os Executivos estão desesperados por “boas notícias” para os acionistas minoritários. Neste caso, os Executivos fazem arriscadas “apostas na ressurreição”, como pode ter sido o caso do *farm-in* do BM-C-37/38, BS-4 e da participação da OGX na 11ª Rodada da ANP.

Em relação às manipulações contábeis, algumas são legais, outras não, podendo requerer a cooperação de contadores, investidores, financiadores, empresas de rating e/ou parceiros comerciais. Manipulações servem para aumentar o valor das ações, o que aumenta o valor dos SOPs detidos pelos Executivos e membros do COAD.

- **Investimentos ineficazes e/ou extravagantes.** A perda do foco operacional parece também ter ocorrido na gestão direta da liquidez da Empresa. Por exemplo, a posição do caixa em 30/9/2012 (US\$ 2,5 milhões, ou R\$ 5,1 milhões) indicava que a Empresa poderia terminar 2013 com caixa próximo a zero (entre US\$ 400 a 500 milhões), segundo estimativas do SAN, BTG e IBBA. Em janeiro de 2013, a própria OGX viria a projetar que poderia terminar o ano de 2013 com US\$ 300 a 400 milhões em disponibilidades⁵⁰⁰.
- **Falta de transparência.** No artigo 18 da “Política de Divulgação e Uso de Informações para o Mercado” da OGX PETRÓLEO E GAS PARTICIPAÇÕES S.A., lia-se:

A OGX poderá divulgar previsões e/ou estimativas futuras de desempenho, apresentando, com clareza, as premissas que suportam tais projeções. Entretanto, caso haja alterações substanciais de mercado ou no plano de negócios da Companhia que justifiquem a revisão das previsões e/ou estimativas futuras, caberá ao Diretor de Relações com Investidores dar ampla e simultânea divulgação destas alterações ao Mercado na forma prevista no artigo 3o da Instrução CVM 358/2002 [Defesa de P. MALAN p. 190].

- **Benefícios Privados e Self Dealings.** *Self-dealing* legais incluem benefícios excessivos; escolha de seguidores (salas de eco) para posições executivas, ou ainda, isola executivos com posições divergentes; contratação de fornecedores caros por amizade ou reciprocidade pessoal. *Self-dealing* ilegais incluem uso de informação privilegiada, venda de ativos abaixo do valor de mercado para empresas relacionadas indiretamente aos executivos, roubos.

Estratégias de entrincheiramento e investimentos ineficazes são abordados na seção 5.1. Falta de transparência é abordada na seção 5.2. Benefícios privados e self-dealings são abordados na seção 5.3. A última seção, 5.4, discorre sobre potenciais conflitos de interesse entre o AC e a OGX através de Partes Relacionadas, em particular com a OSX.

⁵⁰⁰ AUDI & FALANGA NETO [2013ª].

5.1 Heroína Organizacional e Campanha Exploratória

“[N]ós não queremos maximizar o valor das ações da Berkshire na Bolsa. Em vez disso, nós desejamos que elas sejam transacionadas em um estreito intervalo centrado no valor intrínseco do valor do negócio... Charlie Munger e eu nos incomodamos tanto com uma significativa sobrevalorização quanto com uma significativa subvalorização.”

Warren Buffet, Berkshire Hathaway Annual Report, 1988, apud JENSEN, 2005, p. 5.

(...) [N]aquele tempo, Itaguaí, que como as demais vilas, arraiais e povoações da colônia, não dispunha de imprensa, tinha dois modos de divulgar uma notícia: ou por meio de cartazes manuscritos e pregados na porta da câmara e da matriz; ou por meio da matraca. Eis que consistia este segundo uso. Contratava-se um homem, por um ou mais dias, para andar as ruas do povoado, com uma matraca na mão. De quando em quando tocava a matraca, reunia-se gente, e ele anunciava o que incumbiam, - um remédio para sezões, umas terras lavradas, um soneto, um donativo eclesiástico, a melhor tesoura da via, o mais belo discurso do ano, etc. O sistema tinha inconvenientes para a paz pública, mas era conservado pela grande energia de divulgação que possuía. Por exemplo, um dos vereadores, - aquele justamente que se opusera à criação da Casa Verde⁵⁰¹, - desfrutava a reputação de perfeito educador de cobras e macacos, e aliás nunca domesticara um só destes bichos; mas, tinha o cuidado de fazer trabalhar a matraca todos os meses. E dizem as crônicas que algumas pessoas afirmavam ter visto cascavéis dançando no peito do vereador; afirmação perfeitamente falsa, mas só devida a extrema confiança no sistema. Verdade, verdade; nem todas as instituições do antigo regime, mereciam o desprezo do nosso século.”

ASSIS, M., O Alienista, p. 36.

Conforme discutido no Capítulo 1 (1.4), sobrevalorizações excessivas podem ter comprometido a gestão e a eficácia da governança corporativa da OGX através da Heroína Organizacional. As não menos nefastas subvalorizações, por sua vez, também podem ter, em um primeiro momento, alimentado a Heroína Organizacional, e em 2013 podem ter comprometido a financiabilidade da OGX, pois além das ações do AC que

⁵⁰¹ No conto de Machado de Assis, a Casa Verde era um manicômio, criada “por um certo médico, o Dr. Simão Bacamarte, filho da nobreza da terra e o maior dos médicos do Brasil, de Portugal e das Espanhas” [p. 19].

poderiam constituir garantias em empréstimos (caução de ações), o baixo valor da OGXP3 poderia ter inviabilizado novas captações (*follow-ons*).

No IPO e até 25/6/2008, Executivos e membros do COAD testemunharam os valores milionários de seus SOPs e o patrimônio bilionário do AC. Logo em seguida, na correção depreciativa de 26/6 a 6/11/2008, os Gestores assistiram os valores de seus patrimônios serem depreciados para níveis irrisórios, antes mesmo da campanha exploratória começar. Diante de uma subvalorização acentuada, com ápice em 6/11/2008, os Executivos e AC podem ter assumido elevados riscos ao divulgar estimativas excessivamente otimistas e prematuras, além de diversificar a campanha em novas regiões para reverter a percepção dos investidores, a ponto de promover até uma sobrevalorização entre 2009, 2010 e 2011. Durante o Rally, após 6/11/2008 até 15/10/2010, os investidores endossaram esta implementação e o patrimônio dos Gestores não apenas se recuperou, mas se apreciou além do que parecia ser factível durante os momentos de sobrevalorização.

Mas à medida que surgiam indícios de excesso de otimismo, combinados com a falta de informações convincentes sobre o *de-risking*, a reação dos investidores reajustaria o Valor de Mercado significativamente, gerando bases para novas e longas subvalorizações. Era preciso expandir a Agenda de Catalisadores. Em 28/06/2012, após a decepção com os fluxos de TBAZ, quando o “otimista” Paulo Mendonça foi substituído pelo “conservador” Luiz Carneiro, o *guidance* mudou na forma, mas não na essência, uma vez que a estrutura de incentivos não havia sido alterada⁵⁰². A Agenda de Catalisadores continuou a crescer e se diversificar geograficamente, incluindo o *farm-in* do BS-4 (26/11/2012) e a participação na 11ª Rodada (14 e 15/05/2013), quando a Empresa já estava com caixa limitado. Entre julho de 2012 e março de 2013, a OGX, sob gestão de Luiz Carneiro investiu R\$ 4,51 bilhões (32,7% do total), uma média de R\$ 1,50 bilhão por trimestre contra R\$ 755 milhões por trimestre de Paulo Mendonça (entre 3T2009 a 2T2012).

Uma vez instalada, seria difícil reverter a dinâmica da Heroína Organizacional que contribuiria para a crise de liquidez na OGX e em algumas Partes Relacionadas (OSX, LLX, MMX).

Como discutido no Capítulo 1, o *de-risking* do portfólio da OGX, como qualquer outra empresa de E&P, era crucial para geração (ou destruição) de Valor de Mercado, pois: determina possível volume de produção, timing e viabilidade financeira (despesas operacionais (“OPEX”) e investimentos (“CAPEX”). Acesso à infraestrutura e equipamentos de exploração e produção também são críticos no *de-risking*. Considerando os 51 poços planejados no IPO e os 115 efetivamente perfurados até 2013, a OGX e seus Executivos pareciam estar comprometidos no *de-risking* e na identificação de novos prospectos. A OGX concentrou a Campanha em Campos (onde os Executivos tinham maior experiência) e na Parnaíba (GN), onde investiu em JV com MPX e outros sócios.

⁵⁰² Entre março de 2010 e junho de 2012, Luiz Carneiro, enquanto CEO da OSX, publicou apenas 5 FRs e 25 CMs, enquanto que Paulo Mendonça, CEO da OGX publicou 63 FRs e 46 CMs. Na gestão de Carneiro, a OGX publicou 21 FRs e 28 CMs.

Tabela 53 – Perfurações: Planejadas em 2008 x Realizadas até 2013

	Plano	%Plano	Real	%Real
Campos	27	52,9%	61	53,0%
Santos	14	27,5%	16	13,9%
Parnaíba	-	0,0%	24	20,9%
ES	6	11,8%	5	4,3%
PA-MA	4	7,8%	5	4,3%
Total	51	100,0%	115	100,0%

As perfurações começaram em agosto de 2009, e já em 2010 extrapolava o número de perfuração planejadas. Em apenas dois anos, 2010 e 2011, a OGX perfurou 70 poços contra 38 planejados. Este esforço concentrado pode estar relacionado à necessidade de confirmar os 10,0 bboe que o AC afirmou existir na famosa entrevista de 15/04/2010. Essa confirmação era importante não apenas para viabilizar o *farm-out* e confirmar o *de-risking* do portfólio, mas também o futuro da credibilidade do *guidance*.

Gráfico 73 – Evolução das Perfurações e dos Relatórios D&M: Planejado em 2008 x Realizado até 2013

De fato, a intensa campanha exploratória da OGX gerou as informações para a publicação do 3º D&M em abril de 2011. Nos três relatórios, não houve recursos classificados como Reservas, mas houve sim, no 3º D&M, a reclassificação de 3,1 bboe

(sendo 3,0 bboe em Campos) para Recursos Contingentes, que poderiam ser interpretados como proxies para Reservas se o processo de exploração (perfurações e TLDs) continuasse a apresentar resultados promissores.

Tabela 54 – Resumo dos Três Relatórios de Avaliação da D&M

Relatórios	IPO 2008 (3/2008)		2º D&M (10/2009)				3º D&M (4/2011)		
	RPL	POS	RPL	POS	Var. IPO	Var.% IPO	RPL	Var. IPO	Var.% IPO
Bacias									
Campos	2,562	33,0%	3,693	44,1%	1,131	44,1%	1,400	(1,162)	-45,4%
Santos	1,569	25,0%	1,688	27,0%	0,119	7,6%	1,800	0,231	14,7%
ES	0,27	18,0%	0,817	32,6%	0,547	202,6%	0,800	0,530	196,3%
PA-MA	0,434	20,0%	0,447	21,2%	0,013	3,0%	0,400	(0,034)	-7,8%
Parnaíba	0	0,0%	0,026	19,9%	0,026		1,000	1,000	
Colômbia							0,100	0,100	
ST Prospectivo	4,835	27,0%	6,671	26,5%	1,836	38,0%	5,500	0,665	13,8%
Delineados	-	-		-		-	1,300	-	
Contingentes	-	-	0,212	-	0,212	-	3,100	-	
Vol. Potencial	-	-		-		-	1,000	-	
Total	4,835		6,883		2,048	42,4%	10,800	5,965	123,4%
%GN	26%		19%				21%		

O fim do terceiro e último período de sobrevalorização (de 17/08/2010 a 15/04/2011) coincide com a publicação do 3º D&M. A publicação indica o começo de um longo processo de deterioração do Valor de Mercado. Foi um Evento Crítico de Reputação, um ponto de inflexão na percepção do *guidance* pelo mercado, que não considerou nem sua estimativa mais conservadora (P90) de US\$ 43,61. No auge da secundária valorativa (de 08/08/2011 a 23/02/2012), quando alcançou US\$ 34,43 bilhões, o Valor de Mercado chegou próximo à média do 2º D&M (US\$ 33,27 bilhões) e muito aquém do P90 do 3º D&M (US\$ 43.607 milhões). Foi como se o mercado ignorasse completamente as estimativas do 3º D&M.

Uma possível explicação para o ponto de inflexão foi a falta de detalhes do 3º D&M divulgado pela OGX. O nível de detalhes das premissas do 2º D&M já foi menor do que o 1º D&M, mas o 3º D&M gerou muita confusão entre os Analistas e investidores, como descrita na compilação dos relatórios dos Analistas da Amostra Própria na seção 3.4.

Curiosamente, se dividirmos o valor estimado no cenário da média dos três relatórios da D&M (em US\$ milhões) pelo total volume recuperável (em bboe), independente da categoria do recurso (por exemplo, recursos contingentes versus recursos potenciais) obtemos o mesmo múltiplo até a quarta casa decimal: US\$ 4,8332.

Tabela 55 – Evolução do Valor de Referência por bboe 2C nos Relatórios D&M

	Valor Presente Cen. Médio (US\$ Milhões)	% 1º D&M	Volume Recuperável Total (kboe)	% 1º D&M	VPL/boe (US\$/boe)	% 1º D&M
1º D&M	23.367	100,000%	4.834.697	100,000%	4,833188	100,000%
2º D&M	33.271	142,385%	6.883.853	142,384%	4,833194	100,000%
3º D&M	52.198	223,383%	10.800.000	223,385%	4,833148	99,999%

Ainda mais curioso é que cada nova versão dos relatórios da D&M seria subsidiada com maiores e melhores informações sobre os prospectos coletados na campanha exploratória. De fato, cada nova versão dos relatórios da D&M aumentou os volumes recuperáveis classificados em categorias teoricamente menos incertas. Aumentou-se o POS e a porcentagem de óleo versus GN. Apesar destes quatro aspectos, o múltiplo total diminui do 2º para o 3º D&M, possivelmente devido ao impacto parcial do 1,0 bboe de recursos prospectivos na Colômbia.

Após a publicação do 3º D&M, a campanha de E&P continuou intensa em termos de número de poços perfurados. O esforço da OGX no *de-risking* de seu portfólio pode também ser ilustrado nos valores investidos. No IPO, os investimentos na exploração foram estimados em US\$ 1,61 a 1,69 bilhão (R\$ 2,64 a R\$ 2,77 bilhões). A Empresa investiu em E&P e outros ativos R\$ 13,80 bilhões (sendo que o PEM somava R\$ 0,63 bilhão). Mesmo em crise de reputação e financeira (2S2012 e 1T2013), a Empresa continuou a investir. Entretanto, é digno de nota que, apesar da intensa e custosa campanha, não houve um 4º D&M para o portfólio total da OGX⁵⁰³.

⁵⁰³ Na defesa de Pedro Malan [p. 9] no Processo n. 0000950-49.2014.02.5101 (22/4/2014), que foi membro do COAD da OGX de 2008 até 2013, foi notado que:

“37. Durante esses anos, principalmente entre 2009 e 2013, a OGX mobilizou um conjunto de dez sondas de perfuração, com operação em paralelo, o que possibilitou a condução de uma ampla campanha exploratória de larga escala, com perfuração de mais de 120 poços. Como produto dessa campanha, foi possível investigar áreas de exploração que não vinham sendo priorizadas no País, gerando como subproduto um importante acervo de informações geológicas para a gestão do setor pela Agência Nacional do Petróleo – ANP, que reconhece os relevantes serviços prestados pelo grupo OGX. Desde sua criação, a OGX investiu mais de R\$ 10 bilhões em suas atividades no Brasil, valor que a torna a empresa privada que mais investiu no país no seu segmento.”

Gráfico 74 – Evolução dos Investimentos na Campanha de E&P (em R\$ milhões nominais): 3T2008 a 1T2013

Do total de R\$ 13,80 bilhões, 50,1% (ou R\$ 6,92 bilhões) foram investidos até 2011. Em 2012, quando começa o TLD de TBAZ, a OGX investiu o restante. Só em 2012 foram R\$ 5,12 bilhões, correspondendo a 37,1% do total investido na campanha de E&P. Ou seja, no auge da crise de credibilidade do *guidance*, 2012 foi o ano que a Empresa mais investiu, provavelmente em busca de novas evidências para o *de-risking*. No último trimestre de 2013, a OGX executou seu maior CAPEX (R\$ 1,76 bilhão). Mas a performance de TBAZ, embora razoável quando comparada a campos similares, ficou muito aquém dos elevados parâmetros do *guidance*, cuja credibilidade, medida pelo Valor de Mercado, havia sido comprometida irreversivelmente desde junho de 2012.

Em 2012, já com a credibilidade abalada, a OGX executou dois *farm-ins*: em 20/03 aumentou sua participação de 50% para 70% nos blocos BM-C-37 e BM-C38 (MAERSK permaneceu com 30%); e em 26/11, adquiriu 40% de participação do BS-4 pertencente à PETR por R\$ 575 milhões (US\$ 270 milhões).

Alguns Analistas reagiram com incredulidade. Por que a MAERSK venderia participação em um prospecto promissor⁵⁰⁴?

Desde o IPO, a OGX perfurou mais de 80 poços na bacia de Campos, principalmente em blocos 100% operados por ela, o que acreditamos ser suficiente para obter uma boa compreensão do potencial dos blocos. Ainda assim, a Empresa decidiu colocar as próximas unidades produtoras em áreas menos conhecidas, indicando potencialmente

⁵⁰⁴ AUDI & FALANGA NETO [2012d].

desapontamentos no resto, aparentemente muito mais difícil de produzir, da bacia de Campos [KOVARSKY & MENDES, 2013a, p. 2].

O valor do *farm-in* do BS-4 representou um prêmio de 29% em relação ao valor pago pela QGEP em 24/08/2011⁵⁰⁵. Alguns Analistas⁵⁰⁶ interpretaram a notícia da aquisição do BS-4 como negativa, pois levantava quatro questões:

(1) dado o discurso consistentemente positivo da Empresa sobre seu portfólio [em águas rasas] em Campos, por que se aventurar em uma produção mais cara em águas profundas? (2) o potencial do pré-sal do BS-4 é tão significativo assim para justificar a aquisição? (3) dado o balanço patrimonial da Empresa (com US\$ 5,1 bilhões em dívida líquida e crescendo), vale a pena a OGX comprometer mais capital? (4) qual é o significado da aquisição para o restante do portfólio da OGX (Santos, ES, PA-MA, Colômbia [e até certo ponto para Parnaíba])? (...) [SEQUEIRA & FONSECA, 2012j, p. 1].

A aquisição do BS-4 também surpreendeu, pois a OGX pretendia participação na 11ª Rodada (prevista para maio de 2013) justamente para buscar novas opções de crescimento mais baratas do que possíveis *farm-ins* de áreas já descobertas, e assim estaria preservando o caixa. Segundo os Analistas do IBBA, a aquisição do BS-4 provavelmente levaria a OGX a exercer a put contra o AC. No pregão (26/11), a OGXP3 se desvalorizou em 5,34% (de R\$ 4,87 para R\$ 4,61). A perda no EV foi de R\$ 627,1 milhões ou US\$ 301,7 milhões.

Em janeiro de 2013, dois anos depois de estimar seu potencial (0,5 a 1,5 bboe), a Empresa considerou Vesúvio como baixa prioridade, pois continha petróleo pesado em uma estrutura fragmentada. Ou seja, outras áreas menos conhecidas, incluindo as prospectivas não-perfuradas dos BM-C-37/38, agora, teriam prioridade sobre Vesúvio.

Em março (26/3), quando a OGX divulgou seu saldo de caixa em 31/12/2012 de US\$ 1,65 bilhão, alguns Analistas estimaram que este seria insuficiente para completar os gastos projetados em 2013 (US\$ 1,3 bilhão em investimentos e US\$ 0,3 bilhão de despesas financeiras)⁵⁰⁷. Em seu relatório, o DB foi incisivo: “a disciplina financeira da OGX tem sido pobre”. E explicou com uma matemática simples:

Bandeiras vermelhas iniciais sobre disciplina financeira

Em retrospectiva, houve vários sinais de indisciplina: (1) ofertas agressivas na 9ª Rodada da ANP, (2) concentração de risco geológico e financeiro e (3) campanha de exploração agressiva na bacia de Campos. Isso resultou em que a OGX se tornou uma empresa altamente alavancada, especialmente considerando a fase inicial de suas operações [SEQUEIRA & FONSECA, 2013h, p. 1].

Segundo o DB, a OGX concentrou seus esforços exploratórios em Campos, preponderantemente sem parceiros (o BM-C-37/38 foram as exceções, com 70% OGX e

⁵⁰⁵ SEQUEIRA & FONSECA [2012j].

⁵⁰⁶ SEQUEIRA & FONSECA [2012j].

⁵⁰⁷ LEITE, CANHEU & SOBREIRA [2013f].

30% MAERSK), apesar do *farm-out* ser uma prática comum na indústria. Quando a OGX tentou fazê-lo, fontes não oficiais informavam que sua expectativa de valor era demasiadamente alta, desconsiderando o risco exploratório. De fato, o JVE⁵⁰⁸ relatou que na frustrada negociação com os chineses (CNOOC e Sinopec) em 2010, o *lifting cost* foi estimado em US\$ 8/barril, mas somente com logística de transporte seria de US\$ 7/barril. A agressiva estratégia de valorização dos prospectos pelos Executivos teria causado uma crise de confiança dos potenciais interessados no *farm-out*.

Tabela 56 – Processo de Reforço x Processo de Balanceamento: Disponibilidades, Investimentos e Abandonos

Início do período	Disponibilidades (R\$ Bilhões)	Investimentos e Abandonos no Trimestre
31/03/12	6,61	Captação do 2º Note 20/3/12: <i>farm-in</i> BM-C-37, BM-C-38 por valor não revelado
30/06/12	5,94	Desenvolvimento de TBAZ, TBMT
30/09/12	5,06	Desenvolvimento de TBAZ, TBMT
31/12/12	3,38	26/11/12: <i>farm-in</i> BS-4 por R\$ 575 milhões
31/03/13	2,31	Desenvolvimento de TBAZ, TBMT
30/06/13	0,72	15/5: 11ª Rodada por R\$ 376 milhões 1/7: Pagamento de US\$ 449 milhões à OSX, cancelamento de TBTI, TBAR e TBGA
30/09/13	0,19	

Ao longo do 1S2013, as causas das declinantes médias dos fluxos de TBAZ incluíam incidentes, atrasos, problemas com equipamentos.

Problemas operacionais não são incomuns, mas acreditamos que, neste caso, o processo foi agravado pela pressa para produzir petróleo, provavelmente ignorando etapas importantes no processo ou divulgando premissas excessivamente agressivas [KOVARSKY & MENDES, 2013f, p.1].

Sinais contraditórios foram enviados aos investidores, numa aparente tentativa de recuperar a Agenda de Catalisadores. Em 13/3, a OGX declarou comercialidade de TBTI, TBGA (Pipeline, BM-C-41) e TBAR (Fuji/Ilimani, BM-C-41). Quatro meses depois, em 1/07, cancelou o desenvolvimento de TBTI, TBAR e TBGA, cujas concessões seriam devolvidas à ANP.

Ainda em 13/3, a OGX pleiteou PADs para seis acumulações em Campos: Vesúvio, Veidma (BM-C-37), Tulum (BM-C-37), Itacoatiara (BM-C-39), Però/Ingá (BM-C-40) e Tambora/Tupungato (BM-C-41). Em Santos, pleiteou PADs para três acumulações: Curitiba (BM-S-58), Belém (BM-S-56) e Natal (BM-S-59). Depois de tantos poços

⁵⁰⁸ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3017680/petronas-da-malasia-negocia-fatia-na-ogx>.

perfurados em Campos, a Empresa não era capaz de tomar decisões sobre a maior parte das acumulações descobertas⁵⁰⁹? A Empresa só era capaz de declarar a comercialidade em apenas três acumulações⁵¹⁰? Em 31/12 do mesmo ano, a OGX reconheceria a perda (*write-off*) nestes blocos e nos “tubarões”.

Em 15/05, a OGX arrematou 13 blocos na 11ª Rodada, por US\$ 188 milhões em BA, o segundo maior do leilão perdendo apenas para a PETR. Em 27/08, pouco mais que três meses após o leilão, a OGX anunciou que devolveria à ANP 9 dos 13 blocos adquiridos na 11ª Rodada devido aos elevados investimentos e riscos exploratório.

No momento do leilão, ficamos surpresos ao ver a OGX em busca dessas áreas por causa da concentração de riscos geológicos e financeiros. A estratégia de concentração de risco provou ser muito prejudicial para a empresa. (...)

Achamos difícil acreditar que a administração não tenha conhecimento desses riscos. Acreditamos que a atual falta de liquidez e a percepção de que seria difícil o farm-out desses blocos em termos favoráveis no curto prazo (dado o prêmio oferecido) foram os principais motivos por traz do anúncio [SEQUEIRA & FONSECA, 2013p, p. 1].

Por ironia do destino, ou efeito da dispersão da Heroína Organizacional, dos 44 blocos⁵¹¹ da OGX o único que produziu óleo até hoje foi o BM-C-39 (Waikiki), onde se localiza o TBMT. O BM-C-39 foi o bloco que a OGX pagou o maior valor de BA/km² da 9ª Rodada em novembro de 2007, o que já indicava o interesse da OGX. Foi um dos primeiros a serem perfurados e com descoberta anunciada no final de 2009. Entretanto, a Declaração de Comercialidade do TBMT (OGX-25) com 285 mboe, foi feita (25/4/2012) mais de um ano antes da chegada programada da plataforma que garantiria o início da sua produção e o *first oil* só ocorreu em dezembro de 2013. Mais um indício da perda da capacidade de focar, de priorizar dos Executivos na campanha exploratória. Que por sua vez, aparentemente foi corroborada pelo AC e COAD.

Outra ironia do destino, ou efeito da dispersão da Heroína Organizacional, é que a UTE Parnaíba, outro projeto que sobrevive atualmente e talvez o mais bem-sucedido em termos de implementação, tinha pouco valor frente às dimensões do portfólio da OGX.

⁵⁰⁹ SEQUEIRA & FONSECA [2013e].

⁵¹⁰ SEQUEIRA & FONSECA [2013e]. Em entrevistas com alguns executivos de mercado, fomos informados que os executivos da OGX ganhavam bônus adicionais por poço perfurado.

⁵¹¹ O portfólio completo tinha 51 blocos, dos quais 7 eram de GN na bacia do Parnaíba.

Tabela 57 – Histórico de Aquisições de Blocos Exploratórios e Anúncios de Descobertas e seus Desfechos

Data Aquisição	Prospectos	Descoberta / Comentários	Desfecho
9ª Rodada	BM-S-29	Descoberta em 2/10/09 <i>Farm-in</i> de 50% no 1T08, mais 15% em 8/05/09, mais 35% em 9/11/10	8/11/2012: Write-off do BM-S-29 e devolução à ANP
9ª Rodada	Vesúvio (BM-C-43)	7 e 14/10/09: Poderia ter de 0,5 a 1,5 bboe 13/3/13: OGX pleiteou PADs para Vesúvio, Veidma (BM-C-37), Tulum (BM-C-37), Itacoatiara (BM-C-39), Perú/Ingá (BM-C-40) e Tambora/Tupungato (BM-C-41).	Janeiro/2013: a Empresa considerou Vesúvio baixa prioridade, pois continha óleo pesado em estrutura fragmentada 31/12/13: <i>write-off</i> de R\$ 2,13 bilhões (inclui Vesúvio, Tulum (BM-C-37), Viedma (BM-C-38) e Itacoatiara (BM-C-39) Fev./14: Devolução à ANP
9ª Rodada	Pipeline, Fuji e Ilimani (BM-C-41)	De 12/11 a 22/12/09: Descobertas em Pipeline (BM-C-41, OGX-2) com 1,0 a 2,0 bboe. 24/3/10: Descoberta em Fuji 13/3/13: OGX declara comercialidade de TBTI, TBGA (Pipeline, BM-C-41) e TBAR (Fuji/Ilimani, BM-C-41)	1/07/13: cancelamento do desenvolvimento de TBTI, TBAR e TBGA 31/12/13: <i>write-off</i> de R\$ 1,74 bilhões Fev./14: Devolução à ANP
9ª Rodada	Waimea (BM-C-41) SE Campos	8/12/09: primeira descoberta 3/02/10: 0,5 a 0,9 bboe de O&G recuperável 9/2/11: primeiro poço produziu o “impressionante” fluxo de 40 kbpd com 20º. API. 31/1/12: First Oil TBAZ.	1/07/13: não haveria novos investimentos nos três poços de TBAZ que deveriam parar de produzir até o fim do ano 31/12/13: <i>write-off</i> de R\$ 1,97 bilhões Set./15: última produção do TBAZ
9ª Rodada	Waikiki (BM-C-39) NE Campos	8/12/10: descoberta. 25/4/12: declaração de comercialidade de TBMT (OGX-25) com 285 mboe 12/12/12: OGX anuncia intenção de <i>farm-out</i> TBMT.	5/12/13: first oil de TBMT. 31/12/13: <i>write-off</i> de R\$ 715 milhões Até hoje é o único poço produtor da Dommo.
9ª Rodada	BM-S-57	1 e 16/1/12: Descoberta de óleo leve em Fortaleza (OGX-63)	13/3/13: Devolução do BM-S-57 à ANP

9ª Rodada	BM-S-59	BM-S-59, foi o bloco com o BA mais alto da 9ª Rodada 4/4/12: descoberta em Natal. 13/3/13: OGX pleiteou PADs para Curitiba (BM-S-58), Belém (BM-S-56) e Natal (BM-S-59).	31/12/13: <i>write-off</i> de R\$ 1,91 bilhões (Natal, Belém e Curitiba). Fev./14: Devolução à ANP
9ª Rodada	5 blocos na bacia do ES	26/3/09: Testes sísmicos indicavam 1,0 bboe e não 0,27 bboe estimado pelo 1º D&M	31/12/13: <i>write-off</i> de R\$ 204,5 milhões Fev./14: Devolução à ANP
24/09/09	7 blocos bacia do Parnaíba	33,33% OGX, 33,33% MPX, 33,33% Petra Energia	Nov./12: “primeiro gás” em Gavião Real. UTE Parnaíba I seria comissionada em janeiro de 2013
23/06/10	Cesar Rancheira (Colômbia)	23/6/10: Aquisição de 5 blocos terrestres (12.580 km²), por US\$ 125 milhões, a serem explorados entre 2011 e 2013.	11/07/14: concessões canceladas. Agência reguladora executou US\$ 24 milhões em cartas de crédito oferecidas como garantia do PEM.
9ª Rodada	BM-C-37, BM-C-38	20/03/12: Aumentou de 50% para 70% sua participação (30% MAERSK)	31/12/13: <i>write-off</i> de R\$ 2,13 bilhões (inclui Vesúvio, Tulum (BM-C-37), Viedma (BM-C-38) e Itacoatiara (BM-C-39) Fev./14: Devolução à ANP
26/11/12	BS-4, com dois campos: Atlanta e Oliveira)	26/11/12: <i>farm-in</i> de 40% da PETR (30% QGEP, 30% Barra Energia)	Em fev./19, a Dommo estaria com dificuldades para honrar sua parte nos investimentos.
11ª Rodada	Paranaíba, Barreirinhas, CE, Potiguar e Foz do Amazonas	15/05/13: aquisição de 13 blocos por US\$ 188 milhões em BA.	27/08/13: OGX anunciou que devolveria à ANP 9 dos 13 blocos adquiridos.

5.2 Atrasos, Percalços e Ciclo Vicioso

“Se pudesse voltar atrás, não recorreria ao mercado”. “O que deveria ter feito de diferente? Uma primeira questão (...) o modelo de financiamento. Hoje, se eu pudesse voltar atrás, não recorreria ao mercado de ações. Eu teria estruturado um private equity que me permitisse criar do zero e desenvolver ao longo de pelo menos 10 anos a companhia (...) Nos projetos que concebi, o tempo se revelou fator de estresse vital para a reversão de expectativas sobre as companhias que ostentam resultados amplamente satisfatórios e possuem ativos valiosos.” (...) Empreguei 30 mil pessoas (...) investi US\$ 4 B de recursos próprios nas empresas X (...) Talvez tenha confiado demais em pessoas que não mereciam esta confiança, ainda que no final a responsabilidade seja toda minha.”

Entrevista do AC ao JVE em 19/07/2013⁵¹².

Atrasos e percalços são naturais e esperados em uma campanha de E&P da amplitude e complexidade que a OGX executou. Segundo o SPE-PRMS, o tempo razoável para uma reserva provada e não desenvolvida (“PUD”) iniciar seu desenvolvimento é de até 5 anos, mas pode ser mais. No caso da OGX, a categoria de relativa menor incerteza do portfólio no 3º. D&M foi preponderantemente constituída de Recursos Contingentes, mais incertos do que PUD. Entretanto, possivelmente por receio dos efeitos depreciativos no Valor de Mercado, a reação dos Executivos e do AC aos atrasos e percalços foi mais otimismo com a produção de novos catalisadores e falta de transparência no follow-up na Agenda de Catalisadores.

O desgaste da credibilidade dos Executivos e AC não ocorreu do dia para noite. Foi um longo processo que pode ter começado em 11/01/2010 quando a Empresa anunciou que, frente às descobertas em Campos (Vesúvio, Pipeline, Waimea e Kilawea), atualizou as metas do *ramp-up* para cima em 83%. No auge da tensão com os resultados de TBAZ, em junho de 2012, e poucas semanas antes de sua substituição na presidência da Empresa, Paulo Mendonça declarou que não daria mais informações sobre a produção de Waimea até a declaração de comercialidade e a colocação de quatro poços produtores. Em sua opinião, a OGX enfrenta as “dores” de crescer sob o escrutínio do mercado financeiro. Desabafou:

Quando se expõe o patrimônio ao mercado e ele comprou uma parte, você está exposto a que ele julgue, compre, venda e faça o que é melhor. É um termômetro, mas nos castiga muito⁵¹³.

⁵¹² BATISTA, E., “Se pudesse voltar atrás, não recorreria ao mercado”. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3203332/se-pudesse-voltar-atras-nao-recorreria-ao-mercado>

⁵¹³ SCHÜFFNER, C., “OGX já produz, mas ainda apanha do mercado”, in: JVE, 06/06/2012, versão online. Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/2693874>. Acesso em 5/12/2018.

Esta seção analisa os atrasos e percalços das metas operacionais e financeiras importantes (“Metas Estratégicas”) que a própria Empresa definiu e não conseguiu realizar: o *de-risking* do portfólio através da reclassificação de Recursos Prospectivos para Recursos Contingentes; o *farm-out* de prospectos em Campos; *ramp-up* da produção; fluxos de Waimea; e a put do AC. Estes atrasos e percalços produziram três “Eventos Críticos de Reputação”: pontos de inflexão na percepção de valor dos Analistas e do mercado, acarretando na perda de credibilidade dos Executivos e do AC. Foram eles:

- i. 04/11/2010: anúncio do adiamento do *farm-out*;
- ii. 15/04/2011: publicação do 3º D&M;
- iii. 26/06/2012: anúncio da vazão ideal de TBAZ;

Soma-se a estes três Eventos Críticos de Reputação um quarto constituído por decisões controversas do AC que foram interpretadas como indícios de conflitos de interesse com os acionistas minoritários:

- iv. 11/06 a 9/09/2013: começou em 11/06/13 com a venda pequena parte (R\$ 70,5 milhões) das ações do AC na OGX, reforçado pela resignação dos três conselheiros independentes do COAD (21/06), pelo anúncio de indenizações (US\$ 449 milhões) à OSX geradas pela inviabilidade de TBAZ, TBTI, TBAR e TBGA (1/07) e culminou com a recusa a honrar 10% da put (9/09).

A seguir, a presente seção descreve sucintamente e analisa os precedentes e as reações às Metas Estratégicas e aos Eventos Críticos de Reputação. A descrição completa dos eventos está no capítulo 3.

2010: De-risking, Ramp-up, “Megamonetização”

Logo no início de 2010, portanto menos de seis meses após o início de sua campanha exploratória, a OGX atualizou seu plano de negócios publicado no IPO, o que implicava na confirmação do *de-risking* do portfólio e novas captações de recursos. Ao fazê-lo, a OGX criou Metas Estratégicas que se tornariam focais no monitoramento da Agenda de Catalisadores.

Em 11/01/2010, quando a Empresa anunciou que, frente às descobertas no BM-S-29, em Vesúvio, Pipeline, Waimea e Kilawea poderia rever o *ramp-up* para cima. Um *ramp-up* poderia aumentar o PA de alguns Analistas em 10%⁵¹⁴. Duas semanas depois (27/01), a Empresa aumentou metas de produção para 2015 em 83% (de 398 para 730 kboepd) e antecipou o *first oil* para o início de 2011 (20 kboed contra 5 kboed previstos anteriormente) em Waimea. Eram metas muito agressivas, considerando que o Brasil todo produziu 1,997 mboe em janeiro de 2010, que correspondia a uma média simples de 66,6 kboed. O aumento do fluxo projetado para Waimea de 5 para 20 kboed seria uma sinalização ao mercado que a OGX e os Executivos pagariam caro no 2T2012.

⁵¹⁴ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010b].

O *ramp-up* implicaria na tentativa de *farm-out* para acelerar o desenvolvimento dos blocos em Campos⁵¹⁵. Aos múltiplos da época, o *farm-out* poderia ocorrer a US\$ 10,0/boe, o que serviria como um importante “*read-across*” para o portfólio. A entrevista do AC em abril (15/04) potencializou as expectativas para o *de-risking* (10,0 bboe) e o *farm-out*, que poderia render US\$ 20 a 30 bilhões à OGX (“megamonetização”). Entre 8/01 a 15/04, a OGXP3 se valorizou em 26,9% (de R\$ 18,05 em 8/01 a R\$ 22,90 em 18/10).

Vale notar que, em meio à expectativa do *farm-out*, o OTTP, que participou da origem e do *private placement* da OGX em 2007, já havia começado a reduzir gradualmente sua participação na OGX de 12,2% (IPO) para 10,7% em 23/09/09, 6,3% em 30/06/10 até finalmente reduzir sua posição em 29/09/2010 para níveis abaixo de 5%, dias antes do pico histórico da OGXP3 em 15/10/10.

A expectativa quanto ao *farm-out* parecia ter desviado a atenção dos investidores para as descobertas de 2009, especialmente em Waimea, cujo início de produção (20 kbpd) foi adiado do 1T para o 2T2011.

Antes esperada para outubro, os Executivos, em 4/11, estimavam que o *farm-out* estaria concluído no 1T2011. O atraso não era necessariamente negativo, uma vez que é comum em transações deste tipo, especialmente se o objetivo for maximizar o valor da venda. Além disso, a Empresa detinha boa reserva de caixa e tinha tempo para negociar. Entretanto, como o mercado estava focado no *farm-out*, o atraso não seria bem recebido⁵¹⁶. A OGXP3 sofreu desvalorização de 19,7% em 33 pregões: de R\$ 23,20 em 4/11 para R\$ 18,63 em 21/12. O adiamento pode ser considerado o primeiro Evento Crítico de Reputação.

⁵¹⁵ LEITE & CANHEU [2010a].

⁵¹⁶ SEQUEIRA [2010d] e KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010p].

Gráfico 75 – Evolução do Valor de Mercado e Eventos Importantes no Guidance em 2010

Ainda em 2010, enquanto o mercado aguardava a concretização do *farm-out*, começaram os sinais de desconforto dos Analistas e investidores com a falta de informações sobre os resultados da campanha exploratória. Foram externados também desconfortos com o “*excesso de otimismo*” do *guidance*. Após 8 descobertas anunciadas no ano (Kilawea, Etna, Fuji, Hawaii, Huna, Pero, Inga, em Campos, e Aracaju em Santos), alguns Analistas buscavam notícias sobre estimativas de volumes da campanha em andamento, especialmente em Waimea. Alguns Analistas consideraram os movimentos da OGXP3 como “injustificados”, “ruídos” gerados pelas expectativas do *farm-out*, mas que os fundamentos da OGX eram sólidos e haveria um investidor chinês, “particularmente, faminto” pelo *farm-out*. Portanto, os investidores “não deveriam prestar atenção ao ruído...”⁵¹⁷. Outro Analista, entretanto, ironizou: “*falta de notícia é má notícia?*”⁵¹⁸

Permanecemos positivos, mas nós amariamos ter mais apoio na avaliação (...). Daqui para frente, nós acreditamos que um maior volume de revelações [disclosure] é necessário para apoiar a forte apreciação [rally]. Isso ou o farm out [GATTASS, G., FONSECA, R. & VALENTE, 2010a, p. 1].

(...) Entretanto, com a ação tendo se valorizado significativamente, e o valor por barril descoberto ter ultrapassado o intervalo 6-8/boe, dentro do qual nos sentimos confortáveis, as ações da OGX parecem já estar precificando mais do que já se tornou público. [grifo nosso]

⁵¹⁷ AUDI & FALANGA NETO, 2010b, p. 1.

⁵¹⁸ SEQUEIRA [2010d].

O que nos deixa com a questão... Qual será o vetor [driver] marginal? Um deslocamento para cima do valor de consenso por barril descoberto? Ou um aumento no número de barris encontrados? Talvez, ambos.

No presente, nós acreditamos que os investidores estão assumindo que a OGX já encontrou mais [barris]. Nós tendemos acreditar que isso seja verdade. A OGX tem, de fato, 6 poços que ainda não tiveram seus volumes revelados.

Mas no fundo, nós nos sentiríamos simplesmente mais confortáveis se estes volumes estivessem sido relevados ao mercado. O histórico da OGX com os investidores é relativamente curto, e nós preferiríamos um ganho sólido no consenso de valor que reduzir o nível de confiança nos múltiplos [GATTASS, FONSECA & VALENTE, 2010a, p. 2].

Outro Analista demonstrou preocupação com o comportamento do mercado que parecia esperar apenas pelo *farm-out* e desconsiderar outras conquistas na campanha exploratória:

(...) Embora a transação seja provavelmente um desenvolvimento positivo para a empresa, o farm-out não é o pilar da história da OGX. Nós estamos preocupados que a performance da ação se torne função das notícias sobre o farm-out, em parte por causa do marketing intensivo dos executivos [da empresa] sobre este tema. O mercado está ignorando um programa exploratório bem-sucedido até agora e o fato de não haver outros catalisadores para a ação no curto/médio prazo, e está focando apenas no processo de farm-out. [SEQUEIRA, 2010d, p.1].

Em 12/11, após atrasos e problemas técnicos que levaram os investidores a especularem que o BM-S-29 se tratava de um poço seco, a OGX comprou o restante da participação da MAERSK (35%). O BM-S-29 se destacava no portfólio original do IPO: foi o único bloco não comprado a 9ª Rodada; um dos primeiros blocos perfurados na campanha da OGX; e onde o 2º D&M estimava ter 0,305 bboe. O valor pago no *farm-in* não foi revelado, mas provavelmente teria sido pelo valor do investimento restante necessário (*capex carry agreement*). Alguns Analistas questionaram a aquisição: “uma boa decisão estratégica ou jogo?”⁵¹⁹ Afinal, por que a MAERSK venderia, de graça, sua participação em um bloco promissor?

A OGX encerraria o ano de 2010 com a descoberta de Waikiki, no bloco BM-C-39, por quem foi pago o maior valor de BA/km² da 9ª Rodada. Pela primeira vez, Analistas mencionam a possibilidade deste anúncio ser considerado uma notícia ruim, pois a Empresa estaria sendo criticada por “excesso de otimismo”. Vale notar que, apesar desta menção, estes Analistas discordaram desta interpretação negativa e consideraram o anúncio positivo⁵²⁰. De fato, ao longo de 2010 foram 36 FRs publicados, quase todos

⁵¹⁹ AUDI & FALANGA NETO, 2010c, p. 1.

⁵²⁰ KOVARSKY, MENDES & ARAUJO [2010r].

sobre novas descobertas de hidrocarbonetos. Posteriormente, foi em Waikiki que a OGX desenvolveu o prospecto de TBMT, produtivo até hoje.

A percepção de otimismo excessivo que pode ter motivado a 2ª Correção Depreciativa e não era infundada. Além dos atrasos no *farm-out*, faltavam atualizações sobre outros catalisadores: o BM-S-29 e Waimea, cuja produção deveria começar no 1T2011 e só começaria em 2012. Estes atrasos podem ter gerado as primeiras fraturas na credibilidade do *guidance* da OGX.

No início de fevereiro de 2011 (9/2), o *farm-out* ainda não havia se concretizado, mas o primeiro poço de produção em Waimea gerou o “impressionante” fluxo de 40 kbpd/poço de óleo leve: “um marco na história da Companhia”. A expectativa era manter a média de 20 kbpd, devido a limitações dos equipamentos. Alguns Analistas⁵²¹ consideraram os resultados de Waimea especialmente interessantes, pois se tratava de uma descoberta na camada Albiana de Waimea, que geologicamente se comparava à Jabuti, o campo de produção mais elevada da PETR até então (28 kbpd). Jabuti teria sido uma surpresa tão significativa para a PETR que a fez retomar seu interesse em Campos. Da mesma maneira que Jabuti representava um caso de sucesso para PETR, Waimea poderia ter a mesma importância para a OGX.

Alguns Analistas explicitamente relataram que, “nos últimos meses, com a desvalorização das ações da OGX, a credibilidade do grupo [EBX] estava sendo cada vez mais questionada, e que isso poderia aumentar a probabilidade do anúncio do *farm-out*”⁵²². Se o *farm-out* não fosse efetivado, para manter o *guidance* otimista, a OGX precisaria substituí-lo por novos e poderosos catalisadores.

Outros Analistas⁵²³ deram pouca ênfase ao *farm-out*, pois consideravam como principal catalisador o 3º D&M, aguardado para o 1T2011. O relatório seria o principal vetor para a confiança dos investidores, que questionavam o real potencial das reservas da OGX.

Se nossas expectativas sobre o relatório da D&M estiverem corretas, três anos após o IPO, quando o portfólio da OGX era estimado em 4,8 bboe em recursos prospectivos, a empresa apresentará ao mercado cerca de 4 bboe em recursos contingentes; uma conquista considerável [KOVARSKY & MENDES, 2011b, p. 1]. (17/3)

Em suma:

“o mercado deveria ser mais paciente com a OGX (...) as ações deveriam responder mais às notícias relacionadas com a produção. Enquanto isso, nós pensamos que os executivos da OGX precisam entender que o mercado não está tão receptivo à promessas como quanto estava no passado e muito menos tolerante quando estas promessas não são cumpridas, especialmente em uma empresa pré-operacional [SEQUEIRA & FONSECA, 2011a, p. 1].

⁵²¹ Por exemplo, GATTASS & FONSECA [2011a]; DARIPA [2011a].

⁵²² AUDI & FALANGA NETO, 2011a, p. 1.

⁵²³ Por exemplo, GATTASS & FONSECA [2011a].

2011: Decepções com o Farm-Out e o 3º D&M

Em 15/04, o segundo Evento Crítico de Reputação se materializou: o 3º D&M se tornou público e desapontou. Foi um “choque de realidade” (*reality check*)⁵²⁴. Analistas questionaram quatro aspectos do 3º D&M. Primeiro, a estimativa de Recursos Contingentes (2C) para Campos ficou em 0,7 bboe, bem abaixo da média de 4,0 bboe do intervalo esperado (entre 2,6 e 5,5 bboe), anunciados pela OGX ao longo de 2010. Em 1C, os Recursos Contingentes somariam 0,1 bboe. Essas estimativas comprometeriam a capacidade da OGX negociar termos favoráveis (ou seja, um EV/boe acima do CAPEX/boe) em um eventual *farm-out*⁵²⁵. A partir deste momento, o *farm-out* se tornou um catalisador secundário: “(...) o processo de *farm-out* foi para o banco de traz (...)”⁵²⁶.

A segunda questão foi o significado de um conceito não previsto na taxonomia da SPE-PRMS: “Recursos Delineados”. Tratava-se de uma classificação intermediária entre Recursos Prospectivos e Contingentes⁵²⁷ e se referiam aos resultados de 15 poços adicionais perfurados desde 31/12/2010. O novo conceito “trouxe mais confusão ao mercado do que o ajudou”⁵²⁸ e o mercado não reagiu bem⁵²⁹. Questionados sobre o novo conceito, os Executivos orientaram Analistas a somar os Recursos Delineados (1,3 bboe) aos Recursos Contingentes (3C, de 3,0 bboe), totalizando 4,3 bboe.

Mesmo seguindo este *guidance*, a terceira questão era se esse volume (4,3 bboe) sustentaria as metas de produção. Além disso, os possíveis atrasos na entrega de embarcações necessárias (9 FPSOs e 8 WHPs) pela OSX reforçavam as dúvidas sobre a viabilidade da meta 2015. Até então, a OGX havia assegurado apenas 5 FPSOs e 2 WHPs⁵³⁰ encomendadas a OSX. Mas a OGX insistiu na viabilidade da meta de produzir 730 kbpd em 2015.

A quarta questão foi por que a D&M não detalhou as estimativas por poço/bloco, como fizera nos seus dois relatórios anteriores. Os Executivos também não forneceram mais informações e avisaram os Analistas que não poderiam questionar a D&M diretamente, pois havia cláusula de confidencialidade entre a D&M e a OGX. A Empresa também não elucidou as premissas para CAPEX e OPEX.

Na segunda-feira, 18/4, após a publicação do 3º D&M, a OGXP3 sofreu um maciço *sell-off*. Entre 15/4 a 18/5, a Empresa perderia quase um terço de sua capitalização de mercado (de R\$ 63,3 bilhões em 15/4 para R\$ 44,8 bilhões em 18/5). Apesar da significativa desvalorização, alguns Analistas relutaram em reduzir suas estimativas de

⁵²⁴ KOVARSKY & MENDES, 2011h, p. 1.

⁵²⁵ Por exemplo, AUDI & FALANGA NETO [2011b].

⁵²⁶ DARIPA, 2011b, p. 1.

⁵²⁷ Por exemplo, KOVARSKY & MENDES [2011c].

⁵²⁸ KOVARSKY & MENDES, 2011g, p.1.

⁵²⁹ KOVARSKY & MENDES, 2011g, p.3.

⁵³⁰ KOVARSKY & MENDES, 2011l, p.3.

PAs, considerando a desvalorização “exagerada”⁵³¹, mas outros o fizeram⁵³². Mesmos aqueles que relutaram em rever seus PAs acabaram por fazê-lo algumas semanas depois⁵³³.

Apesar da nossa visão positiva sobre os recursos e a habilidade da OGX em capturar valor com estas descobertas, nós não acreditamos que o potencial se tornará visível nos relatórios [da D&M] nos próximos 18 meses e nós tememos que a habilidade da OGX em orientar [os investidores] pode ter sido maculada [GATTASS & FONSECA, 2011b, p. 3].

A Empresa precisaria converter mais Recursos Prospectivos em Contingentes. O mercado precisava acreditar que seria factível obter 4,3 bboe em Recursos Contingentes. Os resultados de Waimea, Pipeline e Wakiki eram cruciais. Os Executivos teriam de reconquistar a confiança do mercado⁵³⁴ e para tanto precisariam:

(...) i) anunciar os resultados dos poços em Pipeline e Waikiki, que seriam cruciais para aumentar a taxa de recuperação por traz das estimativas 2C; ii) prover orientação (“guidance”) transparente e razoável para o plano de negócio de 4,1 bboe, incluindo capex, opex, a curva de produção; e o cronograma de entregas da OSX; e, iii) efetivamente iniciar a produção⁵³⁵ [KOVARSKY & MENDES, 2011g, p. 1].

Em maio (9), Analistas já demonstravam preocupações com o caixa da Empresa frente aos investimentos previstos. Alguns Analistas⁵³⁶ estimavam que a OGX precisasse captar cerca de US\$ 2,0 bilhões para completar o plano de negócio do portfólio atual (excluindo novas aquisições). De fato, poucas semanas depois, a Empresa captou US\$ 2,56 bilhões em *Senior Unsecured Notes* com vencimento *bullet* em 7 anos. Após a captação, a OGX encerraria o 1S2011 com muito caixa (“*plenty of cash*”⁵³⁷).

Ao longo de maio e junho, a Empresa ajustou suas premissas de OPEX, CAPEX e produção, mas reiterou a meta de 730 kbpd em 2015, insistindo na premissa de 4,1 bboe em Campos (Contingentes 3C mais Delineados). Em julho, Analistas⁵³⁸ pontuaram que o alto índice de nacionalização exigido nos equipamentos utilizados no Brasil poderia atrasar a produção além de gerar custos mais elevados.

Apesar da desvalorização, a OGX tinha um EV de US\$ 26 bilhões, sem nenhuma produção ou reservas. Se comparada com outras empresas, já produtivas e com

⁵³¹ KOVARSKY & MENDES, 2011i, p.3.

⁵³² Por exemplo, AUDI & FALANGA NETO [2011b]; GATTASS & FONSECA [2011b]; DARIPA [2011b]; SEQUEIRA & FONSECA [2011d].

⁵³³ Por exemplo, KOVARSKY & MENDES [2011h].

⁵³⁴ DARIPA, 2011c, p. 1.

⁵³⁵ AUDI & FALANGA NETO [2011e] explicaram que o TLD em Waimea deveria começar em setembro/outubro de 2011 e a Declaração de Comercialidade deveria ser enviada à ANP até 1T12. A produção em 2012 seria, em média, 50-60 kbpd, com 3 poços. A OGX teria até, no máximo, o 1T13 para informar a ANP seus planos para desenvolver os blocos de Campos.

⁵³⁶ AUDI & FALANGA NETO [2011e].

⁵³⁷ GATTASS & FONSECA, 2011d, p. 2.

⁵³⁸ SEQUEIRA & FONSECA [2011f].

reservas, e considerando a meta de produção da OGX para 2013 (165 kbpd), seu múltiplo seria de US\$ 157,0/kboe, contra US\$ 98,4/kboe da PETR⁵³⁹.

Em agosto (10), os Executivos revelaram mais e melhores informações sobre os resultados das perfurações (Waimea, Waikiki, Pipeline e outros) e os preparativos para o primeiro óleo (Waimea), o que causou boa impressão em alguns Analistas⁵⁴⁰. Curiosamente, em Vesúvio, onde a OGX estimou haver 0,5 a 1,5 bboe, não foram feitas novas perfurações ou testes. Um poço seco perfurado mais recentemente levantou dúvidas para alguns Analistas sobre a relevância de Vesúvio para os recursos 1C, 2C e 3C da OGX⁵⁴¹.

Em setembro (11), em aparente contraponto com outros Analistas, o MS reduziu seu PA em 30,4%⁵⁴². Em abril (18), após a divulgação do 3º D&M, o MS já havia reduzido seu PA de R\$ 27 para R\$ 23 e agora para R\$ 16, uma redução de 40,7% em menos de 5 meses. A redução ocorreu “após revisar as informações disponíveis e check-las com consultores especializados em O&G (‘consultores externos e geólogos de outras empresas, etc.’)”.

No início de outubro (3), o SAN, também reduziu seu PA para R\$ 21⁵⁴³. Em abril, antes do 3º D&M, seu PA era de R\$ 33, ou seja, uma redução de 36,4% em menos de 6 meses. Apesar da redução no PA, assim como o MS, o SAN recomendava seus clientes a manter suas ações da OGX, pois seu potencial era diferenciado em relação aos *peers*. Ainda no início de outubro o AC anunciou que não perseguiria mais o *farm-out* no curto prazo. Se a intenção do AC foi “trocar” o *farm-out* pela captação pelo 1º Note, o mercado não gostou. Não era apenas menos dinheiro, mas o sinal para o *de-risking*.

⁵³⁹ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 11.

⁵⁴⁰ GATTASS & FONSECA [2011d].

⁵⁴¹ GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 23.

⁵⁴² DARIPA [2011d].

⁵⁴³ AUDI & FALANGA NETO [2011i].

Gráfico 76 – Evolução do Valor de Mercado e Eventos Importantes no Guidance em 2011

O tão esperado *first oil* de Waimea, anunciado originalmente para setembro sofreu atrasos por várias razões: condições climáticas, atrasos na entrega e/ou no licenciamento da FPSO. Em seu último Comunicado ao Mercado do Ano (14/12/2011), a OGX anunciou que a FPSO OSX-1 estaria preparada para iniciar a produção de Waimea (OGX-26HP) em 23/01/2012. Apesar dos atrasos em Waimea, alguns Analistas mantiveram sua recomendação de “*outperform*”. Na Amostra da TR, ao longo de todo o ano de 2011, o mercado se tornou mais pessimista do que a mediana dos Analistas. A partir de 5/5, o mercado precificou a OGX abaixo do PA dos Analistas mais pessimistas.

Gráfico 77 – Amostra da TR: Evolução da Mediana, Máximo e Mínimo do PA em 2011 (em R\$/ação, pré-split)

2012 e 2013: Write-offs, Decepção com TBAZ e a Busca pela Salvação

Em 30/01, a OGX se tornou operacional em apenas dois anos após as descobertas. Alguns Analistas projetavam que a Empresa poderia terminar o ano com lucro⁵⁴⁴. Curiosamente, o tão esperado “primeiro óleo” de TBAZ foi divulgado na forma de CM e não de FR.

Os anúncios de descobertas continuaram, em especial a de óleo leve em Fortaleza (OGX-63), no pré-sal em Santos em 1/02, que poderia ser “*game-changer*”. Mas, desta vez, alguns Analistas recomendaram aguardar as confirmações antes de alterar o PA⁵⁴⁵.

Em 7/3, a OGX, que não havia publicado o 4º D&M, o fez, parcialmente, na apresentação a investidores interessados no bônus perpétuo da OSX. Na apresentação, os recursos de Waikiki (que seria explorado pela OSX-3) foram estimados em 212 mboe (2C), 50 mboe a menos do que o mercado estimava⁵⁴⁶. Entre 7/03 e 12/03, OGXP3 se desvalorizou em 2,6%.

Em março (20), a OGX aumentou sua participação de 50% para 70% nos blocos BM-C37 e BM-C38 devido “ao excelente potencial das águas rasas” de Campos. Em contraste com o *farm-in* do BM-S-29, executado de graça à OGX em 2009 e 2010, o *farm-in* do BM-

⁵⁴⁴ KOVARSKY & MENDES, 2012c, p. 1

⁵⁴⁵ KOVARSKY & MENDES, 2012d, p. 1, e KOVARSKY & MENDES, 2012g, p. 2. AUDI & FALANGA NETO [2012b] também recomendaram cautela aos investidores.

⁵⁴⁶ Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/2558246>.

C-37 e BM-C38 envolveria um pagamento à vista além da assunção do PEM. Valor este que seria um indicador “de mercado” para o *de-risking* dos blocos. Entretanto, a prometida divulgação do valor foi sendo protelada e acabou nunca acontecendo.

Ainda em março (23) o anúncio do primeiro *write-off*: R\$ 196 milhões referentes a quatro poços (3 em Santos e 1 em Campos), três na Parnaíba e do total das despesas exploratórias no PA-MA.

Em abril (4), a média do primeiro poço do TBAZ em fevereiro foi de 11,0 kbpd. Poucos dias depois, o IBBA reduziu seu PA de R\$ 25,9 para R\$ 21,2 por não acreditar mais que as metas de produção da OGX eram factíveis⁵⁴⁷. A Empresa se aproximava do terceiro Evento Crítico de Reputação ao iniciar a produção após perfurar 78 poços desde o início de sua campanha exploratória, com a notável POS de 90%. Enquanto a OGX insistia em 730 kbpd em 2015, o IBBA que já havia reduzido sua projeção para 550 kbpd, agora considerava 345 kbpd (12 kbpd/poço em Waimea). A estimativa considerava que apenas Campos estaria produzindo com 5 FPSOs.

Em maio (15), durante conferência com os Executivos, os Analistas voltaram a questionar a OGX sobre Vesúvio: “onde está Vesúvio”? A soma dos volumes de Waimea (110) e Waikiki (285) declarados à ANP ficava aquém dos 700 mboe 2C estimados pelo 3º D&M, o que causou desconforto entre os Analistas. Em junho (21), o SAN, reduziu seu PA em 40,5% em relação a sua última revisão de 8 meses atrás (de R\$ 21,0 em 3/10/2011, para R\$ 12,5)⁵⁴⁸. O novo PA correspondia a 37,9% do valor do PA no início da cobertura (R\$ 33,0 em 26/10/2010).

Em 26/06, o terceiro Evento Crítico de Reputação se materializou: os Executivos declararam que após o término de cinco meses de TLD, a vazão ideal de 5 kbpd por poço para os dois primeiros poços, bem abaixo dos 20 kbpd anunciado pela OGX em setembro de 2011. O valor da OGXP3 despencou 39,7% em dois dias (R\$ 8,37 em 26/6 para R\$ 5,05 em 28/6). Em relação ao seu último pico em 19/6/2012 (R\$ 10,20), sete pregões antes, a OGXP3 havia perdido 50,5% de seu valor. “O otimismo dos executivos da OGX, mais uma vez, atuou contra a OGX”⁵⁴⁹. Em 28/06, já com o novo CEO, duas questões permaneciam:

(1) As reservas de caixa da OGX são suficientes para suportar as campanhas exploratórias e de desenvolvimento, ou a empresa precisará recorrer ao mercado de capitais? (2) Quão baixo o valor da OGXP3 pode chegar? [AUDI & FALANGA NETO, 2012k, p. 1].

A crise de confiança estava instalada:

Os investidores não têm confiança alguma em nenhuma estimativa que a OGX fornece, negando a capacidade dos executivos em estimar

⁵⁴⁷ KOVARSKY & MENDES [2012g].

⁵⁴⁸ AUDI & FALANGA NETO [2012i] reduziram o volume de Campos de 3,7 para 2,3 bboe (0,5 bboe Waimea, 0,6 Waikiki, 0,7 Pipeline, 0,5 Vesúvio) e 0,65 bboe em Parnaíba. Nenhum volume foi considerado para PA-MA, ES e Colômbia. WACC real de 10,5%

⁵⁴⁹ SEQUEIRA & FONSECA, 2012e, p. 1.

e divulgar qualquer sucesso [GATTASS, CARVALHO & VALDIZAN, 2012a, p. 7].

Quando OGXP3 chegou a R\$ 4,63 (perda de 66,3% em relação a 2/01), o AC outorgou à OGX uma put ao preço de exercício de R\$ 6,30 e limite máximo de US\$ 1,0 bilhão. A put poderia ser exercida a qualquer momento até 30 de abril de 2014. O IBBA⁵⁵⁰ interpretou que a put serviria para reduzir as preocupações dos investidores em relação à liquidez financeira da Empresa, gerada pelas reduções consecutivas das suas metas de produção. Na época, os Analistas do IBBA e SAN⁵⁵¹ se perguntavam por que a OGX ainda não havia encomendado a OSX-4.

Em novembro (8), ainda não havia notícias sobre as perfurações em Fortaleza e foram reconhecidas perdas de R\$ 213,0 milhões no BM-S-29, cuja perfuração começou em agosto de 2009, portanto há 3 anos:

Não há maneira de minimizar a necessidade do auditor independente da Empresa fornecer um quadro mais detalhado sobre os ativos. Mais de US\$ 4 bilhões foram gastos desde dezembro de 2010 e nós ainda não sabemos o que foi encontrado! [GATTASS & CARVALHO, 2012b, p. 2].

Gráfico 78 – Evolução do Valor de Mercado e Eventos Importantes no Guidance em 2012

⁵⁵⁰ KOVARSKY & MENDES [2012p].

⁵⁵¹ KOVARSKY & MENDES [2012p]. O covenant estipulava um limite de Dívida/EBITDA de 3,5x. Considerando o preço do Brent em US\$ 90/barril, uma produção de 90 kbpd, ao fim de 2014, a dívida total somaria US\$ 4 bilhões para um EBITDA de US\$ 0,7 bilhão.

Logo no início de 2013 começou uma intensa busca pela salvação da OGX e outras empresas do Grupo X. Em fevereiro de 2013, o JVE relatou que a OGX negociava o *farm-out* de TBMT com a Petronas. A OGXP3 se valorizou em 11,8% no pregão. No mês seguinte (6/3), a EBX e o BTG assinaram um contratado de “cooperação estratégica de negócios”, que poderia resultar na venda da MPX, e por consequência da OGX Maranhão. O AC também apelou para a presidente da república (8/3) interceder junto à PETR para apoiar a LLX no Porto de Açu.

Ao longo do 1S2013, as declinantes médias dos fluxos de TBAZ eram divulgadas pela ANP com dois meses de atraso em relação à data de anúncio, chegando a 1,8 kbpd em abril, muito aquém da média de 20 kbpd estimada inicialmente.

O acordo de *farm-out* do TBMT com a Petronas foi assinado em 8/5, porém os termos dos pagamentos só foram revelados em 12/5. Neste dia, a OGX anunciou também os resultados do 1T13, que incluíam: R\$ 1,2 bilhão em baixas de ativos (poços subcomerciais, dos quais R\$ 952 milhões referiam-se aos blocos devolvidos para a ANP); R\$ 2,3 bilhões em disponibilidades (US\$ 1,1 bilhão). Para o MS, DB e o SAN, o montante de baixas no 1T13 foi maior do que o esperado. O lançamento destas perdas teve impacto no valor de mercado dos bonds da OGX.

Em 11/06, na divulgação da CVM 358 de maio, soube-se que o AC havia vendido o equivalente a R\$ 70,5 milhões da OGXP3, reduzindo sua participação de 62,6% para 60,5%. Apesar do diminuto volume de ações, ao vendê-las, o AC produziu um péssimo sinal ao mercado constituindo o quarto Evento de Reputação. Em 21/06, a resignação dos três membros independentes do COAD foi interpretada pelo mercado como reação à recusa do AC em conceder a put, que reforçaria o quarto Evento de Reputação. Em 24/06, a OSX teria deixado de honrar obrigação de R\$ 500 milhões com um fornecedor responsável pela construção da UCN. Entre 10/6 e 1/7, os valores do OGXPBZ18 e OGXPBZ22 caíram 64,2% e 66,8%, respectivamente, e a OGXP3 perdeu 56,6%.

Em 1/07, com R\$ 722 milhões (US\$ 326 milhões) em caixa a OGX anunciou pagamentos controversos à OSX e a priorização da campanha de desenvolvimento no TBMT: (1) o pagamento imediato de US\$ 449 milhões à OSX para cobrir os custos de equipamentos encomendados, porém ainda não entregues (FPSO OSX-3 e o WHP-2)^{552, 553}; (2) não haveria novos investimentos nos três poços de TBAZ que deveriam parar de produzir até o fim do ano, porém o contrato de aluguel da FPSO OSX-1 continuaria a ser honrado (US\$ 263 mil por dia); (3) o desenvolvimento de TMTB seguiria o planejado, com o primeiro óleo esperado para dezembro de 2013, o que implicaria no pagamento de US\$ 500 milhões da Petronas à OGX; (4) cancelamento do desenvolvimento de TBTI, TBAR e

⁵⁵² LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013g, p. 5, explicam que as WHPs são construídas de acordo com as especificidades de cada campo, portanto geralmente são vendidas como sucata após seu uso.

⁵⁵³ Ainda em junho de 2013, o AC solicitou a anuência dos três conselheiros de alta visibilidade da OGX (Pedro Malan, Ellen Gracie e Rodolfo Tourinho) para compensar em US\$ 449 milhões à OSX pelo cancelamento de encomendas, em uma clássica situação de conflito de interesse [GASPAR, 2014, p. 449]. Na época, o AC detinha 57,18% das ações da OGX e 74,83% na OSX. Não só os três conselheiros se recusaram a anuir, como renunciaram coletivamente em 21/6/2013. Mesmo assim, o pagamento foi feito.

TBGA, por serem campos intensamente fragmentados; (5) devido à (4), as encomendas da FPSOs OSX-4 e OSX-5, WHP-3/4 à OSX seriam suspensas.

É difícil questionar a lógica desta decisão [pagamentos à OSX], mas o resultado é negativo e aumenta o peso sobre a posição de caixa já pressionada da OGX. É sempre fácil olhar para trás e criticar uma decisão de negócios, mas talvez isso tinha de ter sido feito há muito tempo, quando os primeiros contratamentos na produtividade de Waimea lançaram dúvidas sobre o potencial efetivo dos carbonatos de Campos. O pedido de muitas unidades produtoras nos estágios iniciais do desenvolvimento também contribuiu para a situação atual [KOVARSKY & MENDES, 2013h, p. 1].

Em um único pregão, a OGXP3 caiu 29,1%, (de R\$ 0,79 para 0,56), considerado o dia do “crash” da OGX. O DB reduziu seu PA de R\$ 0,7 para R\$ 0,1 e considerou que apesar da queda de 30% (2/7) na OGXP3, “o mercado ainda não havia precificado plenamente as notícias e suas consequências.”⁵⁵⁴ O CS também reduziu seu PA (2/7) de R\$ 1,0 para R\$ 0,3 e questionava: “resta algo para os acionistas [da OGX e OSX] neste novo panorama? Vale a pena o risco?”⁵⁵⁵

US\$ 1,2 bilhão para TBMT, US\$ 500 milhões para Parnaíba e US\$ 270 milhões para BS-4 somam US\$ 2,0 bilhões. Isso não é um valor de ativos suficiente em comparação com uma dívida de US\$ 4,0 bilhões, o que nos faz concluir que há pouco valor no patrimônio OGX em sua forma atual [LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013g, p. 1].

Em 2/07, o JVE⁵⁵⁶ reporta que o AC “admite fracasso na tentativa de salvar a OGX”, após gastar US\$ 5,3 bilhões na campanha exploratória “mais cara de uma empresa privada no Brasil”. As projeções anteriormente divulgadas “não devem mais ser consideradas válidas”.

Em 15/08, a OGX anunciou os resultados do 2T13: um prejuízo de R\$ 4,7 bilhões, incluindo *impairment* de R\$ 3,665 bilhões (referentes aos TBTI, TBAR e TBGA), R\$ 490,7 milhões em baixas de ativos (poços subcomerciais) e R\$ 956,8 milhões em perdas devido a cancelamentos de contratos com a OSX.

Em 27/08, notícias na mídia relatavam que o primeiro pagamento de US\$ 250 milhões do *farm-out* com a Petronas estaria sujeito à reestruturação do passivo da Empresa⁵⁵⁷. Como o primeiro pagamento era a única fonte de recursos novos previstos no curto prazo, o DB estimou que a Empresa zeraria seu caixa ainda no 3T13, se a put não fosse exercida⁵⁵⁸. Poucos dias depois (6/09), a OGX exerceu o put contra o AC, mas apenas

⁵⁵⁴ SEQUEIRA & FONSECA, 2013n, p. 1.

⁵⁵⁵ LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013g, p. 1.

⁵⁵⁶ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3181632/eike-admite-fracasso-na-tentativa-de-salvar-ogx>.

⁵⁵⁷ Relatado por SEQUEIRA & FONSECA, 2013p e MCGANN & VEGNER, 2013a.

⁵⁵⁸ SEQUEIRA & FONSECA [2013p]. A OGX pagaria uma multa de R\$ 3,4 milhões à ANP, mas economizaria R\$ 280 milhões em BAs.

US\$ 100 milhões seriam desembolsados imediatamente. Poucos dias depois (9/09), o AC anunciou que contestaria o aporte de US\$ 100 milhões na câmara de arbitragem.

Gráfico 79 – Evolução do Valor de Mercado e Eventos Importantes no Guidance em 2013

Para o IBBA⁵⁵⁹ e o MS⁵⁶⁰ a OGXP3 não teria mais valor, reforçada pela contestação do AC⁵⁶¹:

⁵⁵⁹ KOVARSKY & MENDES, 2013j.

⁵⁶⁰ MONTANARI & BELLINETTI, 2013d, p. 1.

⁵⁶¹ “Em setembro de 2013 a Diretoria da Companhia exerceu opção em face a seu acionista controlador para que esse subscrevesse novas ações, a R\$ 6,30 por ação, no montante de US\$ 1,0 bilhão. Ainda em setembro de 2013, o acionista controlador apresentou, “Notificação de Conflito” questionando as circunstâncias, validade e demais aspectos legais do pretendido exercício da opção” [OGX-DFP 2014, p. 95].

KOVARSKY & MENDES [2013j] relatam que o contrato da put continha condições precedentes que davam margens para contestações. Por exemplo, a OGX teria de realizar o plano de negócios acordado na data da assinatura (outubro de 2012); a OGX só poderia exercer a put perante constatação da sua incapacidade de captar recursos financeiros através de outras formas, incluindo o perdão (waivers) de credores, venda de ativos, venda de participação para investidor estratégico. Além disso, o exercício da put deveria se aprovado por conselheiros independentes (Pedro Malan, Ellen Gracie e Rodolfo Tourinho) que já não fazem mais parte do Conselho de Administração. Segundo a cláusula de arbitragem, a OGX e o Acionista Controlador teriam 60 dias para negociar uma solução, mas o caixa da Empresa poderia não durar tanto. No “melhor cenário” do IBBA, é que nenhum recurso será aportado pelo Acionista Controlador após a arbitragem.

A orientação excessiva [over-guidance], envios de confusas mensagens sobre a probabilidade de sucesso geológico minimizando o risco real incorporado na exploração, causou perdas maciças aos investidores nos últimos dois anos.

Um executivo muito graduado de uma companhia de petróleo nos perguntou recentemente quem deveria ser culpado por este terrível erro. Mas procurar por bodes expiatórios é uma receita para repetir um erro – ninguém comete um grande erro sozinho. Executivos renomados sobre-orientados [over-guided], mas também os analistas acreditavam facilmente nas histórias (no nosso caso particular, estávamos certos sobre a HRT desde o início, mas levamos muito tempo para desistir da OGX, pois achamos que a empresa teria algo em Campos depois de tudo). Enquanto isso, as regras da Bovespa transformaram uma empresa pré-operacional como OGX em um blue chip.

(...) O melhor conselho possível que podemos dar aos investidores é ficar longe de OGX. Mesmo supondo uma reestruturação societária bem-sucedida, nós vemos potenciais perdas para os acionistas. [KOVARSKY & MENDES, 2013j, p. 1].

5.3 SOPs e Benefícios Privados

“A gorda remuneração dos planos de opções também passou a ser um peso negativo na percepção geral. A avaliação é que, no lugar de alinhado com o risco do investidor, o administrador das empresas “X” é incentivado a sustentar e até potencializar o otimismo de Eike.

Em 2010, as cinco empresas do grupo (OGX, MMX, MPX, LLX e OSX) pagaram R\$ 243,8 milhões aos executivos, dos quais R\$ 222,5 milhões eram em opções de ações, ou 91%. Em 2011, com a primeira queda no valor dos papéis, o total diminuiu, mas a agressividade não. Dos R\$ 164,6 milhões pagos aos administradores, R\$ 131,7 milhões, ou 80%, eram dos planos baseados em ações.

O pagamento elevado com ações era uma forma do grupo atrair e reter talentos para os projetos. Mas agora muitos investidores veem nesse modelo um caminho para os executivos superdimensionarem os prognósticos, pegando uma carona na credibilidade de Eike. Por isso, há quem de fato acredite que o empresário não sabia que alguns resultados seriam mais fracos do que o esperado.

Outra queixa é o discurso coletivo de Eike, que fala sempre como grupo. Como as companhias são abertas individualmente, o investidor não quer correr riscos que não sejam do negócio no qual escolheu investir.”

Reportagem do Jornal Valor Econômico que relatou conversas com investidores do Grupo X⁵⁶².

“Meu corpo técnico me reafirmava, dia após dia, a mesma coisa [a OGX possuiria recursos aproximados de 10,8 bilhões de barris de petróleo]. Minhas empresas eram auditadas por três das maiores agências de risco do mundo e nunca uma delas veio a mim ou a público alertar que não era bem assim.”

GASPAR, 2014, p. 462.

“O essencial é invisível aos olhos.”

SAINT-EXUPÉRY, 2004, p. 72.

⁵⁶² VALENTI, G. e TORRES, F.. “Eike precisa retomar maior ativo: confiança.”. *Jornal Valor Econômico* de 10/07/2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/2743716/eike-precisa-retomar-maior-ativo-confianca>. Acesso em 6/12/2018.

Os Executivos, em particular na gestão de Paulo Mendonça (de junho de 2008 até junho de 2012), podem ter sido sistematicamente “otimistas” e superestimaram a performance da Empresa ou subestimaram seus riscos. HEATON [2002] explica que parte da literatura acredita que este comportamento pode ocorrer quando os executivos estão muito comprometidos com o sucesso da empresa, seja por questões patrimoniais e/ou de reputação profissional. Tal comportamento pode implicar em ações “irracionais” quando comparado com o paradigma tradicional de Finanças Corporativas, ou seja, os executivos como agentes que buscam maximizar o valor da empresa para seus acionistas, especialmente quando os resultados do plano de investimentos demoram para se materializar, como é o caso de exploração e produção de O&G. Nestas circunstâncias, aprender com a experiência é menos provável. Fluxo livre de caixa também pode incentivar executivos irracionais.

A literatura não conseguiu esclarecer se mecanismos de incentivo internos das empresas ou a “cultura corporativa” são capazes de eliminar executivos irracionais. Pode haver circunstâncias onde o principal, no caso o AC, tenha incentivado os Executivos a comportamentos irracionais.

O fato é que a maior parte da remuneração dos Executivos e membros do COAD da OGX era baseada em SOPs.

Tabela 58 – Proporção de cada elemento na remuneração total

	Remuneração Fixa	Remuneração Baseada em Ações ¹	
		Plano do Controlador	Plano da Companhia
Conselho de Administração	87%	-	13%
Diretoria	20%	80%	-

Nota: ¹ O Plano do Controlador não é dilutivo aos demais acionistas.

Fonte: AGO 27/4/2011, p. 40.

Poder exercer 20% ao ano do SOP OGX e do SOP AC, portanto antes de completar a campanha de E&P, é um exemplo contundente de “relação tênue entre performance e compensação”. Há relatos⁵⁶³ que mesmo o período de *vesting* foi antecipado ou encurtado pelo próprio AC:

“Eike foi vítima da decisão de acreditar em uma pessoa e outro erro gravíssimo foi dar muitos incentivos antes que os executivos entregassem os projetos. Ele criou um incentivo negativo.” Os Executivos podiam receber em 4 anos e, em alguns casos 2, já que ele [AC] abriu exceções para permitir a retirada parcial em metade do tempo. O farm-out foi sugerido para testar se os compradores

⁵⁶³ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3183354/como-atuava-o-dream-team-de-eike-na-ogx>

confirmavam a “tese” do dream team sobre a qualidade e quantidade de reservas. Depois do fracasso do farm-out veio a corrida para acelerar o início da produção. “Tirou-se petróleo em tempo recorde sem se preocupar se a companhia iria ganhar dinheiro”, disse uma fonte do JVE.

GASPAR [2014], também relata que existia conflito de interesses na estrutura organizacional interna da Empresa. A autora relata um trecho de conversa entre o AC e Luiz Eduardo Carneiro, na época, diretor de operações da recém-criada OSX e que em junho de 2012 se tornaria CEO da OGX. Não há data do diálogo, mas pelo fluxo da narrativa, pode ter ocorrido no começo de 2010. A conversa versava sobre a Área de Reservatórios, que analisa a viabilidade econômica de uma descoberta, e era subordinada à área de perfuração:

O geólogo sempre vai querer perfurar mais, mas a decisão de fazer isso só é tomada se o engenheiro de reservatório concordar. É como se a exploração e a engenharia de reservatórios tivessem um conflito de interesses (...) Por isso ninguém coloca um subordinado ao outro. A coisa é tão sensível que tem empresa que põe a área de reservatórios diretamente ligada ao dono. (...) Na Petrobrás era uma verdadeira guerra, com os técnicos debatendo por horas os melhores métodos, os riscos, os benefícios. (...) Aqui não tem nada disso. A área de exploração está subordinada à exploração e o Paulo Mendonça não consulta ninguém para nada! Só ele e o Paulo Ricardo (dos Santos, ex-PETR que assessorava diretamente o Dr. Oil) sabem exatamente o que acontece naqueles poços [GASPAR, 2014, p. 238-239].

Em 2010, dados coletados pela CVM sobre a remuneração de diretores estatutários e conselheiros das empresas brasileiras de capital aberto indicavam que os executivos da OSX (média de R\$ 8,39 milhões por diretor⁵⁶⁴), OGX (R\$ 7,15 milhões), MPX (R\$ 6,45 milhões) e LLX (R\$ 5,81 milhões) estavam entre os 10 mais bem remunerados⁵⁶⁵. No auge da crise em 2012, a OGX pagou bônus de R\$ 15 milhões aos executivos para “reter talentos”.

O mercado respondeu positivamente ao início da campanha exploratória no 2S2009 e as primeiras descobertas anunciadas entre outubro e dezembro (Vesúvio, Pipeline Waimea) com 2,0 a 4,3 bboe de volumes recuperáveis estimados.

⁵⁶⁴ Inclui contribuição patronal ao INSS.

⁵⁶⁵ TORRES, F. “Remuneração da chefia sobe 14% em 2011, mas desacelera”, *Jornal Valor Econômico*, 31/05/2012, versão online. Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/2684364>. Acesso em 5/12/2018.

Gráfico 80 – Evolução da OGXP3 em 2009 (R\$ nominais por ação, pré-split)

Em dezembro de 2009, Paulo Mendonça (Diretor de Exploração e Produção de 2007 a 22/4/09; Diretor Geral e Diretor de Exploração de 22/4/09 a 27/4/12; Diretor Presidente de 27/4/12 a 28/6/12) e Marcelo Faber Torres (Diretor RI desde 12/6/08 a 27/4/12) venderam R\$ 30,90 milhões em ações da OGX. Dados da CVM 358 revelaram a movimentação ao público, mas não identificavam seus autores que só vieram a ser conhecidos anos depois através de processos judiciais.

Tabela 59 – Venda de Ações pelo DRI e DEX em 2009 (Instrução CVM 358)

Quantidade OGXP3 vendidas pelo DRI	Datas	Valor R\$ Milhões	Quantidade OGXP3 vendidas pelo DEX	Datas	Valor R\$ Milhões
3.000	7/12/09	4,92	3.000	7/12/09	4,92
700	8/12/09	1,12	700	8/12/09	1,12
3.900	9/12/09	5,83	3.900	9/12/09	5,83
2.400	10/12/09	3,58	2.400	10/12/09	3,58
Total		15,45			15,45

Fonte: Denúncia do MPF (Ref. Notícia de Fato n. 1.34.001.002738/2014-71), p. 14

Segundo a Instrução 480 da CVM, art. 45, o diretor de RI (“DRI”) é responsável pela prestação de todas as informações exigidas, mas o dever desse executivo não diminui o dos demais administradores (art. 46). A comunicação com o mercado é responsabilidade

direta do Presidente da empresa e do DRI. Cabia a Paulo Mendonça (CEO de 4/09 a 6/12) e Marcelo Torres (DRI até 4/12) a tarefa de frear e filtrar os arroubos otimistas do AC. A OGX, de 2008 a 2013, divulgou 114 FRs. Desde fevereiro de 2003, quando a CVM implementou o sistema eletrônico, a Ambev, a maior empresa da bolsa brasileira, emitiu 41 FR e a PETR um total de 155.

A dinâmica só mudou quando as notícias começaram a não ser tão boas, quando a Empresa passou a publicar mais Comunicados do que FRs. *“Contar boas novas com festa e minimizar notícias ruins tende a ser prática corriqueira das companhias abertas. O limite desse comportamento não está nada claro e a expectativa é que a questão seja avaliada agora pela CVM.”*⁵⁶⁶

Em junho de 2011, o Diretor de Exploração, o DRI e agora o Diretor Jurídico da OGX José (Roberto Favaret, Diretor Jurídico, “DJUR”, de 6/8/08 a 15/10/13) venderam R\$ 16,47 milhões de ações da OGXP3:

Tabela 60 – Venda de Ações pelo DRI, DEX e DJUR em 2011 (Instrução CVM 358)

Diretor	Data	Quantidade	Valor total (R\$)
DRI	09/06/2011	71.500	1.106.170,96
DRI	10/06/2011	192.300	2.913.190,51
DRI	13/06/2011	5.200	78.655,34
DRI	14/06/2011	66.200	988.860,85
DRI	15/06/2011	222.300	3.198.634,89
DRI	16/06/2011	122.700	1.743.310,92
DEX	09/06/2011	33.700	521.370,12
DEX	10/06/2011	90.800	1.375.547,05
DEX	13/06/2011	2.500	37.815,09
DEX	14/06/2011	31.300	467.542,97
DEX	15/06/2011	105.000	1.510.826,19
DEX	16/06/2011	57.900	822.638,13
DJUR	09/06/2011	12.200	188.745,24
DJUR	10/06/2011	32.700	495.378,7
DJUR	13/06/2011	900	13.613,42
DJUR	14/06/2011	11.300	168.793,47
DJUR	15/06/2011	37.700	542.458,56
DJUR	16/06/2011	20.900	296.945,38

Segundo a Instrução 480, artigos 14 e 15: *“o emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor ao erro.”* CVM estaria revisando as Instruções 358 e 480, em parte motivada pelo Grupo X, incluindo a comunicação da empresa via outras plataformas como o Twitter. *“Não há, até o*

⁵⁶⁶ Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/3202056>

momento, suspeitas de comportamentos mais graves, como fraude (...) nada substitui a diligência dos investidores e acionistas.”⁵⁶⁷

A venda de ações por parte de membros do COAD e Executivos continuou em 2012, no auge da crise de confiança gerada pelos fluxos de TBAZ. Mas nenhum Analista por nós revisado comentou este fato público em seus relatórios. Em 2013 foi a vez do AC vender suas ações. Executivos e membros do COAD não reportaram transações de venda na Instrução CVM 358.

Tabela 61 – Venda de Ações de Pessoas Relacionadas entre 2009 e 2013 (Instrução CVM 358) em R\$ Milhões

	COAD	Diretoria	AC
7 a 10/12/09		31,33	
9 a 16/6/11		16,47	
15/8/11 a 1/2/12	2,66		
29/5 a 10/9/12		2,14	
13/2 a 20/12/12	13,16		
26/3 a 3/9/13			324,14
Total	15,82	49,94	324,14

Na época, a Instrução CVM 358 (3/1/2002) regulava a divulgação de informações relevantes, inclusive a compra e venda, direta ou indireta (derivativos) de valores mobiliários da companhia por acionistas, diretores, membros do conselho de administração e pessoas ligadas. Originalmente, a divulgação deveria ocorrer em até 10 dias após o término do mês em que se verificou a negociação (artigo 11, parágrafo 5).

Pelas regras da CVM 358 somente o primeiro escalão de uma empresa de capital aberto eram obrigados a divulgar transações acionárias, mas o segundo escalão não.

Aparentemente, não foi apenas o exercício de opções dos SOPs que indicam a busca por benefícios privados. A própria Empresa divulgou evidências de apropriações indevidas quando, em 10/5/2012, publicou seu “Código de Conduta”. Na página 8 lê-se:

Seguem abaixo exemplos de situações de mau uso com as quais nos deparamos:

- *Uso das instalações das empresas do Grupo EBX para ganho pessoal;*
- *Uso excessivo de ligações telefônicas ou fax interurbanos para propósitos pessoais;*
- *Retirada de material de escritório ou equipamento para consumo ou uso pessoal, fora da empresa;*

⁵⁶⁷ Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/3202056>

- *Cópias não autorizadas de programas de software para computadores;*
- *Acesso à internet em sites de conteúdo não relacionado com atividade desenvolvida pelo colaborador;*
- *Uso do cartão de crédito da empresa para compras pessoais.*

GASPAR [p. 91] relata que a Montana Dakota Utility (MDU), sócia do AC na Termo Ceará “queixava-se do descontrole nos gastos e viviam reclamando com os sócios do abuso do cartão de crédito corporativo para pagar despesas pessoais do AC, com empregados ou viagens em família.”

Se a OGX não conseguia controlar os gastos com o cartão crédito corporativo de seus Executivos e o uso indevido de seus ativos, como conseguiria controlar os dispêndios de uma campanha de E&P de R\$ 13,8 bilhões em 51 blocos e 6 bacias sedimentares?

5.4 AC e Partes Relacionadas

Ao longo da história do Grupo X, o AC mostrou evidências de seu comprometimento com o futuro de suas empresas. Mas há evidências de conflitos de interesse também. A ironia é que os acionistas minoritários da OGX foram alertados para esta possibilidade já no Prospecto do IPO:

Poderemos estar sujeitos a conflitos de interesses em transações futuras com partes relacionadas. Esperamos nos beneficiar das sinergias com outras empresas do Grupo EBX durante a exploração, desenvolvimento e produção dos nossos projetos (...) Nesse sentido, podem surgir conflitos de interesse em função do nosso relacionamento com outras empresas do Grupo EBX e com nosso Acionista Controlador (...) Nosso Acionista Controlador poderá favorecer outras empresas em detrimento de nosso negócio, e neste caso, nossa situação financeira e os resultados das nossas operações poderão ser afetados de modo adverso e significativo [Prospecto OGX, 2008, p. 78].

O Sr. Eike Batista, nosso Acionista Controlador, poderá tomar determinadas decisões relativas ao nosso negócio sem a participação de todos os nossos acionistas que poderão conflitar com os interesses dos nossos acionistas. O Sr. Eike Batista detinha aproximadamente, por meio da Centennial Asset, 55,45% do nosso capital votante antes de efetivar esta oferta, sem considerar o exercício do bônus de subscrição pela Centennial Asset, e deterá cerca de 62,71% do nosso capital votante após a consumação desta Oferta, considerando o exercício do bônus de subscrição e sem considerar o exercício da Opção de Ações Suplementares e considerando as Ações Adicionais. (...) Dessa forma, o Grupo EBX, controlado pelo nosso Acionista Controlador, detém poder de voto suficiente para unilateralmente: nomear a maioria dos membros do nosso Conselho de Administração; dar o voto decisivo relativo a uma alteração em nosso controle, ainda que esta não vise o melhor interesse dos nossos acionistas; dar o voto decisivo relativo a uma fusão estratégica com outra empresa que poderia acarretar benefícios consideráveis para as empresas que participarem da fusão; restringir a oportunidade dos nossos outros acionistas receberem a diferença entre o valor contábil e o valor pago por suas ações em qualquer reestruturação societária, inclusive uma incorporação, fusão ou cisão; e influenciar nossa política de dividendos [Prospecto OGX, 2008, pg. 82].

Elementos cruciais das governanças corporativas das empresas do Grupo X eram parecidas com a Estrutura de Governança: capital aberto no Novo Mercado; significativos SOPs para seus executivos e membros dos Conselhos de Administração; participação societária significativa do AC; participações cruzadas de executivos nos Conselhos de Administração das empresas irmãs. Portanto, a princípio, as duas empresas do Grupo X com significativas relações comerciais com a OGX poderiam estar expostas ao “risco de contágio” com sua a Heroína Organizacional. Esse contágio parece

ter acometido a OSX, mas não a MPX, possivelmente devido à participação de sócios minoritários importantes como a E.ON e o BNDESPar. A OSX tinha como sócio a Hyundai (10%), mas sua participação era mais focada no apoio técnico e transferência de tecnologia.

A OGX e OSX estavam ligadas através de três relações: cliente-fornecedor, em termos operacionais; societária indireta, uma vez que compartilhavam o mesmo acionista controlador; gestão, uma vez que os executivos de ambas empresas participavam dos Conselhos de Administração.

A relação cliente-fornecedor teria sido motivada pela política de conteúdo nacional nos equipamentos de E&P de O&G⁵⁶⁸ e pelo aumento nas projeções do *ramp-up* da produção da OGX anunciado em 11/01/2010, que demandaria 48 equipamentos de produção até 2019 (19 FPSOs, 5 TLWPs e 24 WHPs). A OSX viabilizaria a conformidade com o requisito de conteúdo local e “*ultrapassar o gargalo nos estaleiros brasileiros*”⁵⁶⁹. Mas era uma encomenda substancial comparada com a PETR, que entre 2012 a 2020, compraria 43 plataformas submersíveis e FPSOs, e 6 *jackets* e TLWP⁵⁷⁰.

Ainda em 2010 (22/09), alguns Analistas questionaram o AC sobre a capacidade da OSX em servir a OGX, pois o licenciamento ambiental em Santa Catarina estava atrasando a construção do estaleiro⁵⁷¹.

Em novembro de 2011, se discutia os possíveis impactos das novas exigências de conteúdo local, com foco em três preocupações sobre a nova regulação: (1) sua efetividade, dada a limitada capacidade da ANP de monitorar sua implementação; (2) sua possível relação com o aumento de transações de M&A envolvendo IOCs que deixaram o país; (3) os desafios para desenvolver a indústria local para atender o rápido e significativo aumento do E&P no Brasil, especialmente no pré-sal. A PETR planejava investir US\$ 53 bilhões entre 2011-15 no pré-sal para conseguir produzir 0,5 bbpd até 2015. “*A Petrobras estava desenvolvendo o pré-sal em uma notável velocidade: desde a primeira descoberta em 2006 até o primeiro óleo no campo de Lula demorou cerca de três anos.*”⁵⁷² E a indústria de O&G crescia mesmo sem novas rodadas de leilões da ANP desde 2008⁵⁷³.

⁵⁶⁸ Até a 4ª Rodada dos leilões ANP, não havia exigência de conteúdo local. Na 5ª e 6ª Rodadas, começou a se exigir um percentual mínimo de conteúdo local que variava de acordo com a localização e características de cada bloco (ex. blocos terrestre tinham um percentual maior dos que os marítimos). Na 7ª Rodada começou a exigência de um percentual mínimo por item específico.

Segundo relato de SEQUEIRA & FONSECA, 2011g, dos R\$ 17 bilhões investidos em exploração na 7ª Rodada, R\$ 12 bilhões foram declarados como sendo de conteúdo local, entretanto, apenas 20% (R\$ 3,4 bilhões) eram certificados por alguma das 20 companhias independentes de certificação. Se as empresas não fossem capazes de provar a origem destes serviços e equipamentos, elas teriam de pagar uma multa de 60% do montante não certificado.

⁵⁶⁹ DARIPA, 2010b, p. 1.

⁵⁷⁰ SEQUEIRA & FONSECA, 2010a, p. 33 e SEQUEIRA & FONSECA, 2012a, p. 14.

⁵⁷¹ SEQUEIRA [2010b].

⁵⁷² SEQUEIRA & FONSECA, 2012a, p. 3.

⁵⁷³ A 9ª Rodada havia sido a última com blocos offshore. A 10ª Rodada somente ofertou blocos terrestres. Segundo SEQUEIRA & FONSECA [2012a] a interrupção dos leilões estaria relacionada com a indefinição da distribuição das receitas tributárias entre Estados produtores, não produtores e municipalidades.

Neste contexto, a princípio, a constituição de um estaleiro próprio para apoiar a produção da OGX parecia fazer sentido. O AC afirmava que fabricar no Brasil seria, “no mínimo”, 20% mais barato, do que “qualquer outro estaleiro”⁵⁷⁴.

Também, a princípio, para alinhar interesses, os Executivos participavam do Conselho de Administração da OSX e vice-versa. E como membros do Conselho de Administração, é possível que os Executivos participassem também do SOP da OSX.

Tabela 62 – Executivos que Participavam no CA do Grupo X

Nome	Conselho			Diretoria		
	Empresa	Cargo	Ano	Empresa	Cargo	Ano
Eduardo Karrer	OGX	Conselheiro	2010/2012	MPX	Diretor Presidente e RI	2007/2013
	CCX	Conselheiro	2012			
	OSX	Conselheiro	2012			
Eike Batista	OGX	Presidente	2008/2013	OGX	Diretor Presidente	2009/2011
	MMX	Presidente	2006/2015	MMX	Diretor Presidente	2006/2008
	CCX	Presidente	2012/2014	CCX	Diretor VP	
	OSX	Presidente	2008/2015			
	LLX	Presidente	2008/2012			
	MPX	Presidente	2007/2012			
Luiz E. G. Carneiro	OGX	Conselheiro	2010/2011, 2013	OSX	Diretor Presidente	2009/2011
	OSX	Conselheiro	2012	OGX	Diretor Presidente	2012
	MPX	Conselheiro	2012			
Luiz R. Landim	OGX	Conselheiro	2008/2009	OGX	Diretor Presidente	2008
	MMX	Conselheiro	2007/2009	MMX	Diretor Geral e RI	2006
	MPX	Conselheiro	2007/2009	OSX	Diretor Presidente	2008
	LLX	Conselheiro	2008/2009			
Paulo M. Mendonça	MPX	Conselheiro	2010/2011	OGX	Diretor Geral e de Exploração	2008/2011
	OSX	Conselheiro	2009/2011			

Em 2011, um Relatório do BTG, estimava a produção das plataformas da OSX para as metas de produção da OGX (versão de 2011):

Provavelmente, a implicação seria aumentar os royalties e impostos especiais. A expectativa era que a 11ª rodada não incluiria blocos offshore em Campos, Santos e ES com potencial de pré-sal.

⁵⁷⁴ “OGX vai encomendar mais quatro plataformas este ano, diz Eike”, JVE, Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/1039608/ogx-vai-encomendar-mais-quatro-plataformas-este-ano-diz-eike>.

Tabela 63 – Metas para o Ramp-up x FPSOs da OSX

	2011	2012	2013	2015
Metas Produção OGX (kboed)	20	50	150	730
Produção por FPSO da OSX	4	40	100	263
OSX-1 (Keppel)	4	40	60	43
OSX-2 (SBM Offshore)			20	90
OSX-3 (Jurong)			20	90
OSX-4				20
OSX-5				20
% FPSOs / Produção Total	20,0%	80,0%	66,7%	36,0%

Fonte: GATTASS & FONSECA, 2011c, p. 14.

As projeções indicavam não apenas a significativa contribuição das FPSOs da OSX, mas também a importância do cronograma de entrega e comissionamento (incluindo as devidas licenças ambientais) destes equipamentos para o *ramp-up* da OGX. As três primeiras FPSOs seriam construídas em estaleiros no exterior, mas as outras seriam construídas na Unidade de Construção Naval (“UCN”) no Complexo Industrial de Açu.

A UCN teria capacidade para processar 180 mil toneladas de aço por ano, podendo chegar a 400 mil. A empresa pretendia entregar 10 FPSO e 11 WHPs (plataformas fixas para águas rasas) até 2015 para a OGX. Deste total, 7 FPSOs e 9 WHPs seriam construídas em Açu. A encomenda da OGX era de 48 unidades offshore para a OSX nos próximos 10 anos.

A OGX não era o único cliente da OSX. Entre 2011 e 2012, a OSX acumulou 23 encomendas somando US\$ 7,0 bilhões. Deste *backlog*, 7 equipamentos eram da OGX, cujas compras previstas somavam um total de 48 equipamentos.

Tabela 64 – Backlog OSX em 31/10/2012

Cliente	Data Anúncio Contratação	Objeto	Valor (US\$ milhões)	Entrega Prevista	Financiamento (US\$ milhões)
OGX		FPSO OSX-1	775	n.d.	R\$ 780,5
OGX	Out./2011	FPSO OSX-2	n.d.	n.d.	428 ⁵⁷⁵
OGX		FPSO OSX-3	800	3T13	500 ⁵⁷⁶
Sapura Navegação Marítima	Fev./2012	1 navio lançador de linha (PLSV)	263	n.d.	n.d.
Kingfish	Mar./2012	10 navios tanque	732	2017	n.d.
Sete Brasil	Mar./2012	2 sondas	1.600	n.d.	n.d.
OGX	Abr./2012	WHP-1	n.d.	1T14	n.d.
OGX	Abr./2012	WHP-2	n.d.	4T13	n.d.
OGX	Mai./2012	FPSO OSX-4	850 a 900	2T14	n.d.
OGX	Mai./2012	FPSO OSX-5	850 a 900	2T14	n.d.
PETR, BP, Petrogal	Ago./2012	P-67(*)	900	n.d.	n.d.
PETR, BP, Petrogal	Ago./2012	P-70(*)	900	n.d.	n.d.
Total Backlog		23	7.000		

Nota: parceria OSX (49%) e Mendes Junior Trading e Engenharia (51%).

A OSX concorria com outros estaleiros brasileiros que estavam sendo construídos para capturar a demanda do O&G brasileiro, como por exemplo, o Estaleiro Atlântico Sul (Queiroz Galvão, Camargo Corrêa e Samsung), Oberecht O&G, Sete Brasil (onde o BTG detinha 30%, EIG Global Energy Partners).

Ou seja, o *backlog* indicava que a OSX era competitiva e sua dependência com a OGX era significativa, porém não absoluta. Mas a dependência de recursos do AC para a viabilidade da OSX era significativa e já havia começado no IPO em março de 2010. O IPO da OSX foi difícil⁵⁷⁷: a oferta teve de ser reduzida em 40% e o AC teve de comprar 16% das ações e ainda outorgar uma put de US\$ 1,0 bilhão que poderia ser exercida até 2013.

⁵⁷⁵ Em 26/10/11, a OSX anunciou que obteve US\$ 850 milhões de financiamento, equivalente a 80% do capex do OSX-2, com juros de Libor + 4,41% ao ano com 12 anos para amortizar (líderes: ING, IBBA e Santander. Demais membros do sindicato: HSBC, Citibank, ABN-Amro, BB e NIBC). A OSX-2 seria afretada pela OGX por 20 anos para Waimea. Mas, em 4/05/2012, a OSX recebeu apenas US\$ 428 milhões. O Citibank e IBBA assinaram empréstimos pontes no valor de US\$ 25 M e US\$ 80 M respectivamente.

⁵⁷⁶ Em 23/03/12, a OSX obteve financiamento com juros de 9,25% ao ano (pagamentos trimestrais), vencimento em 2015. Coordenadores: Pareto Securities e DNB Markets.

⁵⁷⁷ O intervalo do *book building* era de R\$ 1.000 a R\$ 1.333, mas fechou por R\$ 800/ação, a oferta foi 44,4% menor (de 5,511 para 3,063 milhões de ações) e o AC teve de participar com US\$ 300 milhões, que representaram 21,8% de um total de R\$ 2.450,4 milhões ou US\$ 1.373,2 milhões. Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/2570980>

A estratégia de financiamento da OSX era composta por três elementos: a put do AC; financiamentos em US\$ do tipo “*asset-backed*” para cada grande equipamento encomendado; financiamento específico e subsidiado para a UCN.

Inicialmente, a UCN seria construída em Santa Catarina e foi orçada em R\$ 3,0 bilhões, dos quais R\$ 2,7 bilhões seriam financiados Fundo da Marinha Mercante (“FMM”) e o restante através de aportes de capital do AC. Metade do financiamento do FMM seria estruturado através de repasses do BNDES e CEF, com prazo de 4+20 anos e juros de US\$ + 3,38% ao ano. Devido a dificuldades no licenciamento ambiental, em 2011, a UCN acabou sendo construída no Porto de Açu, pertencente à LLX.

Em 10/01/2012, a OSX obteve US\$ 227,9 milhões de empréstimo ponte do BNDES para a UCN (18 meses, juros de 5,40% ao ano). As obras tiveram início em julho de 2011 com start das atividades de corte de chapas previsto para 1T2013. Em março (16), o AC anunciou que o aporte de US\$ 1 bilhão seria em quatro parcelas, cujos desembolsos começariam em novembro 2012 e terminariam em 2013. Anunciou também que o IBBA ofereceu propostas firmes de R\$ 1,8 bilhão para empréstimos ponte com prazo de 2 anos.

Em outubro (17), o custo das obras da UCN somava R\$ 4,8 bilhões, 40% a mais do que o estaleiro originalmente previsto em Santa Catarina (R\$ 3,4 bilhões). Até o fim do mês (31), o repasse de R\$ 2,7 bilhões do FMM (CEF e BNDES) ainda não havia acontecido, mas a OSX continuava a investir. Ao todo, em 2012, a OSX investiu R\$ 4,4 bilhões só em 2012: OSX2, 3, 4 e 5, WHP 1 e 2; e R\$ 1,36 bilhões na UCN. Terminou o ano com R\$ 1,7 bilhão no caixa, graças ao 1º desembolso do FMM de R\$ 627 milhões via CEF e os US\$ 250 milhões do put. A dívida líquida somava R\$ 5,5 bilhões, parte dela em empréstimos ponte com vencimento em 2013. O CEO anunciou que a captação de US\$ 250 milhões em financiamentos para a OSX-3 estava avançando. A operação de financiamento para a WHP2 teria sido enquadrada no BNDES em fevereiro de 2013.

Porém, ao longo de 2012 começaram a surgir indícios que as encomendas da OGX poderiam estar superdimensionadas para suas necessidades. Por exemplo, em 13/03/2013, quando a Empresa declarou a comercialidade de TBTI, TBGA e TBAR, com um volume recuperável estimado em 0,206 bboe, que somados às declarações de TBAZ (0,110) e TBMT (0,285) não alcançaria o volume contingente 2C de 0,700 bboe estimado pelo 3º D&M, que, na época, a OGX considerou conservador. Esse volume estimado não justificaria mais do que três FPSOs⁵⁷⁸, mas a OGX havia encomendado cinco. Provavelmente não haveria uso para a OSX-4 e OSX-5 na OGX.

Em 26/3/2013, OGX divulgou seu saldo de caixa em 31/12/2012: US\$ 1,65 bilhão, que segundos alguns Analistas estaria aquém dos investimentos projetados e a questão do exercício da put, que o AC outorgou em outubro (24/10) se tornou crucial.

As ações da OSX que, um mês antes, já tinham se desvalorizado a um patamar equivalente ao seu valor de liquidação (R\$ 7,00), em 25/3, estavam ainda valendo

⁵⁷⁸ OSX-1, OSX-2 e OSX-3. A OSX-3 deveria chegar ao Brasil no 3T13 e começar a produzir no 4T13 [AUDI & FALANGA NETO, 2013c].

menos (R\$ 4,21). “Mas o mercado não se importava mais com valor”, interpretava os analistas do CS:

Além das preocupações com a situação financeira do grupo EBX, números de produção pobres da empresa irmã OGX e a “falha” recente da OSX para captar US \$ 265 milhões para o FPSO OSX-3, as ações caíram cerca de 40% e agora estão em R\$ 4,2/ação. As ações da OSX estão claramente precificando que a OGX nem poderá cumprir suas obrigações mínimas. [LEITE, CANHEU & SOBREIRA, 2013e, p. 1].

O DFP do 1T2013 da OSX foi divulgado em 15/5, relatou uma dívida bruta de R\$ 5,5 bilhões. A OSX reavaliaria seu plano de negócios com prioridade para projetos geradores de caixa e redução no ritmo das obras da UCN devido à falta de confirmações de encomendas. Os atrasos nos desembolsos do BNDES e CEF podem estar relacionados aos aportes e garantias do AC, cujas incertezas aumentaram com a perda de Valor de Mercado da OGX. As perdas acumuladas na OSX3 no mês de maio (até o dia 20) foi de 76,53% e OGXP3 de 60,73%. O mercado teria começado a precificar o “calote” da OGX nos contratos atuais⁵⁷⁹.

Gráfico 81 – OGXP3 e OSX3 entre Abril/2011 e Outubro/2013 (15/04/2011 = 100)

⁵⁷⁹ Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/3133268/revisao-estrategica-traz-forte-volatilidade-para-osx>.

Com disponibilidades limitadas, o CS estimava que a OSX teria de exercer a put de US\$ 0,5 bilhão contra o AC, caso contrário, seu caixa se esgotaria em novembro⁵⁸⁰.

Em meados de 2013, a situação financeira da OSX, possivelmente a da OGX também, começou a comprometer a confiança dos clientes na entrega de seus pedidos. Em junho (19), a Kingfish cancelou sua encomenda de 11 navios-tanque (US\$ 732 milhões).

Em 17/5, OSX anunciou o exercício de US\$ 120 milhões (R\$ 243 milhões) da put contra o AC por R\$ 40,14/ação quando a OSX3 estava precificada a R\$ 2,40. Ainda em junho (19), a OSX anunciou a paralisação das obras da UCN para focar em afretamento (OSX-1). Contratou a Alvarez & Marsal para reestruturar seu passivo. No curto prazo, havia os vencimentos de dois empréstimos ponte: o IBBA com R\$ 523,14 milhões (venceria em 21/6) e o BNDES com R\$ 492,12 milhões (15/8).

Mas não era apenas a OSX que estava pressionada com vencimentos de financiamentos:

- Com dívida de R\$ 3,1 bilhões (sendo R\$ 1,2 bilhão no CP e caixa de R\$ 1,2 bilhão em 30/3/13), a MMX estaria negociando venda de participação para a Glencore Xstrata, a trading holandesa Trafigura e outros. O AC detinha 59,3% da MMX e poderia vender só o Porto Sudeste cujo start-up estava programado para o fim de 2013. O projeto Serra Azul tinha sido adiado para além de 2015⁵⁸¹.
- A LLX estaria renegociando prazos com BNDES (R\$ 527 milhões que venceria em 15/9) e BBD (R\$ 356,8 milhões em 19/2/14). A LLX já tinha investido R\$ 3,8 bilhões em Açú em parceria com a AA, mas ainda faltaria investir R\$ 1,2 bilhão (o caixa era de R\$ 764 milhões em 30/6/13). A LLX, ainda pré-operacional, estava em estágio mais embrionário: ainda não tinha algumas LAIs e precisava investir para completar as obras em 2014, mas não possuía o financiamento para tal.
- Em 31/12/12, a MPX tinha dívida líquida de R\$ 5,4 bilhões dos quais R\$ 1,9 bilhão venceriam ainda em 2013, mas a empresa já era operacional, mas em 2012, gerou um EBITDA negativo de R\$ 374 milhões⁵⁸². O AC estava negociando a venda da MPX para a E.ON⁵⁸³.

⁵⁸⁰ SEQUEIRA & FONSECA, 2013h, p. 7, relata que os FPSOs OSX-1, 2 e 3 estavam alugados pela OGX por 20 anos por US\$ 263 mil/dia (OSX-1) e US\$ 360 mil/dia (OSX2 e 3), enquanto os dois WHPs estavam alugados por 25 anos por US\$ 320 mil/dia. Os contratos previam multas caso a OGX devolvesse os equipamentos antes do término do aluguel.

⁵⁸¹ O programa de investimentos da MMX em Serra Azul, MG, era orçado em R\$ 4,8 bilhões. A MMX, onde o AC já havia aportado de R\$ 1,37 bilhão, possuía capacidade para produzir 8 milhões de toneladas de minério de ferro, e o projeto de Serra Azul acrescentaria mais 29 milhões à capacidade. A previsão do start da mina era para o 2S2015. Para viabilizar Serra Azul, a MMX negociava financiamentos de R\$ 3,2 bilhões com o BNDES, que em março de 2013, ainda não havia sido aprovado. O AC teria “suportado praticamente sozinho” o aumento de capital de R\$ 1,37 bilhão, pois não foi acompanhado pelos seus dois maiores sócios, a chinesa Wisco e a sul-coreana SK Networks (Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3027582/ebx-se-apoia-no-bndes-para-tocar-seus-projetos>; <https://www.valor.com.br/empresas/3035024/esteves-levara-fundos-soberanos-eike>).

⁵⁸² Na época, a MPX tinha cinco usinas com 1,25 GW de capacidade instalada (4 térmicas, sendo 2 a carvão, 1 GN e 1 a óleo diesel, e mais uma solar) o que garantiria uma receita bruta anual de R\$ 1 bilhão, e mais duas usinas (Pecem II e Parnaíba I e II) estavam próximas do start-up ainda em 2013 (2,814 GW), podendo chegar a 9,647 GW até 2018.

⁵⁸³ Na época a E.ON tinha 58,2 GW de capacidade instalada, receita líquida de € 132 B, LL de € 2,64 B, DL de € 14,65 B.

- Em 31/12/12, a dívida líquida consolidada do Grupo X somava R\$ 15,8 bilhões (R\$ 10 bilhões dos quais seriam repasses do BNDES), sendo R\$ 8,3 bilhões em caixa. O JVE relatou que investidores temiam que o AC teria contraído empréstimos como pessoa física em bancos privados e dado ações em garantia. Diante da queda acumulada da OGX, que só em 2012 foi de 67,84%, o AC teria renegociado as garantias, mas estaria com dificuldades de obter novas linhas. Procurado pelo VJE, o AC não se manifestou. A EBX informou que estava capitalizada e com os recursos (*funding*) “equacionados” para os próximos anos. O BNDES disse que o AC tinha ativos para vender e pagar seus empréstimos, o que já teria começado a fazer⁵⁸⁴. O mercado não tinha informações sobre a EBX que era capital fechado.

Em 31/12/12, a dívida bruta total do Grupo X somaria R\$ 24,8 bilhões, sendo que a EBX tinha R\$ 1,44 bilhão em vencimentos até junho. Credores: R\$ 6 bilhões BNDES; R\$ 2,16 bilhões com CEF; IBBA com R\$ 1,76 bilhão; BBD com R\$ 1,53 bilhão. Essas informações, entretanto, não revelam o cenário completo. O BBD e IBBA podem ter exposição de R\$ 5 bilhões cada na EBX e o BTG teria R\$ 1,6 bilhão a receber, sem contar com a linha de crédito de US\$ 1 bilhão disponibilizada recentemente.

⁵⁸⁴ “Projetos de Eike dependem cada vez mais do BNDES”, JVE, 1/3/13. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3027668/projetos-de-eike-dependem-cada-vez-mais-do-bndes>. Acesso em 7/12/18.

Tabela 65 – Dívida Bruta do Grupo X em 31/12/12- Principais Credores (em R\$ Milhões)

	OSX	MPX	MMX*	LLX	OGX	Total	%
Bonds	1.024	-	-	-	7.399	8.423	33,9%
BNDES	492	3.537	1.471	512	-	6.012	24,2%
CEF	1.053	347	-	757	-	2.156	8,7%
IBBA**	740	282	530	-	208	1.760	7,1%
BBD**	-	64	552	912	-	1.528	6,1%
SAN	330	104	38	-	208	680	2,7%
BTG**	82	410	-	-	-	493	2,0%
Citi	134	306	-	-	-	440	1,8%
BNB	-	435	-	-	-	435	1,8%
HSBC	217	135	-	-	-	352	1,4%
MS	-	100	-	-	230	331	1,3%
BID	-	307	-	-	-	307	1,2%
ABN	248	-	-	-	-	248	1,0%
ING	248	-	-	-	-	248	1,0%
CS	192	39	-	-	-	232	0,9%
BBD	134	-	-	-	-	134	0,5%
NIBC	134	-	-	-	-	134	0,5%
DVB	114	-	-	-	-	114	0,5%
Ekspotfinans	114	-	-	-	-	114	0,5%
Credit Agricole	114	-	-	-	-	114	0,5%
ABC	107	-	-	-	-	107	0,4%
BofA	82	-	-	-	-	82	0,3%
Desconhecidos	-	-	519	-	-	519	2,1%
Custos não alocados	(115)	-	-	-	-	(115)	-0,5%
Total	5.446	6.067	3.110	2.181	8.045	24.849	100,0%
%Total	21,9%	24,4%	12,5%	8,8%	32,4%	100,0%	

(*) Dados Estimados, pois MMX parou de divulgar esses dados em 2012.

(**) Estimativas incompletas.

Fonte: JVE⁵⁸⁵

- O JVE relatou que até junho venceriam R\$ 629 milhões em dívidas na OSX (R\$ 106 milhões do ABC e R\$ 523 milhões do IBBA). A dívida da LLX de R\$ 575 milhões com o BBD venceria em abril. A MPX teria de quitar ou rolar até o fim de junho R\$ 64 milhões com o BBD e R\$ 174 milhões com o IBBA. Entretanto, a EBX afirmou

⁵⁸⁵ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3078554/ebx-tem-r-144-bilhao-em-vencimentos-ate-junho>

que “*não há qualquer pressão dos bancos credores para execução de garantias de suas companhias*”⁵⁸⁶.

Em junho (25), o JVE⁵⁸⁷ apurou que a OSX já não pagava centenas de pequenos fornecedores e prestadores de serviços desde abril. A Acciona teria já demitido 600 dos 1.600 funcionários que trabalhavam na UCN como terceirizados.

Em 1/07, OGX anunciou: (1) o pagamento imediato de US\$ 449 milhões à OSX para cobrir os custos de equipamentos encomendados, porém ainda não entregues (FPSO OSX-3 e o WHP-2)⁵⁸⁸; (2) apesar de programar o fechamento do TBAZ até o fim do ano, o contrato de aluguel da FPSO OSX-1 continuaria a ser honrado (US\$ 263 mil por dia); (3) o desenvolvimento de TMTB seguiria o planejamento, portanto a FPSO OSX-3 estava confirmada; (4) as encomendas da FPSOs OSX-4 e OSX-5, WHP-3/4 à OSX seriam suspensas. No mesmo dia, a OSX iniciou tratativas com financiadores e fornecedores para “readequação aos cancelamentos da OGX”⁵⁸⁹.

A OSX tinha financiamentos com bancos importantes para a EBX e o Grupo X: BNDES, CEF, IBBA e BBD. O JVE⁵⁹⁰ relatou que o pagamento de US\$ 449 milhões indica que a OSX era o problema mais urgente do Grupo, pois concentra os vencimentos de CP. MER relatou que a dívida seria de R\$ 2,151 bilhões sendo R\$ 1,037 bilhão com CEF, R\$ 515,1 M com IBBA, R\$ 491,3 milhões com BNDES e R\$ 106,8 milhões com ABC (este pagos em maio). Ainda havia uma fiança com o banco Votorantim. Havia também US\$ 1,2 bilhão em leasings. Como a OSX dependia da LLX e OGX, não tendo projetos próprios, o temor é que um eventual pedido de RJ poderia resultar na decretação da falência.

Neste cenário crítico do Grupo X, em 6/09, quando foi a vez da OGX exercer parte da put contra o AC (US\$ 100 milhões), este recusou-se a honrá-la. Sem recursos, a OGX protocola o pedido de RJ em 30/10. A OSX faz o mesmo em 8/11.

Afinal, quem quebrou quem: OGX ou OSX? OSX era um projeto ambicioso, difícil. Como uma empresa industrial, seu financiamento foi baseado em ativos (*asset-backed financing*), enquanto a OGX era *equity* e *reserve-backed financing*. Isoladamente, as estratégias de financiamentos da OGX e OSX eram adequadas, mas não como um todo. Afinal, a OSX chegou a ter uma carteira com 23 contratos, dos quais 9 eram com a OGX.

⁵⁸⁶ “EBX tem R\$ 1,44 bilhão em vencimentos até junho”. JVE, 9/4/2013. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3078554/ebx-tem-r-144-bilhao-em-vencimentos-ate-junho>. Acesso em 7/12/18.

⁵⁸⁷ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3173256/osx-nao-paga-fornecedores-desde-abril>.

⁵⁸⁸ Em esclarecimentos à CVM, a OGX explicou que o pagamento de US\$ 449 M era para compensar a OSX por US\$ 383 M desembolsos em caixa que teriam sido feitos na construção das unidades canceladas e a diferença era para compensar a renegociação dos contratos com desconto de 30% em favor da OGX. Esse pagamento seria compensado pelos pagamentos que a Petronas faria à OGX pelo *farm-in*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3184064/negocio-com-petronas-garante-recursos-para-honrar-obrigacoes-diz-ogx>.

⁵⁸⁹ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3180452/osx-conversa-com-credores-e-fornecedores-para-adequar-empresa>.

⁵⁹⁰ Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3183358/recursos-da-petroleira-evidenciam-urgencia-para-osx>.

A dinâmica da Heroína Organizacional que capturou os Executivos e o AC na OGX pode ter repercutido indiretamente em várias das outras empresas do Grupo X via seu protagonista: o AC. Por serem empresas pré-operacionais e/ou no início das suas curvas de *ramp-up* de receitas, a MMX, MPX, LLX e a OSX dependiam de aportes de capital ou avais do AC em seus financiamentos. Todas estas empresas estavam implementando investimentos complexos, ao mesmo tempo, sujeitos a atrasos e reveses e, sobretudo, demandantes de capital. Nesta “família”, a OGX era a irmã rica, mas a mais arriscada.

O AC, por um lado, atuava simultaneamente como Principal e Agente na OGX (no COAD de 2008 a 2013, e como Presidente, de 2009 a 2011), o que poderia reduzir custos de agência com Executivos. Por outro lado, o AC era o principal investidor de um portfólio de diversos e complexos ativos intensivos em capital, cuja viabilidade estava em parte influenciada pela reputação do AC e o sucesso da OGX. No consolidado, como o AC tinha participações muito relevantes, era como se a estratégia de financiamento da OGX fosse, indiretamente, baseada em dívidas não apenas da OSX mas de todo o Grupo X. O AC pode ter se tornado refém de sua própria “hubris” e/ou da complexidade de seus projetos. Não podia assumir erros na campanha exploratória (revisão do PRL), pois sabia que o mercado seria impiedoso com a OGX e o Grupo.

Parte 3 – Considerações Finais

6. Terceira Questão de Pesquisa: Possíveis Lições

“Outra pedra no sapato foi o que aconteceu com as chamadas empresas X, criadas pelo empresário Eike Batista. Várias emitiram ações na fase pré-operacional e não apresentaram, posteriormente, o desempenho que propagaram após os IPOs. As ações acabaram sofrendo forte desvalorização. ‘Um problema que passou por debaixo dos nossos narizes’, lamenta Maria Helena [presidente da CVM entre 2007/12]. Eike e executivos do grupo X foram, mais tarde, alvo de investigações e processos, ainda em curso na CVM, sob acusação de terem prejudicado sócios minoritários”.

VIDOR, 2016, p. 121-122.

O presente estudo identificou possíveis respostas à Primeira Questão de Pesquisa: momentos favoráveis nos mercados de O&G internacional e brasileiro; a Tese de Investimentos; o endosso dos Analistas; e as possíveis externalidades geradas a partir da avaliação e monitoramento de grandes investidores e financiadores. Para a Segunda Questão de Pesquisa, o presente estudo identificou que as possíveis respostas que envolvem os reflexos das dinâmicas da Heroína Organizacional, dos atrasos e percalços que, em uma Estrutura de Governança, geraram condutas disfuncionais (Condutas de Valor).

Quais aprendizagens se pode extrair do caso OGX que poderiam contribuir para viabilizar outros *greenfields*?

Na essência, as possíveis aprendizagens apontam para um mesmo lugar: as estruturas de incentivos dos *Stakeholders* em momentos de sub e sobrevalorizações na capitalização de mercado da OGX. Identificar sub e sobrevalorizações não é trivial, e propor ações regulatórias pode fazer mais mal que bem. Restam as estruturas de incentivos.

Alinhar incentivos remete ao tema da governança corporativa, que é um desafio mundial e já é objeto de regulação há décadas. Nos anos 1990, por exemplo, o Reino Unido constituiu o Comitê de Cadbury & Greenbury. Na França, o Comitê Viénot. Nos EUA, a CalPERS para investidores institucionais. ERTURK et al. [2004] ressaltam a importância histórica do Cadbury Report de 1992, como o primeiro documento oficial importante a abordar o tema de governança corporativa. Ao fim da década de 1990, relatórios do FMI e Banco Mundial sugeriram que o mundo poderia ser um lugar melhor se adotasse regras de governança corporativa anglo-americanas. Entretanto, no começo

do século XXI, na Grã-Bretanha e nos EUA, a governança corporativa anglo-americanas geraram muito desapontamento.

As gestões fraudulentas com significativos impactos financeiros, como a ABB, Vivendi, Swissair (Europa), Enron, WorldCom, Global Crossing (EUA), suscitaram intenso debate sobre governança e ética corporativas e o papel dos intermediários e analistas de informações nos mercados de capitais. Intermediários estes que incluem bancos, fundos de investimentos, Analistas de informações que incluem agências de classificação de riscos, auditores independentes, analistas financeiros, e agentes da governança interna, como os Conselhos de Administração. Todos estes regulados por agências governamentais, como bancos centrais, agências reguladoras dos mercados de capitais e agências setoriais.

Tais gestões fraudulentas baseadas em modelos de negócios questionáveis promoveram, temporariamente, crescimentos exponenciais nos valores das ações de conglomerados, seguidas de colapso que causou significativa destruição de valor a investidores, financiadores, fornecedores, funcionários, além da queda na arrecadação tributária. As ações da Enron, por exemplo, chegaram a valer US\$ 83,13, equivalente a um múltiplo de 70 vezes seu lucro e 6 vezes seu valor patrimonial em 31 de dezembro de 2001, gerando uma capitalização de mercado de US\$ 60 bilhões. A Enron foi premiada pela Fortune como a empresa mais inovadora dos EUA, em sua pesquisa “Empresas mais Admiradas”. Um ano depois, em 2 de dezembro de 2001, as ações valiam US\$ 0,26⁵⁹¹.

Casos de alto impacto financeiro que contribuíram para identificar fragilidades na regulação dos mercados de capitais. Leis e novas instituições normatizadoras (por exemplo, o FASB/IFRS, a Sarbanes-Oxley Act) foram criadas a partir destes escândalos para restaurar a confiança de investidores e financiadores nas empresas, inclusive no Brasil. Mas todos estes avanços não foram suficientes para evitar a destruição de valor da OGX.

Neste contexto mundial e nacional, dentre os vários temas para pesquisa e reflexão três se destacam:

- Por que é tão difícil elaborar e implementar políticas e processos de governança corporativa eficazes?
- Como diferenciar a gestão fraudulenta da gestão incompetente, porém de boa fé *ex ante*?
- Por que o mercado de capitais parece ter ignorado “*red flags*” associados à performance extraordinária destas empresas e suas estruturas corporativas potencialmente disfuncionais, provendo capital, a custos significativamente baixos, para suportar suas estratégias de expansão⁵⁹²?

⁵⁹¹ Citada em HEALY & PALEPU [2003], p. 3 e 12.

⁵⁹² Foi, por exemplo, o caso da Enron, citado em HEALY & PALEPU [2003], p. 12.

O presente capítulo não pretende responder estas complexas questões, mas se propõe a identificar algumas possíveis respostas que o caso OGX proporciona, mas que demandam o devido aprofundamento em futuras pesquisas. Seis grandes temas são discutidos: o risco diferenciado de *greenfields* (6.1); fatos relevantes (6.2); partes relacionadas em conglomerados (6.3); atuação de auditores em conglomerados (6.4); isenção dos Analistas (6.5); *Right to Trust* nos Conselhos de Administração (6.6).

6.1 Risco Diferenciado de Greenfields

Em projetos *greenfield*, o risco de execução é crucial. Devido à intensidade de capital e o elevado risco geológico, execuções rápidas e/ou dispersas em portfólio de O&G, sem parcerias (*farm-out*), são sinais de alerta aos investidores.

Em prol da transparência, a avaliação da execução de projetos greenfield deve contar com o monitoramento detalhado e periódico das metas. Mas o caso OGX ensina que excesso de otimismo na definição das metas é um erro fatal.

SENGE [2006] explica que, na presença de metas, quando há atrasos, ações agressivas para compensá-los produzem o efeito oposto: mais instabilidade e oscilação. A OGX tinha uma meta audaciosa de produção para 2015. Entretanto, o *de-risking* do portfólio e o TLD de TBAZ foi marcado por atrasos e percalços. A reação da Empresa foi perfurar mais poços nos “tigres”, reduzir a transparência no fluxo de informação aos investidores e comprar mais blocos. Estas ações não apenas não melhoraram os fluxos de TBAZ, mas depreciaram a OGXP3 e consumiram o restante do caixa da Empresa. Em 31/12/2013, a OGX reconheceu perdas contábeis de R\$ 4,42 bilhões em TBAZ, TBMT, TBTI, TBAR e TBGA, ou seja 32% do total investido na campanha de E&P (R\$ 13,8 bilhões). Só em TBAZ foram R\$ 1,97 bilhão.

Portanto, conservadorismo na definição de metas, considerando que atrasos e percalços são inerentes a processos complexos, foco e transparência na comunicação com investidores são lições importantes do caso OGX.

Aqui a importância do DRI e do *guidance* dos executivos e acionistas majoritários é crucial não só para prover informações, mas também consistência na política de comunicação. No caso da OGX, quando ocorreu a demissão de Paulo Mendonça, a mudança significativa na política de comunicação com o mercado foi traumática: antes havia excesso de informação, depois, escassez relativa. O erro foi o excesso de informação inicial, mas a mudança não ajudou a apaziguar os investidores.

Os eventos da Agenda de Catalisadores, a definição de metas, se bem definidos e monitorados, podem servir de parâmetros para financiamentos híbridos, tipo mezanino, e/ou eventos de diluição, como aqueles previstos no Contingent Value Rights (“CVR”).

Outra lição importante do caso OGX foi o prematuro e significativo desdobramento das ações de 1 para 100. Segundo Carlos Rebello, ex-CVM e na época diretor de regulação da BM&F Bovespa, para endereçar o risco diferenciado de *greenfields*, desde a Brasil Agro (IPO em 2006) adotou-se a prática de só permitir investidores qualificados nestes IPOs. “Nestes casos são negociados apenas lotes superiores a R\$ 100 mil durante 18 meses. A lógica é que, após um período sendo negociada no pregão, a companhia já

teria divulgado uma quantidade razoável de informações financeiras para poder ser analisada por vários especialistas”⁵⁹³.

No caso de O&G, 18 meses de *lockup* é muito pouco. No caso de Waimea, as perfurações exploratórias começaram no 4T2009 e o TLD de TBAZ em 31/12/2012. A precocidade do desdobramento e sua magnitude podem ter atraído investidores com horizonte de curto prazo e com eles a volatilidade que investidores de longo prazo não gostam. Em O&G, e talvez outros recursos minerários, o *lockup* poderia se estender até 18 meses do início da produção.

Os executivos de *greenfields* também não deveriam ter SOPs, muito menos com *vestings* inferiores às datas de completion dos projetos. SOPs podem fazer sentido após a fase pré-operacional. Durante a fase pré-operacional, a renda variável dos executivos pode estar atrelada às metas de execução do plano de negócio.

Pelas mesmas razões, membros de Conselhos de Administração não deveriam ter SOPs, ou pelo menos em magnitudes muito menores daquelas observadas na OGX.

Por fim, a venda de ações por pessoas relacionadas deveria ser divulgada em prazos mais curtos tanto para *greenfields* como para *brownfields*⁵⁹⁴. Se os nomes das pessoas relacionadas devem ser mantidos confidenciais por questões de segurança, que a CVM então monitore as transações que possam se indicar oportunismo ou conflitos de interesse. No caso da OGX, a venda de ações do DRI e do Diretor de Exploração no início da campanha exploratória (2009) com a publicação tantos FRs otimistas deveria ter sido investigada e coibida em tempo hábil para coibir o *guidance* otimista.

⁵⁹³ BRUNA, L. “Quanto vale uma ideia?”, JVE, 20/8/2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/2794646/quanto-vale-uma-ideia>. Acesso em 6/12/2018.

⁵⁹⁴ A Instrução CVM 358 (3/1/2002) regula a divulgação de informações relevantes, inclusive a compra e venda, direta ou indireta (derivativos) de valores mobiliários da companhia por acionistas, diretores, membros do conselho de administração e pessoas ligadas. Originalmente, a divulgação deveria ocorrer em até 10 dias após o término do mês em que se verificou a negociação (artigo 11, parágrafo 5). Posteriormente, a Instrução CVM 590 (11/11/2017) alterou o prazo da divulgação para 5 dias após a realização da negociação.

6.2 Fatos Relevantes

A Instrução 358 (3/1/2002) regula a divulgação e uso de informações de empresas abertas. Informações relevantes são definidas como decisões deliberadas pelo acionista controlador, Conselho de Administração e outros órgãos da administração da empresa que possam afetar o valor de suas ações e a decisão do investidor de comprar, vender ou manter os títulos mobiliários emitidos pela empresa. A Instrução lista vários exemplos de fatos relevantes, dentre eles, “descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia” e “modificação de projeções divulgadas pela companhia” (artigo 2, parágrafo único, itens XX e XXI, respectivamente).

Neste contexto, os FRs deveriam seguir critérios mínimos e customizados à especificidade de cada setor. Por exemplo, em O&G, a CVM deveria definir parâmetros de divulgação para descobertas e estimativas de volumes recuperáveis. As regras de contabilização de reservas também podem ser aprimoradas. Em O&G, os Analistas deveriam poder exigir o acesso à íntegra de Relatórios de Avaliação (como não aconteceu com o 3º D&M).

A Lei 6.404/76, no seu artigo 157, parágrafo 5º, define que a imediata divulgação de fatos relevantes ao mercado só não deve ocorrer se “sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia”. Esta provisão é assegurada pelo artigo 6º Da Resolução CVM 358. No caso da OGX, essa provisão pode ter sido levada ao extremo para ocultar poços secos e/ou reservatórios compartimentalizados, por exemplo. De fato, a defesa de Pedro Malan [p. 17 e 20] cita como exemplo os fluxos de TBAZ que não foram divulgados pois “sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia”.

Neste contexto, os DRIs, como responsáveis pela divulgação dos FRs, não deveriam ter SOPs, ou se os tiverem que pelo menos sejam em magnitudes muito menores do que aquelas da OGX.

6.3 Partes Relacionadas em Conglomerados

O caso OGX nos remete aos desafios das sinergias positivas e negativas, operacionais e financeiras entre partes relacionadas. A começar pela holding. As participações societárias do AC com as empresas de capital aberto e algumas de capital fechado do Grupo X⁵⁹⁵ eram congregadas em uma holding de capital fechado, a EBX, que por sua vez era controlada por offshores, a CAMF e a *Centennial Asset Brazil Equity Fund* (“CABEF”). Ou seja, os acionistas minoritários não tinham informações sobre os avais e as dívidas do AC na EBX e na CAMF, mas elas eram significativas.

Em 2012, duas transações de M&A pareciam emitir sinais positivos sobre a EBX aos investidores. Em 26/3/12, o AC vendeu 5,63% da CABEF para o Mubadala por US\$ 2 bilhões, o que implica em uma avaliação de US\$ 35,5 bilhões para 100% das ações. Dois meses depois (24/5) a GE comprou 0,8% da EBX por US\$ 300 milhões, o que implica em uma avaliação de US\$ 37,5 bilhões para 100% das ações. Jeff Immelt, CEO mundial da GEO, classificou a EBX como “*um dos mais importantes e dinâmicos grupos do Brasil e do mundo*”⁵⁹⁶. O acordo reforçaria e criaria oportunidades de expansão de negócios das duas empresas em todo o mundo. Mas a transação não reverteu a queda na OGXP3, OSX, MPX e MMX.

Entretanto, a história demonstrou que apesar dos sinais auspiciosos destas duas transações, a EBX estava demasiadamente endividada, e os acionistas minoritários não tinham acesso direto e completo a esta informação. O acesso era indireto e parcial através dos dados públicos da MMX, LLX, MPX, CCX, OGX e OSX.

⁵⁹⁵ A EBX teria participações em 14 empresas, dentre elas, a OGX, OSX, MMX, LLX, MPX, AUX, REX e IMX.

⁵⁹⁶ Disponível em: <https://www.valor.com.br/u/2674528>.

6.4 Atuação de auditores em Conglomerados

“The fear of bad news often leads to bad accounting.”

Jacob Soll apud BROEDEL, A. [2017].

“Não há maneira de minimizar a necessidade do auditor independente da Empresa fornecer um quadro mais detalhado sobre os ativos. Mais de US\$ 4 bilhões foram gastos desde dezembro de 2010 e nós ainda não sabemos o que foi encontrado!”

Mas, essas são as incógnitas identificadas que, em nossa opinião, são indicadores que os investidores deveriam estar observando nos resultados, buscando sinais de fraqueza que poderiam mudar nossa visão sobre os valores que simplesmente não estavam lá.”

GATTASS & CARVALHO, 2012b, p. 2.

Segundo HEALY & PALEPU [2003] relatam os problemas contábeis da Enron aumentaram quando a empresa reconheceu contabilmente, através da perda por desvalorização⁵⁹⁷ (*write-offs*), a má performance de certos ativos e empresas adquiridas. Em outubro de 2001, por exemplo, a empresa reconheceu perdas que somaram US\$ 1,0 bilhão, equivalente a 22% dos investimentos totais entre 1998 e 2000. *Estes write-offs* indicavam que “jogos contábeis permitiram que a empresa escondesse essa realidade por muitos anos” [HEALY & PALEPU, 2003, p. 12].

Além da apreciação do valor das ações, manipulações também evitam a demissão de executivos, a interferência dos acionistas na gestão, evitam a quebra de *convenants* de financiamentos e possibilitam a captação continuada de recursos junto a financiadores e/ou acionistas.

No Grupo X, a KPMG, que auditou o primeiro *greenfield* a abrir capital no Brasil, a Brasil Agro, teve função predominante como auditor de todas as empresas do Grupo X entre 2006 e 2011, e nos anos seguintes. Ao analisarmos a importância da KPMG para a OGX, notamos que esta se estende às outras empresas do grupo: por quatro anos seguidos (2008 a 2012) a KPMG auditou todas as principais empresas do grupo. Em 2012, a E&Y assumiu este papel predominante, mas por períodos mais curtos, especialmente na OGX e MPX, onde foi o auditor apenas por 2012.

⁵⁹⁷ CPC01.

Tabela 66 – Auditores Independentes das Empresas de Capital Aberto do Grupo X: 2006 a 2016

	MMX	Sócio	MPX	Sócio	OGX	Sócio	LLX	Sócio	OSX	Sócio
IPO	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	KPMG ⁵⁹⁸	MFRS	KPMG	MFRS
2006	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS				
2007	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS				
2008	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	ACAL	GJA
2009	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	KPMG	VAS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS
2010	KPMG	VAS	KPMG	MFRS	KPMG	VAS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS
2011	KPMG	UMDM	KPMG	VAS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS	KPMG	MFRS
2012	E&Y	WJOM & PJM	E&Y	RCAS	E&Y	PJM	E&Y	WJOM & PJM	KPMG	MFRS
2013	E&Y	LAD	PWC	GNV	CHB	GBS	E&Y	WJOM & PJM	E&Y	PJM & DAP
2014	E&Y	LAD e DAP	PWC	GNV	PWC	MDP	E&Y	WJOM	E&Y	PJM & DAP
2015	E&Y	RXM	PWC	GNV	KPMG	ACVD	KPMG	LCFA	E&Y	PJM
2016	BDO	FPRJ	PWC	GNV	KPMG	ACVD	KPMG	LCFA	BDO	JC

A KPMG (sócio MFRS) e a E&Y (sócios WJOM, PJM) acumularam a auditoria de empresas do Grupo X, ao mesmo tempo. Neste panorama, destaca-se o fato que entre 2011/15, a OGX trocou de auditor cinco vezes, incluindo KPMG que retoma sua função de auditor em 2015.

	OGX	Sócio
IPO	KPMG	MFRS
DFP 2006	KPMG	MFRS
DFP 2007	KPMG	MFRS
DFP 2008	KPMG	MFRS
DFP 2009	KPMG	VAS
DFP 2010	KPMG	VAS
DFP 2011	KPMG	MFRS
DFP 2012	E&Y	PJM
DFP 2013	CHB	GBS
DFP 2014	PWC	MDP
DFP 2015	KPMG	ACVD
DFP 2016	KPMG	ACVD

A OGX, ao longo de 2011 a 2013 teve parte de suas contas reclassificadas por três auditores independentes: E&Y (que auditou a OGX até o 3T13, inclusive), Crowe Horwath Bendoraytes (“CHB”, cujo primeiro demonstrativo auditado foi o anual de 2013) e PWC. As reclassificações mais relevantes ocorreram no 4T13, quando a E&Y deixou de auditar a OGX e a CHB auditou o DFP do ano. A CHB reclassificou saldos auditados pela E&Y em 31/12/2012:

⁵⁹⁸ Não houve IPO e sim spin-off.

- Disponibilidades e aplicações foi revisado em R\$ 525 milhões a menor;
- Redução da produção em 794 mil barris no ano (de 2.393 para 1.599 mil barris), que teve impacto relativamente pequeno (R\$ 28 milhões) na Receita Operacional Líquida (“ROL”).
- Redução do Ativo Imobilizado em R\$ 1,056 bilhão, parte por baixas devidos à poços secos (R\$ 0,665 bilhão), o que reduziu o saldo do Patrimônio Líquido.

Em 31/12/2013, o saldo do Ativo Imobilizado sofreria outro ajuste ainda mais significativo: uma redução de R\$ 8,638 bilhões devido a testes de impairment. Foi registrado também despesas de R\$ 4,853 bilhões.

A postergação do impairment afetou a financiabilidade da OGX, pois quando se baixa ativos ou se faz o impairment se produz dois sinais: 1) fluxos de caixa futuros estão comprometidos; 2) ativos tangíveis (barris de petróleo ou GN) e intangíveis (BAs), que atualmente são usados como garantia e/ou podem ser usados como colateral em novos financiamentos, perderam valor. Talvez seja por isso que a OGX parou de divulgar a produção de TBAZ.

No 3T12, auditado pela E&Y, OGX estimou um EBITDA pro forma incluindo os embarques do 4T12 e excluindo as perdas ativas (*write-offs*) que implicaria em uma margem de 35%, o que segundo alguns Analistas não corroborava com a visão dos Executivos da Empresa que a consideravam uma produtora de baixo custo (*“low cost producer”*)⁵⁹⁹. Portanto, indicadores críticos, como margem bruta, EBITDA, saldo de disponibilidades, ativo imobilizado eram alguns dos números que sustentavam o valor da OGXP3 e dos Notes.

⁵⁹⁹ SEQUEIRA & FONSECA [2012i].

6.5 Isenção dos Analistas

“O papel do ‘forecaster’ no mundo real é bastante diferente do vidente mítico. A vidência está preocupada com a certeza futura; já a projeção [forecast] analisa a forma como as tendências ocultas no presente podem mudar de direção para empresas, sociedades ou o mundo em geral. Assim, o principal objetivo da projeção é identificar toda a gama de possibilidades, e não um conjunto limitado de certezas ilusórias. Se uma projeção específica realmente se revela precisa é apenas parte do cenário - mesmo um relógio quebrado está certo duas vezes por dia. Acima de tudo, a tarefa do ‘forecaster’ é mapear a incerteza, pois em um mundo onde nossas ações no presente influenciam o futuro, a incerteza é oportunidade.

Ao contrário de uma vidência, uma projeção deve ter uma lógica. Isso é o que levanta a projeção do domínio sombrio da superstição. O ‘forecaster’ deve poder articular e defender essa lógica. Além disso, o consumidor da projeção deve entender o suficiente do processo de projeção e da lógica para fazer uma avaliação independente de sua qualidade e para responder corretamente as oportunidades e riscos que apresenta. O consumidor sábio de uma projeção não é um espectador confiante, mas um participante e, acima de tudo, um crítico”.

SAFFO, 2007, p. 1-2.

SAFFO [2007] lista seis regras das boas projeções de analistas (*sell, buy*, crédito e risco), dentre elas, destacam-se quatro:

- 1) Mapear as incertezas construir o “Cone da Incerteza” (“*cone of uncertainty*”), com bordas são compostas por eventos possíveis, porém pouco prováveis (*outliers*), cuja definição não é trivial. O cone deve ser refinado e suas bordas redefinidas em processos interativos. A essência do problema é que a natureza humana abomina a incerteza. É um erro focar nas bordas, pois pode-se ignorar eventos com alta probabilidade. Entretanto, é preciso revisar frequentemente os *outliers* que podem se deslocar em direção ao centro do cone. O cone não é estático – se expande e se contrai a medida que o futuro se torna presente e novas possibilidades emergem e outras desaparecem.
- 2) Considerar eventos que destoam do senso comum (“*embrace the things that don’t fit*”).
- 3) Questionar opiniões consolidadas (“*hold strong opinions weakly*”). Boas projeções se constroem ao longo de um processo de frequentes revisões, quando o Analista deveria ser o primeiro a provar estar errado. Ter opiniões consolidadas permite ao

Analista, diante de novos fatos, chegar a conclusões rapidamente. Entretanto, desconfiar destas opiniões, também permite descartá-las diante de evidências conflitantes.

- 4) Considerar o passado duas vezes mais distante ao se considerar o futuro (*“look back twice as far as you look forward”*). Eventos passados podem ser usados para “ligar os pontos” com o presente e produzir um mapa para uma futura trajetória, desde que se analise o passado distante o suficiente. O passado recente raramente é um indicador confiável do futuro.

Aparentemente, os Analistas não foram diligentes o suficiente em suas avaliações da OGX, ou no mínimo endossaram o otimismo do guidance por um longo período pós IPO (de outubro de 2009 até junho de 2012), ou ainda se deixaram influenciar por pressões internas das instituições financeiras em que trabalhavam que por sua vez tinham relações com o Grupo X.

Gráfico 82 – Evolução da OGXP3 e da Mediana do PA da Amostra TR

Durante o Rally (6/11/2008 a 4/11/2010) os Analistas revisaram seus PAs frequentemente. O IBBA, por exemplo, atualizou seu PA quatorze vezes no período.

Tabela 67 – Frequência de Atualizações Positivas no PAs durante o Rally

	PA Início 6/11/08 ou primeiro dado*	PA Fim (4/11/10)	Variação %	Revisões Positivas
Mediana Amostra TR	13,11	27,00	105,9%	36
BTG	12,63 (22/1/09)**	27,63	118,8%	n.d.
IBBA	13,67	31,00	126,8%	14
JPM	5,50	20,30	269,1%	3
MS	8,40	27,00	221,4%	3
GS	19,00 (6/12/09)	27,00	42,1%	5
UBS	12,63 (22/1/09)**	29,50	133,6%	n.d.
DB	28,00 (16/8/10)	28,00	0,0%	-
SAN	33,00 (26/10/10)	33,00	0,0%	-

Nota: (*) como a Amostra Própria não possui todos os Relatórios dos Analistas, em alguns deles foi apontado a data do primeiro PA disponível durante o Rally. (**) O Analista do UBS era o mesmo no BTG na época do IPO. Por isso, replicamos seu PA no início do período.

Não é possível identificar se os Analistas, na definição de seus PAs, sofreram pressões internas das instituições financeiras em que trabalhavam que por sua vez tinham relações com o Grupo X. Entretanto, vale destacar os montantes de remunerações pagas pelo Grupo X a alguns destes bancos.

Para começar, vale destacar as remunerações dos bancos de investimentos que executaram o IPO de dois *greenfields* que precederam o da OGX:

Tabela 68 – IPOs Greenfields: Comissões pagas aos Bancos

	Data IPO	Captação IPO (R\$ Milhões)	Comissões (*)	%	Bancos	Auditor IPO
Brasil Agro	27/04/2006	518,4	21,8	4,2%	CS	KPMG
Brasil Ecodiesel	09/11/2006	378,9	22,7	6,0%	Fator Citi	Deloitte
Invest Turr	16/07/2007	840,0	n.d.	-	n.d.	n.d.
Total / Média		897,3	44,5	5,0%		

Nota: (*) Inclui somente comissões ao Coordenador, Garantia Firme e Colocação.

A MMX pagou a maior taxa relativa entre os greenfields: 6,22%. Nos IPOs do Grupo X, as comissões somaram 438,4 milhões, com uma comissão média de 3,9%.

Tabela 69 – IPOs Greenfields da OGX: Comissões pagas aos Bancos

	Data IPO	Volume Captação IPO (R\$ Milhões)	Comissões (*)	%	Banco Líder	Joint-Coordenadores	Auditor IPO
MMX	20/07/2006	1.029,0	64,0	6,2%	UBS Pactual	CS, IBBA, UBB	KPMG
MPX	12/12/2007	1.916,4	79,8	4,2%	UBS Pactual	MER, IBBA, SAN	KPMG
OGX	12/06/2008	5.872,7	234,9	4,0%	CS	UBS, IBBA	KPMG
OSX	18/03/2010	2.450,4	59,8	2,4%	CS	IBBA, BBD, BTG, MS	KPMG
Total OGX		11.268,5	438,4	3,9%			

Nota: (*) Inclui somente comissões ao Coordenador, Garantia Firme e Colocação.

Entre junho 2011 e março de 2012 a OGX emitiria duas Notes somando US\$ 3,7 bilhões, que renderam mais honorários significativos:

Tabela 70 – Honorários por Assessoria (Advisory) dos Bancos de investimentos envolvidos na Emissão dos OGXPBZ18 e OGXPBZ22 (em US\$ Milhões)

US\$ Milhões	2011	2012	Total 2011/12
CS	2,6	1,1	3,6
BTG	2,6	1,1	3,6
IBBA	2,6	1,1	3,6
HSBC	2,6	1,1	3,6
JPM	2,6	1,1	3,6
BBI		1,1	1,1
MS		1,1	1,1
Total Comissões	12,8	7,4	20,3
Total Captações	2.563,0	1.063,0	3.626,0
% Comissões	0,5%	0,7%	0,6%

Fonte: Capital IQ

Os bancos de investimentos envolvidos na emissão do OGXPBZ18 foram o CS, IBBA, HSBC e JPM. Destes, apenas o CS interrompeu a emissão de relatórios de Analistas com PA, por se considerar “restrito”. Na nossa amostra, não possuímos relatórios dos Analistas do HSBC. O IBBA e JPM continuaram publicando relatórios e PAs ao longo de 2011.

É importante notar que as receitas com comissões descritas acima não incluem outras ganhas em transações de Bis, como M&A, estruturação de financiamentos. Ou seja, o

Grupo X pagou milhões em comissões a vários bancos, inclusive aqueles para os quais os Analistas trabalhavam.

Em suma, o caso OGX indica a importância de reforçar a isenção dos Analistas e sua responsabilidade nas recomendações. Nos Estados Unidos, a legislação pós-Enron sobre este tema pode fornecer insights preciosos.

6.6 Right to Trust nos Conselhos de Administração

O último possível aprendizado com o caso OGX talvez seja o que mais requeira pesquisa. Um aspecto, porém, é possível identificar: os conselheiros independentes e o *right to trust*. Em sua defesa, acusado de negligência por acionistas minoritários, um dos renomados conselheiros independentes do COAD conclamou o *right to trust*:

*174. O Corporate Director's Guidebook, elaborado pela American Bar Association, textualmente dispõe a respeito do direito do administrador de "confiar nos outros" (**"the right to rely on others"**) nos seguintes termos:*

A director is entitled to rely on reports, opinions, information and statements, including financial statements and other data, presented by (...) (ii) legal counsel, public accountants or other persons as to matters that the director reasonably believes to be within the person's professional or expert competence or as to which the person merits confidence. [p. 53]

183. De qualquer forma, o ordenamento jurídico brasileiro reconhece aos administradores o direito de confiar nas informações e avaliações elaboradas pelos especialistas por eles contratados para realizar as aludidas avaliações, especialmente em se tratando de empresas renomadas e de notória reputação no mercado, como é o caso da DeGolyer and MacNaughton. [p. 55]

*189. Da diligência ordinária decorre que o administrador pode confiar em seus colaboradores e outros órgãos, sob pena de exigir-se dele diligência extraordinária. Afinal, a condição de expert não é pressuposto para a eleição de administrador, bastando a reputação ilibada. E, no caso da OGX, como é público e notório, o corpo técnico da Companhia era formado pelas maiores autoridades da indústria de óleo e gás do País, contando ainda com assessoria externa das maiores consultorias do mundo na área – o que, aliás, torna pueril a alegação de culpa in eligendo, na medida, repita-se, em que o melhor corpo técnico existente no mercado foi reunido na OGX, como é fato público e notório. Portanto, não seria de se exigir do réu, economista de carreira, que ele se insurgisse, isoladamente, contra as avaliações (técnicas) do quadro técnico da Companhia e de empresas especializadas, especialmente diante da absoluta inexistência de sinais de alerta (**red flags**). [p. 56]*

Não pretendo aqui ignorar o art. 142, III da Lei das S.A., que impõe o dever de fiscalização das atividades dos diretores pelo

conselho. Mas no presente caso, para fins específicos de responsabilização administrativa, me parece que a detecção dessas irregularidades pelos membros do conselho seria demasiado difícil, até pela especificidade e diversidade das mesmas, e que, somente quando somadas, vieram a apresentar impactos significativos no patrimônio da companhia. [Contestação Malan, p. 63] (grifos nossos).

Por que membros do COAD não contrataram geólogos independentes para reduzir assimetrias de conhecimentos específicos com os Executivos? Não haviam “red flags” suficientes?

TIROLE, 2006, nos convoca a uma reflexão importante: membros dos Conselhos de Administração (“CAs”) são cães de guarda ou cães de colo? Um conselheiro é dito independente se não acumular cargo executivo na empresa, não prestar serviços à empresa, ou seja, não tiver conflitos de interesse na sua função como monitor. Mas, detectar este conflito é difícil, pois o conselheiro pode ter sido escolhido por sua amizade com o CEO, ou pertencer a mesma rede social, ou ainda estar suscetível à “subornos” (*bribes*), do tipo ser contratado para fazer uma consultoria.

TIROLE, 2006, identifica outro comportamento que pode limitar a eficácia dos conselheiros: a atenção insuficiente. Nos EUA, é frequente ocorrer que conselheiros acumulem cargos de CEOs em outras empresas. Portanto, além de ter uma jornada intensa em suas empresas também exercem a função de conselheiros. Ou seja, quão preparados podem estar estes executivos para participarem das reuniões dos conselhos? Esse despreparo pode levar estes conselheiros a dependerem excessivamente nas informações e análises dos gestores a quem deveriam monitorar.

No caso da OGX, os três CEOs da OGX, Luiz Carneiro, Paulo Mendonça e Rodolfo Landim ocuparam cargos nos CAs de várias empresas do Grupo X, inclusive a própria OGX:

Tabela 71 – Executivos que Participavam no CA do Grupo X

Nome	CA			Diretoria		
	Empresa	Cargo	Ano	Empresa	Cargo	Ano
Luiz Carneiro	OGX	Conselheiro	2010/2011, 2013	OGX	Diretor Presidente	2012
	OSX	Conselheiro	2012	OSX	Diretor Presidente	2009/2011
	MPX	Conselheiro	2012			
Rodolfo Landim	OGX	Conselheiro	2008/2009	OGX	Diretor Presidente	2008
	MMX	Conselheiro	2007/2009	MMX	Diretor Geral e DRI	2006
	MPX	Conselheiro	2007/2009	OSX	Diretor Presidente	2008
	LLX	Conselheiro	2008/2009			
Paulo Mendonça	MPX	Conselheiro	2010/2011	OGX	Diretor Geral e DEX	2008/2011
	OSX	Conselheiro	2009/2011			

Fonte: Elaborado pelo Autor com base nas informações disponíveis nos IANs das empresas.

Há outros temas de pesquisa sobre COAD e os CAs das outras empresas do Grupo X devido às suas inter-relações. Por exemplo, enquanto a CVM recomenda conselhos formados por 5 a 9 membros, o COAD nasceu, em 2008, com 14 membros. CAs numerosos também se verificaram em outras empresas X: LLX tinha 13 membros em 2008; MPX (15); MMX (15); OSX (13 membros em 2010).

Outro exemplo é o fato do AC ter acumulado os cargos de presidente do COAD e Diretor Presidente da OGX (de 2009 a 2011), o que também vai contra a recomendação da CVM. Em 2008, Rodolfo Landim também acumulou os cargos de presidência do Conselho e Diretor Presidente da OGX. O AC também acumulou cargos de presidente do CA e Presidente na MMX (de 2006 a 2008). Outros presidentes de empresas X também acumularam o cargo de presidente ou vice-presidentes com o cargo de presidente ou vice-presidente dos seus CAs:

Tabela 72 – Acumulo de Cargos na Presidência dos CA e Presidência da mesma Empresa

Nome	Cargo no Conselho	Cargo na Empresa
AC	OGX - Presidente (2008 a 2013)	OGX - Diretor Presidente (2009 a 2011)
	MMX - Presidente (2006 a 2015)	MMX - Diretor Presidente (2006 a 2008)
	CCX - Presidente (2012 a 2014)	CCX - Diretor VP (2015)

Fonte: Elaborado pelo Autor com base nas informações disponíveis nos IANs das empresas.

6.7 Considerações Finais

Analisar a evolução da OGXP3 é como montar um quebra-cabeças já sabendo de antemão que haverá peças faltando. Um quebra-cabeças fascinante que comporta múltiplas abordagens: condutas destruidoras de valor e governança corporativa (risco moral e seleção adversa); função dos *gatekeepers* externos (analistas, auditores e consultores); eficácia de Conselhos de Administração; economia comportamental dos investidores de curto e longo prazo; *momentum trading* e a evolução do valor da OGXP3 e dos *unsecured bonds*; avaliação de *greenfields* em IPOs e RJs; planejamento e implementação de grandes projetos de infraestrutura; sinergias positivas e negativas em conglomerados; economia política da regulação dos mercados de capitais; organização e regulação da indústria de E&P de O&G no Brasil; ética empresarial; bolhas especulativas; política de fomento à indústria naval; e outros.

O presente estudo é um apenas começo, uma tentativa de identificar os principais temas deste quebra-cabeças de milhares de peças. Além de economia, há muitas oportunidades de pesquisas multidisciplinares envolvendo temas contábeis, direito, psicologia, gestão de pessoas, planejamento e implementação de projetos, comunicação com investidores, geologia e engenharia do O&G.

Quem ganhou e quem perdeu com a saga da OGX provavelmente são as questões mais difíceis de mensurar. O fato é que o Brasil é um país rico em projetos *greenfield* em infraestrutura, não apenas em ativos minerários, mas também logística, energia, agricultura, indústria, mobilidade urbana e infraestrutura social (saneamento básico, saúde, educação e segurança pública), dentre outros. O país precisa atrair capital e financiamentos de longo prazo e a derrocada da OGX pode não ter contribuído para a percepção destes investidores em relação ao nosso mercado de capitais.

Embora não seja possível, ainda, mensurar o possível custo da derrocada da OGX sobre a reputação e atratividade do mercado de capitais brasileiro, podemos refletir sobre o cenário oposto: que oportunidades poderiam ter sido geradas ao Grupo X e ao Brasil se a OGX tivesse sido bem-sucedida? Se este tivesse sido o caso, apenas contemplando o Grupo X, a OSX provavelmente também teria sido bem-sucedida, com impactos positivos para a LLX e MPX no Porto de Açu. Outros empregos, diretos e indiretos, teriam sido gerados e possivelmente os IPOs de outras *junior oils* de capital nacional poderiam ter sido viabilizadas.

Análises objetivas do caso OGX e suas repercussões podem produzir *insights* e políticas de valor para a viabilidade de investimentos em infraestrutura, não apenas no Brasil, mas também em outros países emergentes. Fica aqui o convite aos pesquisadores.

A OGX foi a primeira *e-company* de capital aberto deste tipo no Brasil⁶⁰⁰. A PETR, em contraste, era uma empresa integrada, pois possui o *upstream*, *midstream* (oleodutos, gasodutos e comercialização) e *downstream* (refinarias e petroquímicos).

Os direitos de exploração da OGX foram adquiridos em leilões (9ª Rodada em 2007 e 11ª Rodada em 2012) e *farm-ins*. Como *greenfield*, a história da OGX, desde seu IPO até seu pedido de recuperação judicial, foi marcada por uma questão: qual a capacidade de produção de petróleo que a Empresa realmente poderia executar com margens rentáveis? Esta questão envolvia discussões técnicas comuns ao setor de E&P. Alguns conceitos são fundamentais para entender a evolução da narrativa da OGX ao mercado, e parte das reações do mercado. Em parte, são conceitos relacionados a geologia, geofísica, probabilidade, ao mercado de petróleo e sua regulação no Brasil.

Este anexo está organizado em três seções. A seção A.1 descreve alguns elementos básicos da indústria de O&G e do processo de E&P. O objetivo é, de forma resumida, apresentar conceitos e nomenclaturas que compõe o valor de uma empresa de E&P. Muitos destes termos foram utilizados extensivamente no *guidance* dos Executivos e nos relatórios dos Analistas. Como o foco é a OGX, esta seção se restringe a conceitos e nomenclaturas aplicados no *upstream* da indústria de O&G.

A seção A.2 descreve metodologias de avaliação de empresas de O&G, dentre a análise de múltiplos, FDC e o NAV. Estas duas seções abordam elementos cruciais para a discussão sobre o Valor Ótimo da OGX. Na sequência, a seção A.3 discute evidências empíricas sobre o comportamento dos preços das ações de empresas de O&G, ou seja, as possíveis variáveis de afetam a capitalização de mercado destas empresas. Dentre as variáveis específicas à indústria de O&G, destaca-se o preço de O&G e as estimativas de reservas.

⁶⁰⁰ A HRT e a QGEP executaram seus IPOs em 25 de outubro de 2010 e fevereiro de 2011, respectivamente. A HRT Participações em Petróleo (hoje, PetroRio S.A.), uma *greenfield* formada por ex-funcionários da PETR, captou R\$ 2,624 B em no seu IPO junto à investidores qualificados, com 2,1 bboe em recursos prospectivos, nas bacias dos Solimões, AM, e na Namíbia, segundo a D&M. O líder no IPO foi o CS, junto com Citi e GS.

A.1 Elementos Básicos de O&G e do Processo de E&P

Antes dos leilões de concessões no Brasil, a ANP disponibiliza aos interessados um pacote com todos os dados relevantes das áreas em licitação, contendo informações técnicas e sumários geológicos. Com base nestes dados, os investidores fazem extrapolações sobre o volume potencial de “Recursos Prospectivos” nos blocos.

“Recursos Prospectivos” são estimativas puramente estatísticas para volumes de O&G baseado em acumulações ainda não descobertas, mas potencialmente recuperáveis, tendo como base analogias, extrapolações de resultados de poços vizinhos. Estimar recursos prospectivos é, “no melhor dos casos, uma tarefa subjetiva”⁶⁰¹.

Após a assinatura do contrato de concessão e o pagamento do Bônus de Assinatura (“BA”), inicia-se a campanha de exploração, que começa com testes sísmicos, perfurações (sondagens), perfilagem⁶⁰², em áreas menores, denominadas **prospectos**⁶⁰³. As perfurações produzem informações preliminares sobre a presença ou não de hidrocarbonetos. Se forem descobertos hidrocarbonetos, então as perfurações continuam em busca de identificar as composições químicas dos hidrocarbonetos (por exemplo, óleo e GN), possíveis dimensões e características dos reservatórios, em particular a **altura da coluna** de óleo e/ou gás e a camada produtora (“**net pay**”)⁶⁰⁴.

Ainda na fase de exploração, temos os testes de formação e testes de longa duração (“TLD”). Estes testes indicarão a capacidade de produção do reservatório e seu risco. Portanto, quando uma empresa resolve devolver um bloco concedido à ANP, pode ser motivada por três possíveis causas: os testes podem não ter sido conclusivos; os testes foram conclusivos, porém os investimentos necessários para seu desenvolvimento e a perspectiva para o preço do petróleo não torna o campo economicamente viável; ou porque o campo é viável economicamente, mas a empresa não possui capacidade financeira de executar seu desenvolvimento.

⁶⁰¹ KOVARSKY & MENDES, 2011o, p. 2.

⁶⁰² **Perfilagem**: método utilizado para verificar/avaliar as características físicas e químicas das camadas geológicas e dos fluidos nelas contidos. Por meio de sensores e amostradores apropriados, estas características são medidas e as respostas são transmitidas para computadores na superfície onde os dados são processados. Características dos fluidos e das rochas são identificadas e quantificadas através deste método.

⁶⁰³ **Prospecto** é uma feição geológica mapeada como resultado de estudos e interpretações geofísica e geológica que justificam a perfuração de poços exploratórios para a localização de petróleo e/ou gás natural. Existem dados suficientes para identificar e quantificar as incertezas e a probabilidade de sucesso e estimar-se recursos potenciais e economicidade.

⁶⁰⁴ **Coluna de Óleo/Gás** é uma seção vertical contínua de rochas saturadas por óleo e/ou GN, englobando rochas reservatório e não reservatório. O **net pay** é a parte da coluna de óleo, englobando somente o intervalo ou intervalos de rochas reservatório saturados por petróleo e/ou GN. É definido por critérios como porosidade, permeabilidade e saturação mínima de hidrocarbonetos.

Figura 9 – Fluxo de Atividades da Fase de Exploração em Poços Offshore

O objetivo do processo de exploração é identificar a viabilidade geológica e financeira dos Recursos Prospectivos de maneira a reclassificá-los para categorias de recursos com menor incerteza, culminando na “Declaração de Comercialidade” ou na devolução do bloco à ANP. A seguir, uma sucinta descrição o sistema de classificação de recursos mais adotado, o SPE-PRMS.

Classificação de Reservas Provadas e Não Provadas

Petróleo é definido como a ocorrência natural de uma mistura de hidrocarbonetos em estado gasoso, líquido e sólido. Em projetos pré-operacionais de E&P de O&G, a primeira grande incógnita é a geologia dos blocos: que tipo de hidrocarboneto pode existir em seu subsolo (óleo ou GN, em que porcentagem, e qual o tipo de óleo⁶⁰⁵), em qual seção⁶⁰⁶, qual o tamanho das reservas (medidas em boe). Ao mesmo tempo em que a

⁶⁰⁵ A escala API^o é uma forma de representar a densidade relativa do petróleo. Quanto mais denso (pesado), menor o API. Quanto maior o API, mais leve (ou doce) é o petróleo. A PETROBRAS [2010, p. 13] classifica petróleos com grau API superior a 31 como leves; entre 22 e 31 são intermediários; igual ou abaixo de 22, como pesados.

⁶⁰⁶ A nomenclatura das seções (albiana, cretáceo superior, etc.) refere-se às idades da formação geológica das diferentes acumulações. Por exemplo, a seção Albiana foi formada há 99,6 a 112,0 milhões de anos. A seção Barremiana foi formada há 125,0 a 130,0 milhões de anos. Estas seções podem ser associadas à qualidade do óleo lá encontrada, medida pelo API^o.

Exemplos de Associações entre Seções Geológicas e Campos em Produção

Seções / Objetivos	API^o	Campos de Petróleo Análogos
Terciário	14 – 20	Maromba, Enchova, Complexo Marlim
Cretáceo Superior	18 – 23	Maromba, Papa-Terra, Espadarte e Jubarte
Albiano	18 – 25	Polvo, Pampo Bicudo
Aptiano-Barremiano Pré-Sal	28 – 38	Maromba, Linguado, Tupi

Fonte: Prospecto, 2008, p. 161.

geologia é uma ciência, há muita subjetividade. De acordo com MISUND & OSMUNDSEN [2017], as quantidades e valores das reservas são fonte de confusão entre investidores de empresas de O&G. O caso da OGX não foi exceção.

Os esforços de padronização das definições de reservas começaram na década de 1930, inicialmente com foco em “reservas provadas”. O contínuo desenvolvimento tecnológico exige revisões periódicas das definições de reservas, que envolvem aspectos técnicos e comerciais.

SCHOLTENS & WAGENAAR [2011] relatam que desde a década de 1980, experts em O&G se preocupam com a qualidade da informação contida nas estimativas das reservas. Empresas e governos podem usar diferentes critérios, metodologias e pode haver incentivos para superestimá-las.

Sistema de Classificações do SPE-PRMS

O termo “**recursos**” se refere a todas as quantidades de petróleo na crosta da Terra, descobertas e não descobertas (recuperáveis e não recuperáveis). Inclui todos os tipos de petróleo convencional e não convencional⁶⁰⁷. A figura a seguir ilustra as classificações dos recursos segundo o grau de incerteza e comercialidade segundo a SPE-PRMS:

Além da qualidade do petróleo, o tipo de seção pode estar associado com as taxas de recuperação do óleo. Descobertas em seções Albiana também poderiam ter taxas mais elevadas de fluxo (até 45 kboed/poço), o que resultaria em maior taxa de recuperação [DARIPA & SILVA, 2009d].

⁶⁰⁷ Areia betuminosa, gás de xisto são exemplos de petróleo não convencional, que pode ser extraído com o uso de tecnologias diferenciadas.

Figura 10 – Representação Gráfica do Sistema de Classificações da SPE-PRMS

Fonte: SPE-PRMS, 2008, p. 2.

Portanto, o termo “recursos” é o mais genérico. **Recursos Prospectivos** (“*untapped resources*”, ou ainda, “recursos potenciais”) são identificados através de testes sísmicos, porém ainda não foram submetidas à perfuração. Essa definição implica que não há certeza que alguma parte dos recursos prospectivos seja descoberta e, se a for, não há certeza que sua produção seja viável economicamente.

“**Recursos Contingentes**” são quantidades de petróleo, de acumulações conhecidas, que podem ser potencialmente recuperáveis, entretanto ainda não são consideradas maduras o suficiente para desenvolvimento comercial devido a uma ou mais contingências, em uma determinada data. Recursos contingentes podem incluir projetos que ainda não têm mercado, ou que requerem uma tecnologia ainda em desenvolvimento, ou que a avaliação ainda não é suficiente para estimar a viabilidade comercial.

Ou seja, recursos contingentes podem ser interpretados como estimativas das reservas. O conceito de “recursos contingentes”, no caso do Brasil, se distingue do conceito de “reserva”, pois esta última requer a “**Declaração de Comercialidade**”. A “Declaração de Comercialidade” de uma reserva marca o fim do período de exploração e o início do período contratual da concessão de produção. Por isso, as empresas, geralmente, adiam a Declaração de Comercialidade até o momento que a produção efetivamente começará. Por vezes, quando o período de concessão está por terminar, empresas podem antecipar a Declaração de Comercialidade para não perder a possibilidade de desenvolver da área. Entretanto, após a entrega da Declaração de Comercialidade, a

empresa tem prazos para apresentar e implementar o **Plano de Desenvolvimento** (“PD”).

Os “Recursos Não Descobertos do PIIP” são quantidades de petróleo estimadas, em uma determinada data, que podem estar contidas em acumulações que ainda não foram descobertas. Os “Recursos Prospectivos” são quantidades de petróleo estimadas, em uma determinada data, que podem ser potencialmente recuperáveis em acumulações que ainda não foram descobertas. Recursos Prospectivos possuem uma probabilidade de descoberta e uma probabilidade de desenvolvimento.

Já as “**Reservas**” são quantidades de petróleo que podem ser comercialmente recuperáveis dentro de certas premissas técnicas e comerciais, em uma determinada data. Há reservas provadas e não provadas. Como descrito adiante, uma das grandes fontes de confusão nas estimativas de valor da OGX foi o significado das classificações utilizadas pela Empresa, pela D&M e por outras referências (*peers*) utilizadas pelos Analistas.

Segundo HOWARD & HART [2009], com base no SPE-PRMS, as reservas provadas podem ser classificadas em três tipos:

1. **Provadas, Desenvolvidas e Produzindo (PDP).** São reservas que estão abertas e produzindo no momento da estimativa e geram fluxo de caixa. É o tipo menos arriscado e, portanto, mais valioso de reservas.
2. **Provadas, Desenvolvidas e Não-Produzindo (PDNP).** São reservas que estão fechadas e, portanto, sem produção no momento da estimativa, mas podem ter produzido anteriormente. Como tal, não geram fluxo de caixa. Podem requerer investimentos adicionais para produzir.
3. **Provadas e Não Desenvolvidas (PUD).** São reservas de recursos que podem ser recuperados com: (i) novos poços em áreas ainda não perfuradas ou (ii) poços já perfurados, mas que irão requerer investimentos significativos para produzir.

Geralmente, PUDs não são consideradas ou contabilizadas até que esteja claro o poço ou a viabilidade do investimento estejam completados no futuro próximo. [p. 2]

Entretanto, as PUDs de hoje podem ser as PDPs do futuro:

Investir em E&P é essencialmente apostar em commodities. Os preços do mercado [das ações] estão altamente correlacionados com as expectativas de preços das commodities que vendem. A análise, portanto, baseia-se fortemente na vida de reserva e na capacidade de substituir a produção [de reservas decedentes]. As PUDs são as reservas que irão, no futuro, substituir as reservas em decadência. [p. 6]

Segundo o SPE-PRMS, o tempo razoável para uma PUD iniciar seu desenvolvimento é de até 5 anos. Caso este período seja mais longo, o SPE-PRMS recomenda que essa demora seja explicitamente justificada para manter os recursos classificados como PUD.

Reservas não provadas podem ser classificadas

4. **Reservas Prováveis 2P**, quando agregadas com reservas provadas, tem 50% de chance que a quantidade efetiva seja superior à estimada e 50% de chance de ser inferior, de acordo com a definição do *American Petroleum Institute - API*.
5. **Reservas Possíveis 3P**, quando agregadas com reservas prováveis e provadas, tem 10% de chance que a quantidade efetiva seja superior à estimada e 90% de chance de ser inferior. *“Esta categoria de reservas não provadas é altamente especulativa e, como tal, têm geralmente pouco peso”*. [p. 3]

Em suma, o fator decisivo para a classificação entre “recursos prospectivos”, “recursos contingentes” e “reservas” é o nível de incerteza, calculado com base em análises qualitativas, mas que podem ser associados com os conceitos probabilísticos de P90, P50 e P10⁶⁰⁸:

Tabela 73 – Conceitos de Níveis de Incerteza no Sistema de Classificação de Recursos

Recursos Prospectivos	Recursos Contingentes	Reservas
Baixo (P90)	1C (P90)	1P (P90) – Provada
Melhor (P50)	2C (P50)	2P (P50) – Provável
Alto (P10)	3C (P10)	3P (P10) - Possível

Fonte: KOVARSKY & MENDES, 2011a.

A SPE recomenda que a incerteza das estimativas dos recursos recuperáveis seja divulgada em intervalos de possíveis resultados. Caso seja necessário um único resultado, então recomenda-se o uso da “melhor” estimativa (P50). Entretanto, segundo a SPE, para considerar um recurso prospectivo como reserva, deve haver uma probabilidade de 90% que a reserva é maior ou igual ao seu volume estimado.

As classificações de incerteza dos recursos prospectivos utilizam simulações de Monte Carlo considerando funções de distribuição de probabilidades para vários aspectos físicos químicos (porosidade, saturação do óleo, taxas de recuperação, densidade do fluido, etc.) e econômicos (preço do petróleo, custo de extração, etc).

A proximidade dos prospectos com outras reservas já comprovadas é um diferencial, pois permite o *read-across*.

Processo de Avaliação de Recursos

O Processo de Avaliação de Recursos consiste em identificar um **projeto** recuperável, associado a uma acumulação de petróleo, estimando o PIIP e posteriormente a porção do PIIP que pode ser recuperável, e classificando os projetos com base no seu estágio

⁶⁰⁸ P90, por exemplo, significa que há, pelo menos, 90% de probabilidade que a quantidade de óleo efetivamente recuperada seja igual ou maior do que a menor estimativa.

de maturidade ou probabilidade de comercialização. Esse é o processo de *de-risking* do portfólio de projetos.

Figura 11 – Fontes de Informações para Avaliação dos Recursos

Fonte: SPE-PRMS, 2008, p. 4.

O **reservatório** (ou **acumulação**) inclui os tipos e volumes de PIIP, as propriedades do fluido e da rocha que podem afetar a recuperação do petróleo. Cada **prospecto** se aplica ao desenvolvimento de um reservatório específico que gerará uma determinada produção e fluxo de caixa. O projeto pode incluir um ou mais poços. Um projeto pode desenvolver muitos reservatórios, ou vários projetos podem se aplicar a apenas um reservatório. Portanto, um reservatório pode ter volumes de recursos em várias classificações, ao mesmo tempo.

Cada **propriedade** (alugada (*leased*) ou concedida) pode estar associada a direitos e obrigações contratuais únicos, incluindo termos tributários, divisão dos investimentos, despesas e receitas. Uma propriedade pode ter mais de um reservatório e um reservatório pode se estender por várias propriedades. Cada propriedade pode conter acumulações descobertas e não descobertas.

Neste contexto, o projeto é o elemento primário da classificação de recursos, e os “**Recursos Recuperáveis Líquidos**” são os volumes incrementais derivados de cada projeto. O projeto representa o elo entre a acumulação do petróleo e o processo decisório sobre prosseguir ou não com os investimentos necessários para a extração do petróleo. O projeto deve ter um intervalo estimativa para seus volumes recuperáveis.

Para definir recursos como recuperáveis, em qualquer classe, é preciso um plano de desenvolvimento de um ou mais projetos. Mesmo para Recursos Prospectivos, as estimativas de volumes recuperáveis precisam ser mensuradas assumindo um programa de desenvolvimento, incluindo premissas para a descoberta e desenvolvimento comercial. As estimativas para as quantidades de recursos, na maioria dos casos, são feitas com base em projetos análogos. O volume PIIP de um projeto viável que não puder ser definido usando a tecnologia disponível deve ser classificado como “**Irrecuperável**”.

Nem todos os planos de desenvolvimento factíveis serão comerciais, por questões financeiras, legais, ambientais, logísticas, tributárias, etc...

Processo de Classificação

1. Descoberta de uma acumulação, através de uma ou várias perfurações, estabelece que há uma quantidade “significativa” de hidrocarbonetos que podem ser recuperáveis economicamente.

A probabilidade de uma potencial acumulação resultar em uma descoberta de petróleo é denominada de “**probabilidade de descoberta**”.

2. Volumes estimados recuperáveis em acumulações identificadas (conhecidas) serão classificados como Recursos Contingentes.

Se os hidrocarbonetos descobertos não forem considerados recuperáveis, devem ser classificados como “**Descobertas Irrecuperáveis**”. Uma parte destas Descobertas Irrecuperáveis podem se tornar recuperável no futuro, se as condições comerciais mudarem ou houver avanços tecnológicos.

3. Projetos com chances suficientes de viabilidade comercial, podem ser classificados, em parte ou no todo, como reservas.

A probabilidade de uma acumulação identificada ser comercialmente viável é denominada de “**probabilidade de desenvolvimento**”.

4. Para determinar a comercialidade de uma reserva, a empresa deve ter evidências para sustentar: um razoável cronograma de desenvolvimento; uma estimativa razoável dos resultados econômicos dos projetos, incluindo que haverá demanda para o volume a ser produzido; a disponibilidade da infraestrutura de produção e transporte; que há condições legais, regulatórias, contratuais e ambientais que permitirão a implementação dos projetos em avaliação.

Se a probabilidade de descoberta de uma acumulação identificada for de 100%, então a “probabilidade de comercialidade” se torna equivalente a “probabilidade de desenvolvimento”.

Para os Recursos Contingentes serem classificados como Reservas é preciso ter uma alta confiança na capacidade do reservatório produzir comercialmente, consubstanciada por testes de formação ou pela produção efetiva. Sem novas informações técnicas, não deve haver mudanças na distribuição e categorização dos recursos recuperáveis.

O tempo para iniciar o desenvolvimento de um projeto varia de acordo com seu escopo e com as circunstâncias. Apesar de recomendar benchmark de 5 anos, o SPE-PRMS reconhece que o período pode ser mais longo, se o produtor tiver esta opção. Nestes casos, o produtor pode aguardar condições de mercado mais favoráveis ou critérios estratégicos para iniciar o desenvolvimento do projeto. Entretanto, o SPE-PRMS

recomenda que, nestes casos, as justificativas para a classificação das reservas sejam claramente documentadas.

A soma das Reservas, Recursos Contingentes e Recursos Prospectivos é denominada “Recursos Recuperáveis Remanescentes” (*Remaining Recoverable Resources*). A “**Estimativa de Recuperação Final**” (EUR) não é uma categoria de recursos, mas um termo que pode ser aplicado a uma ou mais acumulações, descobertas ou não, para definir as quantidades de petróleo estimadas, em uma data, para serem potencialmente recuperáveis sob condições técnicas e comerciais definidas, mais as quantidades já produzidas. Geralmente, o intervalo estimado de EUR tende a decrescer com a maior disponibilidade de informações, mas pode não ser o caso.

Estimativas de Volume Recuperável

O SPE-PRMS descreve três procedimentos analíticos para estimar volumes recuperáveis:

- a) **Analogias.** Dados sobre campos ou projetos análogos são tipicamente utilizados em estimativas pré-descoberta, quando informações sobre medições diretas são escassas. Analogias também são usadas em pós-descobertas.

Os parâmetros que identificam acumulações análogas são muitos, dentre eles: profundidade estimada; pressão; temperatura; porosidade; permeabilidade; plano de desenvolvimento. Embora a proximidade geográfica entre os projetos e a similaridade das idades geralmente podem gerar melhores análogos, a proximidade não pode ser a consideração primária.

- b) **Estimativas Volumétricas.** Este processo se baseia nas propriedades da rocha e do fluído para estimar os volumes recuperáveis. As principais incertezas que podem afetar os volumes são: geometria do reservatório; porosidade e permeabilidade das rochas; elevação dos fluídos contatados. Estimativas volumétricas também consideram a possível eficiência dos mecanismos de recuperação do projeto. Testes sísmicos podem aprimorar as estimativas do reservatório e sua produtividade.
- c) **Estimativas Baseadas em Performance**, dentre elas, Balanço Material (*Material Balance*), Declínio da Produção (*Production Decline*) e outros. Somente pode ser aplicado após o início da produção.

Métodos de **Balanço Material**, que incluem modelos computacionais para simulação do reservatório, envolvem a análise dos fluídos extraídos e do comportamento da pressão do reservatório. Esses métodos podem gerar resultados pouco precisos e até errôneos em situações complexas, como quando há compartimentalização do reservatório, ou multicamadas, influxo de água e baixa permeabilidade.

Métodos de **Declínio da Produção** analisam as variações das taxas de produção ao longo do tempo para estimar taxas de declínio (*depletion rate*). Indicadores de performance, como a razão gás/óleo, água/óleo, são extrapolados para estimar as

reservas. Estimativas confiáveis dependem de dados sobre períodos de produção suficientemente longos.

Etapas de Maturidade do Projeto

Uma forma complementar de apresentar a classificação dos recursos é incluir uma coordenada com a etapa de maturidade do projeto. São etapas qualitativas associadas com probabilidades de sucesso (quantitativas).

Figura 12 – Fases de Maturidade de um Projeto

Figure 2-1: Sub-classes based on Project Maturity.

Fonte: SPE-PRMS, 2008, p. 7.

A fronteira entre cada etapa da maturidade do projeto é chamada de “portões de decisão” (*decision gates*). Prospecto é então uma fase de maturidade de um projeto que pode se tornar um recurso contingente. A cada portão de decisão, a coleta de dados e análise de suporte devem focar na viabilidade técnica e comercial que poderá justificar

os investimentos para prosseguir para a próxima etapa. A direção é sempre em aumentar a probabilidade de comercialidade do projeto.

Para as Reservas Contingentes, a análise de suporte deve focar na coleta de dados para clarificar ou mitigar as condições críticas, ou contingências, que podem inviabilizar o desenvolvimento comercial do projeto.

Os projetos também podem ser classificados de acordo com seu “Status Econômico”:

- Recursos Contingentes Marginais: recursos associados a projetos tecnicamente viáveis e que são, ou podem vir a ser comercialmente viáveis, em condições futuras razoáveis, entretanto não iniciaram seu desenvolvimento devido a uma ou mais contingências.
- Recursos Contingentes Sub-Marginais: recursos associados a projetos tecnicamente viáveis e que não são, ou não podem vir a ser comercialmente viáveis, em condições futuras razoáveis.

A.2 Avaliação Econômico Financeira de Empresas de Exploração de O&G

Existem empresas de consultoria internacionais (*appraisers*) que são especializadas em avaliar e classificar as reservas provadas e não provadas de empresas de O&G, elaborando os relatórios de avaliação (*appraisal reports*), como por exemplo, a Wood Mackenzie. A OGX contratou a consultoria D&M.

As estimativas de recursos destes relatórios podem ser usadas para: (i) fins contábeis e exigências das agências reguladoras dos mercados de capitais; (ii) bancos e outras fontes de financiamento; (iii) transações de M&A. Nestes relatórios deve estar claro se foram ou não considerados volumes de PUDs, reservas possíveis 3P.

A D&M, como outras consultorias, conduz seus trabalhos com base nas informações disponibilizadas pelos seus próprios clientes, o que implica em dois desafios. Primeiro, que as informações disponibilizadas sejam de qualidade e verídicas. Nos EUA, o *Pension Protection Act* de 2006 define multas para os avaliadores que aceitarem informações de seus clientes sem uma adequada auditoria (*due diligence*).

O segundo desafio dos relatórios de avaliação é que, dada a diversidade de técnicas exploratórias, as reservas 2P de uma empresa, por exemplo, podem não ser diretamente comparáveis às reservas 2P de outras empresas.

Estimativa da Viabilidade Comercial – Base Empresas Análogas e NAV

Para identificar empresas de capital aberto comparáveis de E&P (“*guideline companies*”), HOWARD & HART [2009] recomendam atentar para as seguintes diferenças: (i) tamanho da capitalização de mercado ou volume de reservas; (ii) mix GN e óleo nas reservas ou na produção; (iii) vida útil das reservas, mensurado pela razão entre Reservas Provadas e a produção anual (conhecida como razão “r/p”); (iv) a razão entre PUD e o total de PDP, que indica quanto do total de reservas está atualmente gerando EBITDAX (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Depletion, Amortization and Exploration Expenses*); (v) razão entre áreas/bacias em operação, como por exemplo, a produção entre blocos terrestres versus marítimos.

Na revisão dos Relatórios de Avaliação, HOWARD & HART [2009] recomendam atenção a certas premissas:

- a. Price deck.
- b. Projeção de volumes futuros comparado com históricos.
- c. Volumes de PUDs e Reservas Possíveis 3P. Premissas de investimentos em perfurações.
- d. Grau de concentração da produção por poço. Quanto mais concentrada a produção for, maior o risco do fluxo de caixa projetado.
- e. Premissas para os custos de abandono. Pelo GAAP, estes custos são considerados passivos.

Os principais múltiplos de EV são:

- EV/volume de Reservas Provadas
- EV/produção diária
- EV/EBITDAX

A análise de múltiplos é complexa porque além de encontrar empresas com perfil operacional parecido, o volume de reservas pode variar com frequência devido às aquisições e/ou vendas. Empresas pequenas e pouco diversificadas (*junior oils*), com Reservas Provadas porém não desenvolvidas, necessitam de altos investimentos para converter reservas em ativos capazes de gerar fluxo de caixa. Entretanto, são empresas com alto potencial de crescimento e geralmente pouco endividadas. Se a razão r/p for alta, isto pode implicar que seus atuais níveis de produção podem ser mantidos por um período mais longo do que outras empresas de referência. Segundo HOWARD & HART [2009], baixo endividamento e alto r/p podem implicar em um binômio favorável de risco e crescimento.

Alguns autores argumentam que o FDC não funciona bem para empresas de O&G, por duas razões: elevados investimentos iniciais com fluxos de caixa declinantes no futuro devido a exaustão das reservas; o uso do valor terminal do tipo Gordon, especialmente com taxas de crescimento, embora tenham um impacto significativo, podem não ter significado prático, dado que o volume de reservas é finito e declinante. O método alternativo é o NAV – *Net Asset Value*, especialmente para empresas de E&P.

Estimativa da Viabilidade Comercial – Base Parâmetros Históricos

A SPE-PRMS recomenda que os relatórios de avaliação descrevam suas premissas comerciais de forma clara. A avaliação da viabilidade comercial dos recursos pode ser baseada em preços e custos históricos de desenvolvimento, recuperação e produção da própria empresa nos projetos ou parâmetros de empresas comparáveis, na ausência de histórico.

Quando a empresa em avaliação possui histórico operacional, a SPE recomenda que as projeções devam ter como base variações em relação às médias históricas dos últimos 12 meses de preços e custos. São considerados também os tributos, pagamentos de royalties e outras deduções. A vida útil da reserva pode ser projetada de acordo com o prazo contratual de propriedade, ou “qualquer outra estimativa razoável”⁶⁰⁹. A taxa de desconto utilizada deve refletir o WACC ou a TMA do projeto. As projeções devem ser em moeda constante e cenários econômicos alternativos devem ser considerados. Geralmente, um projeto pode ser considerado economicamente viável se seu Valor Presente Líquido (“VPL”) for positivo usando “melhores estimativas” (P50) de volumes recuperáveis⁶¹⁰.

⁶⁰⁹ SPE-PRMS, 2008, p. 14.

⁶¹⁰ SPE-PRMS, 2008, p. 14.

Nos EUA, a SEC exige relatórios de avaliação de reservas, elaborados por consultorias especializadas, com premissas de preços constantes para o longo prazo (conhecidos como “*price decks*”), descontados por um custo de capital, em moeda constante, de 10% (conhecido como “*SEC 10*”)⁶¹¹.

A SPE não requer que a avaliação dos recursos inclua o financiamento do projeto (*project finance*). Geralmente, financiamentos externos exigem que a avaliação utilize somente volumes em reservas provadas.

Desde o final da década de 1970, a SEC obrigava a divulgação de Reservas Provadas (1P) aos investidores das empresas de O&G listadas nos EUA. Porém, entre 2008/10, possivelmente por causa da “revolução” do gás de xisto, a SEC e o FASB atualizaram as regras permitindo a divulgação, facultativa, de Reservas Prováveis (2P)⁶¹², compatíveis com as classificações da SPE (permaneceu a obrigação de divulgar Reservas Provadas [1P]). Apesar desta atualização, MISUND & OSMUNDSEN [2017] constataram que poucas empresas de O&G dos EUA divulgam suas Reservas Prováveis, o que pode subestimar sistematicamente o potencial de crescimento destas empresas.

No Canadá, as empresas de O&G são obrigadas a divulgar suas Reservas Provadas e Não Provadas e podem divulgar também Recursos Contingentes, o que permite a análise do impacto dos diferentes tipos de reservas no valor de mercado das empresas⁶¹³. Segundo os autores, há poucos estudos que focam na importância das outras classificações de reservas, porém há evidências circunstâncias que demonstram sua importância. Citam, por exemplo, em 2004, quando a Royal Dutch Shell reclassificou 28% de suas reservas de O&G de provadas para prováveis, suas ações se depreciaram significativamente. Essa reclassificação também ilustrou a incerteza inerente ao conceito de reservas provadas.

⁶¹¹ A taxa de desconto de 10% se tornou uma referência da indústria internacional de O&G.

⁶¹² Cf. Financial Accounting Standards Board [1982, 2009, 2010] e Securities and Exchange Commission. [1978, 1979, 1981, 2008].

⁶¹³ Cf. Canadian Securities Administrators [2002a e 2002b].

A.3 Capitalização de Mercado de Empresas de O&G: Evidências da Literatura Empírica

Embora não seja objeto do presente estudo a análise econométrica das variáveis explicativas dos preços das ações da OGX, a revisão da literatura empírica sobre as ações de empresas de O&G fornece indícios importantes.

Preços de Petróleo e Reservas Estimadas

Segundo a revisão da literatura empírica de MISUND & OSMUNDSEN [2017, p. 5], os preços das ações de empresas de O&G podem ser afetados por múltiplos fatores, incluindo rentabilidade (preços de O&G e variações nas estimativas das reservas) e fatores de risco sistemático.

SCHOLTENS & WAGENAAR [2011] analisaram a assimetria do impacto de variações nos preços do petróleo e as ações de O&G e constataram que aumentos em preços têm impacto maior do que quedas. A literatura sugere duas explicações para tal assimetria: o que importa são preços relativos; e que há um valor na opção associado com esperar para investir⁶¹⁴.

SCHOLTENS & WAGENAAR [2011] também analisaram o impacto no preço das ações de empresas de O&G que revisaram suas estimativas de reservas provadas, com pelo menos 90% de confiança (P90 ou 1P), entre 2000-2010, em 17 países⁶¹⁵. Utilizando um modelo “*market and risk adjusted*” concluíram que as revisões geraram impactos significativos e diretamente correlacionados nos preços das ações⁶¹⁶. Os autores constataram que o impacto de revisões em reservas para menor tem um impacto proporcionalmente maior do que revisões para maior⁶¹⁷. Ou seja, más notícias no mercado de energia têm impacto maior do que boas notícias, o que já havia sido constatado em outros estudos⁶¹⁸.

⁶¹⁴ Cf. BALKE et al. [2002] e JONES et al. [2004].

⁶¹⁵ A amostra considerou 100 revisões de estimativas de reservas 1P, sendo 72 revisões para cima e 28 para baixo. Destas 100 revisões, 40% ocorreram no período 2000/05 e 60% entre 2006/10. A maior parte da amostra (70) considerava os efeitos de revisões em empresas do Canadá (19), EUA (18), Grã-Bretanha (16), Austrália (10) e Rússia (7). A amostra ainda incluía 2 revisões da PETR (16/1/04 e 7/2/08) e uma da OGX (2/9/09).

⁶¹⁶ Os autores usaram a metodologia de eventos utilizadas por: MACKINLAY [1997]; BROWN & WARNER [1980; 1985], HILLIER et al. [2008].

⁶¹⁷ Uma revisão para cima resulta em um aumento médio de 1,60% na capitalização de mercado no dia do evento e 0,68% de aumento no período de até 6 dias do evento. Uma revisão para baixo resulta em uma redução média de 1,53% na capitalização de mercado no dia do evento, e -4,79% de redução no período de até 6 dias do evento. Os efeitos da divulgação da redução duram cerca de uma semana.

⁶¹⁸ Adicionalmente, os autores constataram que a magnitude destes impactos foi menor na Austrália, Canadá, EUA e Grã-Bretanha do que em outros países, que podem estar relacionados às diferenças no sistema legal (common law protege mais os investidores, portanto, quanto mais informação, menor a incerteza e portanto, menor a resposta) e desenvolvimento do mercado. O impacto também foi maior

Entretanto, MISUND & OSMUNDSEN [2017] ponderam que o valor contábil das reservas provadas sofre de várias fraquezas, pois suas estimativas dependem de: (1) preço médio do O&G no ano (o FASB – SFAS #69 de 1982 usa os preços médios do ano fiscal); (2) termos contratuais (por exemplo, concessões, PSC)⁶¹⁹; (3) informações limitadas quanto ao potencial de crescimento futuro da empresa, pois o conceito de reservas provadas exclui as reservas maduras.

Reservas Não Provadas e Outras Categorias de Recursos

Em uma extensa revisão da literatura empírica, MISUND & OSMUNDSEN [2017] não constataram relação robusta entre variações de reservas e a capitalização de mercado das empresas. Talvez, por problemas nas especificações do modelo (por exemplo, viés de variáveis omitidas). Talvez, porque a ênfase da SEC nas reservas provadas e a falta de divulgação de informações, poucos estudos empíricos analisaram o impacto de outros tipos de reserva.

Para tentar capturar o impacto dos outros tipos de reserva, MISUND & OSMUNDSEN [2017] analisaram uma amostra de 94 empresas de O&G não americanas entre 1993-2013. Dados sobre reservas possíveis (3P) não estavam disponíveis. Portanto os autores utilizaram três conceitos de reservas: provadas e desenvolvidas (onde já existem poços); provadas e não desenvolvidas (PUD, onde há novos poços em áreas ainda não perfuradas ou poços existentes aonde investimentos significativos são necessários para completa-los [*completion*]); e reservas prováveis (2P).

Concluíram que existia uma relação positiva e significativa entre as variações em Reservas Provadas e Desenvolvidas de óleo com o retorno das empresas. Entretanto, não encontraram evidências convincentes para a relação com as variações de reservas menos maduras de óleo, o que sugere que os investidores consideram este tipo de reservas como muito incertas, o que os incapacita de precificar estes ativos⁶²⁰. Como tal, os investidores podem considerar informações sobre Reservas Prováveis como pouco relevantes. Os autores concluíram que as agências reguladoras de mercados de capitais, incluindo a SEC, deveriam tornar mandatória a divulgação de dados sobre Reservas Prováveis, pois estas podem ser a base para a geração futura de caixa das empresas de O&G.

No caso da OGX, nenhum dos três Relatórios de Avaliação identificaram Reservas Prováveis ou Reservas Provadas. Como apontado anteriormente, a D&M identificou

no subperíodo 2000/05 do que 2006/10. O período de 2006/10 foi caracterizado por maior turbulência (*turmoil*).

Cf. TVERSKY & KAHNEMAN [1974]; LEE K et al. [1995], FERDERER [1996], SADORSKY [1999, 2008].

⁶¹⁹ Cf. BINDEMANN [1999]; KRETZSCHMAR et al [2007]

⁶²⁰ Os autores encontraram evidências convincentes da relação positiva e significativa entre as variações de reservas menos maduras de óleo de xisto com o retorno das ações destas empresas. Começou com gás não convencional e posteriormente para óleo (óleo de xisto ou *shale oil*). Preços do GN despencaram, enquanto preços do óleo aumentaram. A tecnologia do gás de xisto permite o desenvolvimento mais rápido das reservas do que o GN convencional, portanto as empresas com xisto geravam FOC antes de outras com GN. Ex. Devon Energy

Recursos Contingentes no 2º D&M (0,212 bboe) e no 3º D&M (3,034 bboe em 3C). Na discussão sobre o 3º D&M, os Executivos da OGX argumentaram que, devido às idiossincrasias da regulação do setor de O&G no Brasil, Recursos Contingentes seriam uma proxy para Reservas.

Referências

AGENCIA NACIONAL DE PETROLEO (ANP). **Glossário**. Disponível em: <<http://www.anp.gov.br/glossario>>. Acesso em: 08 nov. 2017.

AGHION, P., STEIN, J.C. Growth vs. Margins: Destabilizing Consequences of Giving the Stock Market What it Wants. **NBER Working Paper Series n. 10999**. Cambridge, MA, dez. 2004.

AISSIA, D.B. Home and foreign investor sentiment and the stock returns. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 59, issue C, p. 71-77, 2016.

ALMEIDA, M.S., CARVALHO, P.L.C. e BRITO, M.J., Hermenêutica como forma de análise dos relatórios da OGX petróleo e gás participações S.A., in: **Acta Scientiarum**, Maringá, v. 37, n. 1, p. 1-12, Jan.-Jun., 2015.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). **Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários**. Disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=3760&id_materia=29368>. Acesso em: 21 fev. 2018.

AUDI, C. & FALANGA NETO, V.. OGX - The Most Complete Upstream Play in Brazil: Catalyst-Rich and Set to Start a Promising New Chapter, **Santander Latin American Equity Research**, 26 de outubro de 2010a.

_____. OGX – Attractive Buying Opportunity Given Recent Unwarrented Performance, **Santander Latin American Equity Research**, 11 de novembro de 2010b.

_____. OGX Gets Acreage for Free: Good Strategic Call or Gamble, **Santander Latin American Equity Research**, 15 de novembro de 2010c.

_____. OGX: Eike Batista Addresses Key Concerns, **Santander Latin American Equity Research**, 9 de fevereiro de 2011a.

_____. OGX: How will the Stock React to the D&M Report? Scenario Analysis and More..., **Santander Latin American Equity Research**, 24 de março de 2011b.

_____. OGX – Downgrading to Hold: Disappointing D&M Report and Lack of Short-Term Catalysts, **Santander Latin American Equity Research**, 18 de abril de 2011c.

_____. OGX – A Difference of Opinion, **Santander Latin American Equity Research**, 4 de maio de 2011d.

_____. OGX – Roadshow with CFP Productive, but Key Issues Remain, **Santander Latin American Equity Research**, 10 de maio de 2011e.

_____. OGX – Positive Stock Reaction Overdone?, **Santander Latin American Equity Research**, 17 de maio de 2011f.

_____. OGX – Cost Increase is Key Takeaway from New Strategic Plan, **Santander Latin American Equity Research**, 7 de junho de 2011g.

_____. Switching Out of OGX into Petrobrás: Na Attractive Trade?, **Santander Latin American Equity Research**, 27 de julho de 2011h.

_____. OGX - Lack of Short-Term Catalysts: Not Yet Ready to get Back in; Introducing YE2012 Target Price, **Santander Latin American Equity Research**, 3 de outubro de 2011i.

_____. OGX – Anticipated Contract Signed – Limited Impact, **Santander Latin American Equity Research**, 6 de outubro de 2011j.

_____. OGX – Implications of Perenco-Sinochem Transaction, **Santander Latin American Equity Research**, 9 de janeiro de 2012a.

_____. OGX – Large Discovery in the Santos Basin, Positive for Stock, **Santander Latin American Equity Research**, 17 de janeiro de 2012b.

_____. OGX – Discovery of Pre-Salt in the Santos Basin, **Santander Latin American Equity Research**, 1 de fevereiro de 2012c.

_____. OGX – Participation Increased to 70% in Blocks BM-C-37 and BM-C38, **Santander Latin American Equity Research**, 20 de março de 2012d.

_____. OGX – Issues US\$ 1 billion in Senior Unsecured Notes, **Santander Latin American Equity Research**, 28 de março de 2012e.

_____. OGX – Productive Roadshow with CEO Yields New Key Takeaways; Attractive Buying Opportunity, **Santander Latin American Equity Research**, 5 de abril de 2012f.

_____. OGX – Declaration of Commerciality of Portion of Waimea, Potential Pressure on Stock, **Santander Latin American Equity Research**, 15 de maio de 2012g.

_____. OGX – CEO Comments on Well Productivity – Careful Monitoring Needed, **Santander Latin American Equity Research**, 30 de maio de 2012h.

_____. OGX – More Conservative Stance Needed: Downgrading to Hold; Introducing YE2013 Target Price, **Santander Latin American Equity Research**, 21 de junho de 2012i.

_____. OGX – Weaker Productivity Supports our Recent Downgrade; Reducing our YE2013 Target Price, **Santander Latin American Equity Research**, 26 de junho de 2012j.

_____. OGX – CEO Departs; Downgrade Maintained – Financing Capability + How Low is Too Low?, **Santander Latin American Equity Research**, 28 de junho de 2012k.

_____. OGX – Mixed Expectations on Fortaleza Pressure Stock; Sensitivity Analysis Helps Measure Downside, **Santander Latin American Equity Research**, 24 de outubro de 2012l.

_____. OGX – WEAK 3Q12: Write-Off of Wells, Blocks Returned to the ANP and More..., **Santander Latin American Equity Research**, 8 de novembro de 2012m.

_____. Brazil Oil & Gas: BS-4 M&A Transaction Has Key Implications for Petrobras, OGX AND Queiroz Galvao, **Santander Latin American Equity Research**, 27 de novembro de 2012n.

_____. OGX: Management Comments During Investor Day, **Santander Latin American Equity Research**, 11 de dezembro de 2012o.

_____. OGX-Upside/Downside Asymmetry in Place, But is it Attractive? YE13 TP Increased to R\$5.70, **Santander Latin American Equity Research**, 23 de janeiro de 2013a.

_____. OGX-Downgrading on Very Weak Operating Update and Potentially Negative Catalysts Ahead, **Santander Latin American Equity Research**, 12 de março de 2013b.

_____. OGX: Underperform Reiterated on the Back of Declaration of Commerciality Announcement, **Santander Latin American Equity Research**, 13 de março de 2013c.

_____. OGX: Weak 4Q12, with 2013 Capex Guidance Revised Upward, **Santander Latin American Equity Research**, 26 de março de 2013d.

_____. OGX-Farm-Out of Tubarão Martelo to be Announced Today, **Santander Latin American Equity Research**, 7 de maio de 2013e.

_____. Brazil Oil, Gas & Petrochemicals-Implications of Successful 11th Auction of Blocks for Petrobras, OGX, QGEP and HRT, **Santander Latin American Equity Research**, 14 de maio de 2013f.

_____. OGX-Eike Batista Sells Shares at Average Price of R\$1.73, Negative for Stock, **Santander Latin American Equity Research**, 11 de junho de 2013g.

BALKE N.S.; BROWN S.P.A.; YUCEL M.K. Oil price shocks and the US economy: where does the asymmetry originate? **Energy Journal**; 23:27e52, 2002.

BAKER, M., WURGLER, J.. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. **The Journal of Finance**, v. LXI, n. 4, p. 1645-1680, ago. 2006.

_____. Investor Sentiment in the Stock Market. **Journal of Economic Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 129-151, abr. 2007.

- BARBERIS, N., SHLEIFER, A., VISHNY, R.. A model of investor. **Journal of Financial Economics**, v. 49, n. 3, p. 307-343, 1998.
- BARROS, L.A.B.C., DA SILVEIRA, A.D.M., Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e so Determinantes da Estrutura de Capital. **Revista Brasileira de Finanças**, vol. 6, no. 3, o. 293-335, 2008.
- BATISTA, E.. **O X da Questão**, Rio de Janeiro: Sextante, 2011. 160p.
- BERNSTEIN, P.L., **Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street**. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2005.
- BIKHCHANDANI, S., SHARMA, S.. Herd Behavior in Financial Markets: A Review. **IMF Working Paper**, WP/00/08. IMF Institute, mar. 2000.
- BINDEMANN, K.. Production-sharing agreements: An economic analysis. **WPM 25**. Oxford: Oxford Institute for Energy Studies, 1999.
- BODIE, Z., KANES, A., MARCUS, A.J., **Investimentos**. Porto Alegre: AMGH, 2010, 8ª. edição.
- BRASIL AGRO, Prospecto Definitivo IPO, 27 de abril de 2006. URL: http://www.brasil-agro.com/brasilagro2011/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=36826, acesso em 4/12/2018.
- BRASIL ECODIESEL, Prospecto Definitivo IPO, 9 de novembro de 2006. URL: https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiXos_TrlbfAhXEW5AKHbggAZQQFjABegQICBAC&url=http%3A%2F%2Fsiteempresas.bovespa.com.br%2Fconsbov%2FArquivosExibe.asp%3Fsite%3DC%26protocolo%3D103492&usg=AOvVaw3rlYual08OAlXXz_V_sGH9, acesso em 4/12/2018.
- BREEDEN, R.C.. **Restoring Trust: Report to the Honorable Jed S. Rakoff, The United States District Court for the Southern District of New York on Corporate Governance for the Future of MCI, Inc.** Ago. 2003, Disponível em: <http://sites.fas.harvard.edu/~ec970dr/Paper2/02cv4963_082603.pdf>, Acesso em:
- BROCHET, F.. Information Content of Insider Trades before and after the Sarbanes-Oxley Act. **The Accounting Review**, v. 85, n. 2, p. 419-446, mar. 2010.
- BROEDEL, A.. Disciplina financeira nos setores públicos e privados. **Valor Econômico**, São Paulo, 29 ago. 2017, p. A10.
- BROWN S. J., WARNER J.B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**; 8:205e58, 1980.
- _____. Using daily stockreturns. **Journal of Financial Economics**; 14:3e31, 1985.
- BUSTISTA. **The Economist**, v. 409 (8860), p. 68, 2013.

BUTLER, K.C., LANG, L.H. The forecast accuracy of individual analysts: Evidence of systematic optimism and pessimism. **J. Account. Res.** p. 150–156, 1991.

CALDAS, S.. Partilha ou Consessão?. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 30 set. 2017, p. B2.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS. **National instrument 51–101: Standards of disclosure for oil and gas activities**. Alberta: CSA, 2002a.

_____. **Companion policy 51–101: Standards of disclosure for oil and gas activities**. Alberta: CSA, 2002b.

COLLINS, J. **Como os Gigantes Caem**. São Paulo: Elsevier, 2010. 216p.

COOPER, R., DAY, T., & LEWIS, C. Following the leader: A study of individual analysts' earnings forecasts. **Journal of Financial Economics**, v. 61, p. 383–416, 2001.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. 2002.

_____. **Instrução n. 400**, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM No. 429/06, 442/06, 472/08 e 482/10. 29 dez. 2003.

_____. **Extrato da sessão de julgamento do processo administrativo sancionador CVM No. RJ2013/7916**, 18 mar. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150318_PAS_RJ20137916.pdf>. Acesso em: 17 mai. 2018.

CAMPBELL, J.. **O Poder do Mito**. São Paulo: Palas Athena, 2004, 22^a. Ed., 250p.

DAMODARAN, A.. **Avaliação de Empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007, 2^a. ed., 264p.

_____. **Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business**. Nova York: Columbia Business School Publishing, 2017. 296p.

DA SILVA, J.F.F.. **Análise Crítica das Devoluções dos Blocos do Pré-Sal Concedidos nas Rodadas de Licitação da ANP**. 2013. Dissertação (Mestrado em Engenharia do Petróleo) – Escola Politécnica, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

DANIEL, K., HIRSHLEIFER, D., SUBRAHMANYAM, A. Investor psychology and security market under- and overreactions. **J. Finance**, v. 53, p. 1839–1885, 1998.

DARIPA, S. & SILVA, A. OGX: Compelling Investment Long Term; Better Entry Mid-2009, **Morgan Stanley Research Latin America**, 10 de novembro de 2008.

_____. OGX: Quick Comment: Stay Cautious in the Short-Term, **Morgan Stanley Research Latin America**, 29 de abril de 2009a.

_____. OGX: Catalysts Ahead - Overwight, **Morgan Stanley Research Latin America**, 1 de junho de 2009b.

_____. OGX: Research Tactical Idea, **Morgan Stanley Research Latin America**, 19 de agosto de 2009c.

_____. OGX - Quick Comment: Discussion with Mgmt. Confirms Positive Read-Across of BM-C-36, **Morgan Stanley Research Latin America**, 21 de agosto de 2009d.

DARIPA, S.. OGX: Even Better than the Real Thing, **Morgan Stanley Research Latin America**, 10 de novembro de 2009e.

_____. OGX – Story Shifting from Exploration to Production: Raising Price Target, **Morgan Stanley Research Latin America**, 21 de janeiro de 2010a.

_____. OGX – Quick Comment: Roadmap Becomes Clearer, **Morgan Stanley Research Latin America**, 27 de janeiro de 2010b.

_____. OGX – Quick Comment: Takeaways from 2Q10 Conference Call, **Morgan Stanley Research Latin America**, 12 de agosto de 2010c.

_____. OGX – Quick Comment: Repsol Deal Viewed as a Positive for Brazil O&G, **Morgan Stanley Research Latin America**, 1 de outubro de 2010d.

_____. OGX – Increased Confidence in Bull Case; Raising Price Target, **Morgan Stanley Research Latin America**, 8 de outubro de 2010e.

_____. OGX – Buying Opportunity as Stock Pricing in Volume Well Below Our Forecast, **Morgan Stanley Research Latin America**, 15 de fevereiro de 2011a.

_____. OGX – Correction: Investment Case Remains Unchanged; Cutting PT to R\$ 23, **Morgan Stanley Research Latin America**, 18 de abril de 2011b.

_____. OGX – In Bear Case Territory, **Morgan Stanley Research Latin America**, 19 de abril de 2011c.

_____. OGX – Lowering PT on Lower and Riked Resources; Remain Overweight, **Morgan Stanley Research Latin America**, 11 de setembro de 2011d.

DE LONG, J. B., SHLEIFER, A., SUMMERS, L. H., & WALDMANN, R. J.. The economic consequences of noise traders. **NBER Working Paper**, n. 2395, p. 1-47, out. 1987.

_____. Noise trader risk in financial markets. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 4, p. 703-738, ago. 1990.

DECHOW, P., HUTTON, A., SLOAN, R.. The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings. **Contemporary Accounting Research**, v. 17, n. 1, p. 1-32, abr. 2010.

DUGAR, A., NATHAN, S. The effect of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations. **Contemp. Account. Res.** V. 12 (1), p. 131–160, 1995.

EDWARDS, R.D. & MAGEE, J.. **Technical Analysis of Stock Trends**, 6th ed.. Nova York: New York Institute of Finance, 1992. 500p.

EDWARDS, W.. Conservatism in human information processing. In: KLEINMUTZ, B. (Ed.). **Formal Representation of Human Judgment**. Nova York: John Wiley and Sons, 1968, p. 17-52.

ERTURK, I., FROUD, F., JOHAL, S., WILLIAMS, K.. Corporate Governance and Disappointment. **Review of International Political Economy**, v. 11, n. 4, p. 677-713, out. 2004.

ESTADOS UNIDOS. Congresso. **Public Law 107-204: Sarbanes-Oxley Act of 2002. Corporate responsibility**, 30 de julho de 2002.

FERDERER J. Oil price volatility and the macroeconomy. **Journal of Macroeconomics**; 18:1e26, 1996.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Statement of financial accounting standards No. 69: Disclosures about oil and gas producing activities**. Stamford, CT: FASB, 1982.

_____. **Financial accounting codification topic 932: Extractive activities – oil and gas**. Stamford, CT: FASB, 2009.

_____. **Financial accounting series. accounting standards update. Extractive activities – oil and gas (Topic 932): Oil and gas reserves estimation and disclosures. An amendment of the FAB accounting standards codification**. Stamford, CT: FASB, 2010.

FINNERTY, J.D.. **Project Finance: Engenharia Financeira Baseada em Ativos**, Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999, p. 354.

FRIESEN, G., WELLER, P. Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts. **J. Financ. Mark.**, v. 9, p. 333–365, 2006.

GATTASS, G., FONSECA, R., VALENTE, P.. OGX – 3Q10 Review: Looking at what matters. **BTG Pactual Equity Research Latin America**, 11 de novembro de 2010.

GATTASS, G. & FONSECA, R.. OGX – Albion Punch. **BTG Pactual Equity Research Latin America**, 10 de fevereiro de 2011a.

_____. OGX – The Measure of Success. Downgrading to Neutral, **BTG Pactual Equity Research Latin America**, 18 de março de 2011b.

_____. OGX – Relevant Developments. Up to Buy Again. **BTG Pactual Equity Research Latin America**, 2 de agosto de 2011c.

_____. OGX – Constructive Approach. **BTG Pactual Equity Research Latin America**, 11 de agosto de 2011d.

GATTASS, G., CARVALHO, L.F., VALDIZAN, R.. OGX – Tectonic (or is it Teutonic) Shifts, **BTG Pactual Equity Research Latin America**, 5 de julho de 2012a.

GATTASS, G., CARVALHO, L.F.. OGX - Officially operational. **BTG Pactual Equity Research Latin America**, 9 de novembro de 2012b.

GOMES, P. O., KILSDONK, B., MINKEN, J., GROW, T., BARRAGAN, R.. The Outer High of the Santos Basin, Southern São Paulo Plateau, Brazil: Pre-Salt Exploration Outbreak, Paleogeographic Setting, and Evolution of the Syn-Rift Structures. Search and Discovery Article #10193 (2009). Posted July 2, 2009. Adapted from oral presentation at **AAPG International Conference and Exhibition**, Cape Town, South Africa, October 26-29, 2008.

GREENBURY, R.. **Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury**. Disponível em:
<http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury_less_recommendations.pdf>.
Acesso em: 17 out 2017.

GRIFFIN, D., TVERSKY, A.. The weighing of evidence and the determinants of confidence. **Cognitive Psychology**, v. 24, n.3, p. 411-435, jul. 1992.

GROYSBERG, B., HEALY, P.M., MABER, D.A.. What Drives Sell-Side Analyst Compensation at High-Status Investment Banks?. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 4, p. 969-1000, set. 2011.

HARIS, L., & GUREL, E.. Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 50: New Evidence for the Existence of Price Pressure. **Journal of Finance**, v. 41, p. 851-60, 1986.

HART, O., MOORE, R.. Property rights and the nature of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 6, p. 1119-1158, dez. 1990.

HEALY, P., PALEPU, K.. The Fall of Enron. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 2, p. 3-26, 2003.

HEATON, J. B.. Managerial Optimism and Corporate Finance. **Financial Management**, v. 31, n. 2, p. 33-45, 2002.

HILLIER D, GRINBLATT M, TITMAN S. **Financial markets and corporate strategy**. Maidenhead: McGraw-Hill, 2008.

HOWARD, A. W., HARP, A.B.. Oil and Gas Company Valuations. **Business Valuation Review**, v. 28, n. 1, p. 30-35, 2009.

IRVINE, P. Do Analysts Generate Trade for Their Firms? Evidence from the Toronto Stock Exchange. **Journal of Accounting & Economics**, v. 30, p. 209–26, 2000.

_____. Analysts' Forecasts and Brokerage-Firm Trading. **The Accounting Review**, v. 79, p. 125–49, 2004.

JENSEN, M.C.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p.323-329, mai. 1986

_____. Agency Costs of Overvalued Equity. **Financial Management**, v. 34, n. 1, p. 5-19, 2005.

JENSEN, M.C., MURPHY, K.J., WRUCK, E.G.. Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. **Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004**, jul. 2004

JOOS, P., PIOTROSKIB, J.D., SRINIVASAN, S.. Can analysts assess fundamental risk and valuation uncertainty? An empirical analysis of scenario-based value estimates. **Journal of Financial Economics**, v. 121, n. 3, p. 645–663, set. 2016.

JONES DW, LEIBY PN, PAIK IK. Oil price shocks and the macroeconomy: what has been learned since 1986. **Energy Journal**; 25:1e32, 2004.

JUERGENS, J.; L. LINDSEY. Getting Out Early: An Analysis of Market Making Activity at the Recommending Analyst's Firm. **Journal of Finance**, v. 64, p. 2327–59, 2009.

KADIYALA, P., RAU, R.. Investor Reaction to Corporate Event Announcements: Underreaction or Overreaction?. **The Journal of Business**, v. 77, n. 2, p. 357-386, abr. 2004.

KAHN, M.. The 2008 Oil Price "Bubble". **Peterson Institute of International Economics**, No. PB09-19, ago.2009. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.175.3338&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 23 jul. 2018.

KAPLANSKI, G., LEVY, H.. Analysts and sentiment: A causality study. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 63, p. 315–327, fev. 2017.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan, 1936.

KOC, C., ROSS, T., SZCZPANSKI, J.M.. Beneath the Surface: Valuing Oil and Gas Assets in Litigation. **International Law News**, v. 44, n. 3, 2015.

KOVARSKY, P. & MENDES, D.. OGX: The UpXtream Option, **Itaú BBA**, 28 de julho de 2008a.

_____. OGX: Upgrading to Outperform, **Itaú BBA**, 13 de fevereiro de 2009a.

_____. OGX: 4Q08 Conf. Call – A Billion Boe in the ES Basin, **Itaú BBA**, 26 de março de 2009b.

_____. OGX: Reading into the EBX Call and Waimea Results, **Itaú BBA**, 9 de fevereiro de 2011a.

_____. OGX: Guide to Reading the D&M Report, **Itaú BBA**, 17 de março de 2011b.

_____. OGX: Hydrocarbon finds at OGX-36D – Delimiting Well for Pipeline, **Itaú BBA**, 22 de março de 2011c.

_____. OGX: Hydrocarbon Presence in the Wikiki Delimiting Well, **Itaú BBA**, 24 de março de 2011d.

_____. OGX: 4Q10 Conference Call Highlights, **Itaú BBA**, 28 de março de 2011e.

_____. OGX: The D&M Report: Not a Surprise, **Itaú BBA**, 17 de abril de 2011f.

_____. OGX Announces Finds Around the Pipeline and Waikiki Welss, **Itaú BBA**, 20 de abril de 2011g.

_____. OGX: Updating Valuation after D&M, **Itaú BBA**, 5 de maio de 2011h.

_____. OGX: 1Q11 Conference Call Highlights, **Itaú BBA**, 9 de maio de 2011i.

_____. OGX: Announces New Discovery in Santos Basin, **Itaú BBA**, 12 de maio de 2011j.

_____. OGX: Declaration of Commerciality for Two Gas Field in the Parnaíba Basin, **Itaú BBA**, 17 de maio de 2011k.

_____. OGX: Bond Issuance, **Itaú BBA**, 17 de maio de 2011l.

_____. OGX: Business Plan Update: No Game-Changing News, **Itaú BBA**, 7 de junho de 2011m.

_____. OGX: Waikiki Horizontal Well – Good Prospects for Production, **Itaú BBA**, 20 de junho de 2011n.

_____. Brazil – Oil & Gas: Where's the Bottom for Brazilian Junior E&Os?, **Itaú BBA**, 7 de agosto de 2011o.

_____. OGX: OGX Sells 1.2-Million-Barrel Cargo to Shell, **Itaú BBA**, 6 de outubro de 2011p.

_____. OGX: Dry Well in Espirito Santo Basin, **Itaú BBA**, 6 de janeiro de 2012a.

- _____. OGX: Another Discovery in the Santos Basin, Likely Gas, **Itaú BBA**, 16 de janeiro de 2012b.
- _____. OGX: Production Startup, **Itaú BBA**, 30 de janeiro de 2012c.
- _____. OGX Confirms Pre-Salt in Santos, **Itaú BBA**, 1 de fevereiro de 2012d.
- _____. Increasing Stake in the BM-C-37 and -38 Blocks to 70% from 50%, **Itaú BBA**, 20 de março de 2012e.
- _____. 4Q11 – All Eyes on Flow Rates, **Itaú BBA**, 23 de março de 2012f.
- _____. Reducing FV to BRL 21,2/OGXP3, **Itaú BBA**, 16 de abril de 2012g.
- _____. Waikiki Declaration of Commerciality, **Itaú BBA**, 25 de abril de 2012h.
- _____. Waimea Declaration of Commerciality, **Itaú BBA**, 15 de maio de 2012i.
- _____. Whay a Campos Basin Update Now, **Itaú BBA**, 22 de maio de 2012j.
- _____. Struggling with Flow Rates, **Itaú BBA**, 30 de maio de 2012k.
- _____. Oil (Not Gas!) Find the Campos Basin Pre-Salt (OGX78-Honolulu), **Itaú BBA**, 13 de junho de 2012l.
- _____. Struggling (Further!) with Flow Rates, **Itaú BBA**, 26 de junho de 2012m.
- _____. Another Reality Check – Cutting FV to BRL 14.8/OGXP3, **Itaú BBA**, 28 de junho de 2012n.
- _____. Fine-Tuning (Down) Production and FV, **Itaú BBA**, 17 de julho de 2012o.
- _____. OGX - Controlling Shareholder Grants USD 1 Billion Put, **Itaú BBA**, 24 de outubro de 2012p.
- _____. Oil & Gas: OGX Acquires a 40% Stake in BS-4 for USD 270 MM, **Itaú BBA**, 27 de novembro de 2012q.
- _____. OGX - Reducing the Campos Basin Potential, **Itaú BBA**, 7 de janeiro de 2013a.
- _____. OGX – Production Numbers – Bad News, **Itaú BBA**, 11 de março de 2013b.
- _____. OGX – Bad News on Production– Bad News, **Itaú BBA**, 16 de abril de 2013c.
- _____. OGX: Tubarao Martelo Deal Apparently Nearing Conclusion, **Itaú BBA**, 6 de maio de 2013d.
- _____. HRT: Acquisition of 60% Stake in Polvo Field, in: LatAm Daily, **Itaú BBA**, 7 de maio de 2013e.
- _____. OGX - April Production – Negative, **Itaú BBA**, 7 de maio de 2013f.

_____. OGX - Tubarao Martelo 40% Stake Sold for USD 850 Million, **Itaú BBA**, 8 de maio de 2013g.

_____. OGX - Fair Value and Recommendation Under Review, **Itaú BBA**, 2 de julho de 2013h.

_____. OGX - Put Option Against Controlling Shareholder Exercised, **Itaú BBA**, 6 de setembro de 2013i.

_____. OGX – It's a Dry Well After All..., **Itaú BBA**, 12 de setembro de 2013j.

KOVARSKY, P., MENDES, D., ARAUJO, G.. OGX: Reiterating Outperform at New FV of R\$ 1,210 / Share, **Itaú BBA**, 4 de maio de 2009c.

_____. OGX Increases Its Stake in BM-S-29 by 15%, **Itaú BBA**, 11 de maio de 2009d.

_____. OGX: Lower Ke Boosting the Fair Value, **Itaú BBA**, 1 de junho de 2009e.

_____. OGX: Corcovado-2 is Dry, **Itaú BBA**, 24 de agosto de 2009f.

_____. OGX: Introducing YE10 Fair Value, **Itaú BBA**, 26 de agosto de 2009g.

_____. OGX – Acquisition of Gas Prone Blocks: Almost a Free Option, **Itaú BBA**, 24 de setembro de 2009h.

_____. OGX Finds Hydrocarbons in BM-S-29!, **Itaú BBA**, 2 de outubro de 2009i.

_____. OGX: What's Next?, **Itaú BBA**, 2 de outubro de 2009k.

_____. OGX: Confirming ou Bullish Expectations, **Itaú BBA**, 9 de novembro de 2009l.

_____. OGX: Raising FV on D&M Report, **Itaú BBA**, 10 de novembro de 2009m.

_____. OGX: Another Hydrocarbons Presence in the BMC41, **Itaú BBA**, 30 de novembro de 2009n.

_____. OGX - Pipeline: 1-2 Billion Boe, **Itaú BBA**, 22 de dezembro de 2009o.

_____. OGX – Hydrocarbon Find in the Kilawea Well, **Itaú BBA**, 11 de janeiro de 2010a.

_____. OGX – Production Ahead of Schedule, **Itaú BBA**, 27 de janeiro de 2010b.

_____. OGX – Waymea Estimate: 500 – 900 Million boe, **Itaú BBA**, 3 de fevereiro de 2010c.

_____. OGX – No Big News on BM-S-29, **Itaú BBA**, 2 de março de 2010d.

_____. OGX – Hydrocarbon Find in the Etna Well, **Itaú BBA**, 3 de março de 2010e.

- _____. OGX – 4Q09 Results: Conference Call Highlights, **Itaú BBA**, 12 de março de 2010f.
- _____. OGX – Hydrocarbon Find in the Fuji Well (OGX8), **Itaú BBA**, 24 de março de 2010g.
- _____. OGX – A Good Time to Buy!, **Itaú BBA**, 29 de março de 2010h.
- _____. OGX – 1Q10 Conference Call Highlights, **Itaú BBA**, 17 de maio de 2010i.
- _____. OGX Acquires Exploration Blocks in Colombia, **Itaú BBA**, 23 de junho de 2010j.
- _____. OGX Hydrocarbon Find in the Northern Campos Basin, **Itaú BBA**, 28 de junho de 2010k.
- _____. OGX While Waiting for the Farm-out..., **Itaú BBA**, 13 de julho de 2010l.
- _____. OGX - 15 Tcf Recoverable Gas in the Parnaíba Onshore Basin, **Itaú BBA**, 16 de agosto de 2010m.
- _____. OGX18: 27o API, Great Surprise in Santonian Sandstone, **Itaú BBA**, 27 de setembro de 2010n.
- _____. OGX: Finds in Santos & News on the Farm-out, **Itaú BBA**, 30 de setembro de 2010o.
- _____. OGX: 3Q10 Conference Call Highlights, **Itaú BBA**, 11 de novembro de 2010p.
- _____. OGX Acquires Remaining BM-S-29 Stake, **Itaú BBA**, 12 de novembro de 2010q.
- _____. OGX: 116 Meter Net Pay in North Campos Basin, **Itaú BBA**, 8 de dezembro de 2010r.
- KRAMER, L.A., LIAO, C.M.. The Spillover effects of management overconfidence on analyst forecasts. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, v. 12, p. 79-92, 2016.
- KRETZSCHMAR, G. L., MISUND, B., & HATHERLY, D. Market risks and oil field ownership — Refining oil and gas disclosures. **Energy Policy**, v. 35 (11), p. 5909–5917, 2007.
- KRIGMAN, L.; W. SHAW; AND K. WOMACK. Why Do Firms Switch Underwriters? **Journal of Financial Economics**, v. 60, p. 245–84, 2001.
- LEE K.; NI S., RATTI R.A. Oil shocks and the macroeconomy: the role of price variability. **Energy Journal**, v. 1995(16):39e56, 1995
- LEITE, E., CANHEU, V. & CUSTODIO, F., OGX: The Quest for Brazilian Oil, **Credit Suisse Equity Research**, 28 de julho de 2008a.

_____. OGX: Business Plan Moving at Steady Pace, **Credit Suisse Equity Research**, 6 de outubro de 2008b.

LEITE, E., CANHEU, V.. OGX: Setting the stage for a busy 2010, **Credit Suisse Equity Research**, 11 de janeiro de 2010a.

LEITE, E., CANHEU, V. & SOBREIRA, A.. OGXP3: What do you believe in? Reinstate coverage, **Credit Suisse Equity Research**, 16 de janeiro de 2013x.

_____. OGXP3: The third well: don't fight the carbonates, **Credit Suisse Equity Research**, 4 de fevereiro de 2013a.

_____. OGX & OSX - What has changed and what has not, **Credit Suisse Equity Research**, 11 de março de 2013b.

_____. OGX – “In Situ”, **Credit Suisse Equity Research**, 13 de março de 2013c.

_____. OGXP3: Four Sentences, **Credit Suisse Equity Research**, 26 de março de 2013d.

_____. OSX: “Liquidation” Revisited and More, **Credit Suisse Equity Research**, 31 de março de 2013e.

_____. OSX: Murphy’s Law, **Credit Suisse Equity Research**, 16 de abril de 2013f.

_____. OGX and OSX - What is left for the shareholder?, **Credit Suisse Equity Research**, 2 de julho de 2013g.

_____. OGX: Ways Out, **Credit Suisse Equity Research**, 9 de julho de 2013h.

_____. OGX: Food for Thought, **Credit Suisse Equity Research**, 2 de setembro de 2013i.

_____. OGX: \$100m Now, \$900m Later, **Credit Suisse Equity Research**, 6 de setembro de 2013j.

LIN, H., MCNICHOLS, M.F. Underwriting relationships, analysts’ earnings forecasts and investment recommendations. **J. Account. Econ.**, v. 25, p. 101–127, 1998.

LUSTOSA, M.C.J.. **Meio ambiente, inovação e competitividade na indústria brasileira: A cadeia produtiva do petróleo**. 2002. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

MACKINLAY A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**; 35:13e39, 1997.

MARCH, J.G., SHAPIRA, Z., Managerial perspectives on risk and risk taking. **Management Science**, 33 (11): 1404-18, 1987.

MASSAINI, S.A., OLIVA, F.L.. **Evidências da divulgação dos riscos empresariais nos prospectos de distribuição pública de ações: o caso OGX e Petrobrás.** XXXIX Encontro ANPAD, Belo Horizonte - MG, 2015.

MATTAR, F., CONTI, S. & PASCON, B.. OGX – Reduce 12-month Target on Lower Productivity and Higher Risks/CoE, **Goldman Sachs Equity Research**, 14 de março de 2013a.

_____. OGX – Reduce Target Price to R\$ 0,7 Following Update to Business Plan, **Goldman Sachs Equity Research**, 2 de julho de 2013b.

_____. Analyzing the Legal Recovery Law in Brazil and Alternatives for OGX, **Goldman Sachs Equity Research**, 10 de outubro de 2013c.

MATTAR, F., CONTI, S., PASCON, B. & GAETA, A.. OGX – EBITDA in Line, More Negative EPS on Lower FX Gains, **Goldman Sachs Equity Research**, 15 de maio de 2012a.

MCGANN, F. & KOYA, S.. OGX: Initiating with a Buy Rating, **Bank of America Merrill Lynch**, 28 de julho de 2008a.

MCGANN, F. & KOYA, S.. OGX: Degrading to Underperform, **Bank of America Merrill Lynch**, 28 de outubro de 2008b.

MCGANN, F. & VEGNER, C.. OGX - Pressure Rises: 11th Rd Blocks Relinquished; Filed Sale Doubts, **Bank of America Merrill Lynch**, 27 de agosto de 2013a.

_____. OGX – New D&M Report Increases Concern for Tubarão Martelo, **Bank of America Merrill Lynch**, 3 de outubro de 2013b.

_____. OGX – Dilution Risk Significant in Possible Re-Structuring, **Bank of America Merrill Lynch**, 17 de outubro de 2013c.

MCLEAN, B., ELKIND, P., **The Smartest Guys in the Room: the amazing rise and scandalous fall of Enron.** Nova Iorque: Penguin Group, 2004.

MICHAELY, R., WOMACK, K. Conflict of interest and credibility of underwriter analyst recommendations. **Rev. Financ. Stud.**, v. 12, p. 653–686, 1999.

MILGRAM, S., Behavioral study of obedience. **Journal of Abnormal and Social Psychology**, 67, p. 317-378, 1963.

MILLER, D.T., ROSS, M., Self-serving biases in attribution of causality: fact or fiction? **Psychological Bulletin**, 82 (2): 213-25, 1975...

MILLER, M., WELLER, P., ZHANG, L.. Moral Hazard and the US Stock Market: Analysing the 'Greenspan Put'. **The Economic Journal**, v. 112, n. 478, p. C171-C186, mar. 2002.

MISHRA, C., DRTINA, R.. Accounting Manipulations and Business Failures: The Case for Effective Financial Disclosure. **The Journal of Private Equity**, v. 7, n. 4, p. 27-35, 2004.

MISUND, B., OSMUNDSEN, P.. Valuation of Proved vs. Probable Oil and Gas Reserves, **Cogent Economics & Finance**, v. 5, n. 1, Article 1385442, 2017.

MONTANARI, B. & BELLINETTI, G.. OGX: Flow Rates Much Lower Than Rebased Guidance; Cutting Estimates and Target, **Morgan Stanley Research Latin America**, 13 de março de 2013a.

_____. OGX: Relatively In-Line 4Q12 Results; Waiting for Liquidity Enhancement Events, **Morgan Stanley Research Latin America**, 27 de março de 2013b.

_____. OGX: Limited Options to Generate Value for Equity Holders; Downgrade to UW, from EW, **Morgan Stanley Research Latin America**, 1 de julho de 2013c.

_____. OGX: Put Option Exercised, But Will the Cash Come In? Stay UW as Thesis is Unchanged, **Morgan Stanley Research Latin America**, 8 de setembro de 2013d.

_____. OGX: Disappointing 2P Reserves for T. Martelo; Remain UW, **Morgan Stanley Research Latin America**, 3 de outubro de 2013e.

MOORE, D., KURTZBERG, T., FOX, C., BAZERMAN, M. Positive illusions and forecasting errors in mutual fund investment decisions. **Organizational Behaviour Human Decision Process**. v. 79, p. 95–114, 1999.

NISBETT, R.E., ROSS, L., **Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgement**. Prentice-Hall, New Jersey, 1980.

NUNES, F. & LUNA, D.. Pré-Sal já compete com Oriente Médio. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 22 de out. 2017, p. B8.

OGX. **Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias de Emissão da OGX**, 2008.

_____. **Demonstrativos Financeiros Padronizados (DFPs), ITRs, Atas e Editais de AGEs, Assembleias Gerais Ordinárias (AGO), RCAs, Comunicados ao Mercado, Apresentações Corporativas, Fatos Relevantes, Políticas Corporativas, Avisos aos Acionistas, e outros documentos**. Disponível em:
<http://ri.ogpar.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=50328&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2009>.

_____. **Política de divulgação e uso de informações para o mercado da OGX Petróleo e Gás Participações S.A.**, Junho de 2009. Disponível em: <
http://ri.ogpar.com.br/download_arquivos.asp?id_arquivo=5396DCD6-3B4F-41B3-AC31-1E861487A365>. Acesso em: 17 mai. 2018.

PEREIRA, M.A., SECURATO, J.R., SOUSA, A.F.. Effect of investments on fundamentals and market reaction on pre-operational and operational Brazilian companies for the period 2006-2012. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 51, n. 1, p. 56-71, jan./mar. 2016.

PETROBRÁS. **Relatório de atividades**, 2010.

PIRES, A.. Nova chance (perdida) para o gás natural. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 21 out. 2017, p. B2.

PWC. **Fusões & Aquisições no Brasil - Dezembro de 2013**. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes.html>>. Acesso em: 12 jun. 2018.

QUINTAS, H.. **Concessão vs. Partilha: Breves Considerações sobre a Competitividade de cada Modelo. Ciclo de Debates sobre Petróleo e Economia**. Disponível em: <https://www.ibp.org.br/personalizado/uploads/2016/11/4-HUMBERTO-QUINTAS_BP_Ciclo-de-Debates_Partilha-e-Concessão_04_11_2016_.pdf>. Acesso em: 24 out 2017.

RAMALHO, A., “Leilões de áreas de óleo e gás já atraíram quase 30 empresas”. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 14 jun. 2018, p. B1.

RAMALHO, A. et al., “Ciclo de seis leilões rendeu R\$ 28 bi em bônus”. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 29 e 30 set. e 1 out. 2018, p. B1.

RAMNATH, S., ROCK, S., SHANE, P.. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. **International Journal of Forecasting**, v. 24, p. 34-75, 2008.

RIO DE JANEIRO. Justiça Federal. Seção Judiciária do Rio de Janeiro. Processo nº 0000950-49.2014.02.5101. Disponível em: <<https://www.brasil247.com/attachment/403/Contestacao%20Pedro%20Malan.pdf>>. Acesso em: 10 mai. 2018.

ROZENBAUM, A. & VARELLA, B., Bradesco Relatório OGX: Uma Estrela em Ascensão, **Bradesco Corretora**, 7 de abril de 2009a.

_____. Bradesco Relatório OGX: Recente “Rally” foi apenas o Começo, **Bradesco Corretora**, 5 de outubro de 2009b.

_____. Bradesco Relatório OGX: Estimativa dos Reservatórios acima das Expectativas, **Bradesco Corretora**, 15 de outubro de 2009c.

_____. Bradesco Relatório OGX: Maciço Aumento dos recursos Potenciais, **Bradesco Corretora**, 13 de novembro de 2009d.

_____. Bradesco Relatório OGX: OGX Anuncia a Presença de Hidrocarbonetos na Seção Aptiano do OGX-2A, **Bradesco Corretora**, 3 de dezembro de 2009e.

SADORSKY P. Oil price shocks and stock market activity. **Energy Economics**; 21:449e69, 1999

_____. Assessing the impact of oil prices on firms of different sizes: its tough being in the middle. **Energy Policy**; 36:3854e61, 2008.

SAFFO, P.. Six Rules for Effective Forecasting. **Harvard Business Review**. jul/ago. 2007. Disponível em: <<https://hbr.org/2007/07/six-rules-for-effective-forecasting>>. Acesso em: 5 mar 2018.

SANVINCENTE, A.Z.. Price-Volume relationship in the Brazilian Market, Stock Lending and Technical Analysis. **Revista Brasileira de Finança**, v. 13, n. 4, p. 643-662, 2015.

SÃO PAULO. Ministério Público Federal. Denúncia do MPF (Ref. Notícia de Fato n. 1.34.001.002738/2014-71, DEN no. 71866/14). Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/sp/sala-de-imprensa/sala-de-imprensa/noticias_prsp/DENUNCIA%20OGX%20DIR%20INSIDER.pdf>. Acesso em: 10 mai. 2018.

SCHEINKMAN, J.; WEI XIONG. Overconfidence and Speculative Bubbles. **Journal of Political Economy**, v. 111(6), p. 1183–1219, 2003.

SCHOLTENS, B., WAGENAAR, R. Revisions of international Firms' Energy Reserves and the Reaction of the Stock Market. **Energy**, v. 36, n. 5, p. 3541–3546, mai. 2011.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Accounting series release no. 253**. Washington, DC: SEC, 1978.

_____. **Accounting series release no. 269: Oil and gas producers – supplemental disclosures on the basis of reserve recognition accounting**. Washington, DC: SEC, 1979.

_____. **Accounting series release no. 289**. Washington, DC: SEC, 1981.

_____. **Modernization of oil and gas reporting requirements: The final rule**. Washington: SEC, 2008.

SENGE, P.. **The Fifth Discipline: The Art and Practice of the Learning Organization**, Nova Iorque: Currency (Random House), 2006, 445p..

SEQUEIRA, M. OGX: The Thrill of the Drill, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 16 de agosto de 2010a.

_____. OGX: Positive view reiterated during GEMs conference, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 22 de setembro de 2010b.

_____. Repsol Brasil Deal: Implications for OGX, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 1 de outubro de 2010c.

_____. OGX : No equity value left, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 30 de outubro de 2013q.

SEQUEIRA, M. & FONSECA, L.. OGX – Conference Call Highlights: Is No News Bad News?, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 11 de novembro de 2010d.

_____. OGX – Update: farm out, Vesuvio, D&M Report, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 6 de dezembro de 2010e.

_____. OGX – Conference Call: Good Initiative but Little New Information, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 10 de fevereiro de 2011a.

_____. Brazilian Oils: Highlights from DB's Brazil Oil Day, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 27 de março de 2011b.

_____. OGX: Lower 4Q10 Results. Focus on D&M Report and Production, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 27 de março de 2011c.

_____. OGX: Lowering Rating and PT on More Conservative Approach, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 18 de abril de 2011d.

_____. OGX: Stronger Balance Sheet for Existing and New Opportunities, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 18 de abril de 2011e.

_____. Latin American Oils Trip: Significant Opportunities in the Latam Oil and Gas Industry, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 4 de julho de 2011f.

_____. Industry Alert: Oil & Gas, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 11 de novembro de 2011g.

_____. Latam Energy – Key Themes and Stocks for 2012, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 23 de janeiro de 2012a.

_____. Industry Update: Exploration News Flow Playing Out on QGEP and OGX, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 1 de fevereiro de 2012b.

_____. OGX: 4Q11 Review – Strong Pick up in Exploration Income, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 1 de fevereiro de 2012c.

_____. OGX: 1Q12 Results, New Declaration of Commerciality, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 15 de maio de 2012d.

_____. OGX: Flow Rates at Tubarão Azul set at Lower Levels, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 26 de junho de 2012e.

_____. OGX: Hoping for the Best, but Turning more Bearish. Sell and PT of R\$ 4, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 16 de julho de 2012f.

_____. Latin America Energy: Looking Ahead – Main Themes and Stocks to Own, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 9 de setembro de 2012g.

_____. OGX Alert : Controller's Put Option a Positive but not a Game Changer, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 24 de outubro de 2012h.

_____. OGX Alert : 3Q12: Exploration Expenses Pressure Results, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 9 de novembro de 2012i.

_____. Brazil Oil and Gas : HRT farms out; OGX farms in, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 26 de novembro de 2012j.

_____. OGX Alert : Too early to call R\$4 the floor. Reiterate Sell, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 31 de janeiro de 2013a.

_____. OGX Alert : January production figures disappoint, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 4 de fevereiro de 2013b.

_____. OGX : Lowering our PT to R\$2.00/share; reiterating Sell, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 3 de março de 2013c.

_____. OGX : Lowering our PT to R\$2.00/share; reiterating Sell, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 11 de março de 2013d.

_____. OGX Alert : Three commercial accumulations and extension for six areas, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 13 de março de 2013e.

_____. OGX Alert : ANP data provides a twist on the third well saga, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 14 de março de 2013f.

_____. OGX Alert : 4Q12 conference call preview: questions for management, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 26 de março de 2013g.

_____. OGX : Price Target lowered to R\$0.80/share. Sell reiterated, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 11 de abril de 2013h.

_____. OGX Alert : Main takeaways from ANP February per well production data, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 12 de abril de 2013i.

_____. Oil & Gas Alert - Polvo: implications for HRT and OGX, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 7 de maio de 2013j.

_____. OGX Alert : Sharp drop in oil production; OGX-106 well (Cancun) is dry, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 7 de maio de 2013k.

_____. OGX Alert : OGX sells 40% stake of BM-C-39 and BM-C-40, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 8 de maio de 2013l.

_____. Brazilian Energy View is still Cautious but we see Opportunities, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 2 de julho de 2013m.

_____. OGX Alert: Coming Undone, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 2 de julho de 2013n.

_____. OGX Alert : 2Q13 results very weak; resizing and restructuring, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 15 de agosto de 2013o.

_____. OGX Alert : Re-sizing the exploratory portfólio, **Deutsche Bank Global Emerging Markets**, 27 de agosto de 2013p.

SCHUTTE, G.R.. Brazil: New Developmentalism and the Management of Offshore Oil Wealth. **European Review of Latin American and Caribbean Studies / Revista Europea de Estudios Latinoamericanos y del Caribe**, n. 95, p. 49-70, out. 2013.

SHEFRIN, H., BELOTTI, M.L.. Behavioral Finance: Biases, Mean-Variance Returns, and Risk Premiums. **CFA Institute Conference Proceedings Quarterly**, v. 24, n. 2, p. 4-12, jun. 2007.

SHILLER, R.J.. Conversation, Information, and Herd Behavior. **The American Economic Review**, v. 85, n. 2, Papers and Proceedings of the Hundredth and Seventh Annual Meeting of the American Economic Association Washington, DC, p. 181-185, jan. 1995.

SHLEIFER, A., Do Demand Curves for Stocks Slope Down?. **Journal of Finance**, v. 41, p. 579- 90, 1986.

SHLEIFER, A., SUMMERS, L. H.. The noise trader approach to finance. **Journal of Economic Perspectives**, v. 4, p. 19-33, 1990.

SPE-PRMS – Society of Petroleum Engineers. **Petroleum Resources Management Systems**, 2008. Disponível em: <http://www.spe.org/industry/docs/Petroleum_Resources_Management_System_2007.pdf>. Acesso em: 23 fev. 2018.

STICKEL, S. The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations. **Financial Analysts Journal**, v. 51, p. 25–39, 1995.

TEBECHRANI, F.. Corporate Research: OGX, **Banco Pine**, 16 de agosto de 2013.

TWEDT, B. & REES, L.. Reading between the lines: An empirical examination of qualitative attributes of financial analysts' reports. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, p. 1-21, 2012.

TIROLE, J.. **The Theory of Corporate Finance**, Nova Jersey: Princeton University Press, 2006. 656p.

TVERSKY A., KAHNEMAN D.. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124-31, 1974.

VIDOR, G.. **40 Anos de CVM - A História da CVM pelo Olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, 160p.

WERTHEIM, P.H. Pre-salt discoveries continues in Brazil: Potential for super-giant fields remains to be confirmed in ultra deepwater. **Offshore**, 1 de Julho de 2008. URL: <https://www.offshore-mag.com/articles/print/volume-68/issue-7/brazil/pre-salt-discoveries-continue-in-brazil.html>, acesso: 15/10/2018.

WOMACK, K. Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?. **The Journal of Finance**, v. 51, p. 137–67, 1996.

THE GREAT X-IT. **The Economist**, v. 410 (8875), p. 57, 2014.

YERGIN, D.. The Prize: The epic quest for oil, money & power. Nova York: Free- Press, 2009, 908p.

YERGIN, D.. **The Quest: energy, security, and the remaking of the modern world.** Nova York: The Penguin Press, 2011, 804p.

ZMIJESWSKI, M.E.. Comments on 'Earnings forecasting research: its implications for capital markets research' by L. Brown. **International Journal of Forecasting**, v. 9, p. 337-342, 1993.

ZUCKOFF, M.. **Ponzi's Scheme: The True Story of a Financial Legend.** Nova York: Random House Trade Paperback, 2005. 416p.