

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

EGTON FERNANDO DA SILVA

ANALISE DA QUEDA DE PREÇO DAS AÇÕES DA EMPRESA OGX PETROLEO E  
GAS PARTICIPAÇÕES S/A DESDE SUA ABERTURA DE CAPITAL ATÉ O ANO DE  
2013

CURITIBA  
2014

EGTON FERNANDO DA SILVA

ANALISE DA QUEDA DE PREÇO DAS AÇÕES DA EMPRESA OGX PETROLEO E  
GAS PARTICIPAÇÕES S/A DESDE SUA ABERTURA DE CAPITAL ATÉ O ANO DE  
2013

Monografia apresentada ao Curso de Ciências  
Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas,  
Universidade Federal do Paraná, como requisito  
parcial a obtenção do grau de Bacharel em  
Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. José Guilherme Silva Vieira.

CURITIBA  
2014

## TERMO DE APROVAÇÃO

EGTON FERNANDO DA SILVA

ANALISE DA QUEDA DE PREÇO DAS AÇÕES DA EMPRESA OGX PETROLEO E  
GAS PARTICIPAÇÕES S/A DESDE SUA ABERTURA DE CAPITAL ATÉ O ANO DE  
2013

Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

---

Orientador: Prof. Doutor José Guilherme Silva Vieira.  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Universidade Federal do Paraná

---

Profª Doutora Denise Maria Maia.  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Universidade Federal do Paraná

---

Profª Doutora Adriana Sbicca Fernandes.  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Universidade Federal do Paraná

Curitiba, 04 de Dezembro de 2014

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus por te me acompanhado até aqui, e também a minha família por ter me auxiliado, desde o início da graduação até o momento da apresentação deste trabalho.

Também, agradeço o auxílio e orientação do Professor Drº José Guilherme Silva Vieira, que me deu todo o direcionamento e suporte para a realização do presente trabalho.

Enfim, agradeço a todos os amigos e colegas que me acompanharam durante esse período acadêmico.

“Tudo posso naquele que me fortalece”  
Filipenses 4:13

**Biblia Sagrada**

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é fazer uma análise da queda de preços das ações da empresa OGX Petróleo e Gás Participações S/A, de seu IPO até o ano de 2013, empresa essa que realizou o maior lançamento de ações da história da bolsa de valores brasileira, e agora enfrenta um período complicado de recuperação judicial e investigações de acusações de crimes contra o mercado financeiro.

Para melhor compreensão do caso, veremos algumas formas de financiamento de empresas, e as características do processo de abertura de capital e seu risco a empresas e investidores, bem como o histórico da companhia durante o período afim de entender os motivos da queda e do insucesso da empresa no mercado. Também será usada a abordagem da Economia Comportamental, principalmente quanto ao conceito de racionalidade limitada e a “Exuberância Irracional”.

**Palavras-chave:** OGX, Abertura de Capital, IPO, Especulação, Racionalidade limitada, Economia Comportamental.

## **ABSTRACT**

The objective of this study is to analyze the falling prices of action of the company OGX Petroleo e Gas Participacoes S/A of its IPO till the 2013 year, the company held the largest IPO of the Brazilian stock exchange history, and now faces a difficult period of bankruptcy protection and investigations of charges of crimes against the financial market.

To better understand the case, we will see some form of financing for companies, and the characteristics of the process of IPO and risk to companies and investors as well as the OGX's history during the period in order to understand the reasons for the fall and failure in the financial market. We will see also some insights by behavioral economics, especially the concept of limited rationality and the "Irrational Exuberance".

**Key Words:** OGX, Initial Public Offering, Speculation, Limited Racionality, Behavioral Economics.

## **LISTA DE SIGLAS**

IPO – Initial Public Offering

BACEN – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

FINAME – Financiamento de Máquinas e Equipamentos

FINEM – Financiamento a Empreendimentos

PRODECOOP – Programa de Desenvolvimento Cooperativo para Agregação de Valor à Produção Agropecuária

EUA – Estados Unidos da América

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

BMF E BOVESPA – Bolsa de Mercado e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo

BOE – Barris de Óleo Equivalentes

CEO – Chief Executive Officer

O&G – Oléo e Gás

PIB – Produto Interno Bruto

OPEP – Organização dos Países Exportadores de Petróleo



## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – CICLO DE LANÇAMENTO DE UM IPO .....	128
TABELA 2 – INDICADORES ECONÔMICOS DO BRASIL.....	25
TABELA 3 - VISÃO GERAL DO PORTFÓLIO DA OGX, CONFORME ESTUDO DE VIABILIDADE DA CONSULTORIA DEGOLYER & MACNAUGHTON.....	27

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – FONTES DE FINANCIAMENTO PARA EMPRESAS NO BRASIL 2008-2014 .....	15
GRÁFICO 2 – VARIAÇÃO DOS PREÇOS DA AÇÃO OGXP3 - 2009 .....	32
GRÁFICO 3 – VARIAÇÃO DOS PREÇOS DA AÇÃO OGXP3 - 2010 .....	33
GRÁFICO 4 – VARIAÇÃO DOS PREÇOS DA AÇÃO OGXP3 - 2011 .....	35

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
<b>2 IPO E O RISCO A EMPRESAS E INVESTIDORES .....</b>	<b>14</b>
<b>2.1 Q DE TOBIN .....</b>	<b>21</b>
<b>3 ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 2000.....</b>	<b>23</b>
<b>4 CASO DO IPO DA OGX PETROLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S/A .....</b>	<b>26</b>
<b>5 CASO OGX E A ECONOMIA COMPORTAMENTAL.....</b>	<b>38</b>
5.1 HIPÓTESE DE MERCADOS EFICIENTES.....	38
5.2 LIMITAÇÕES DA HIPÓTESE DE MERCADOS EFICIENTES .....	40
5.3 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS E O CASO DO IPO DA OGX .....	41
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>44</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>46</b>

## 1 INTRODUÇÃO

No período compreendido entre 2008 e 2013, o mercado de ações brasileiro cresceu de forma bastante significativa, mesmo ainda não representando a principal fonte de financiamento do país, e não tendo a relevância que possui em países de maior desenvolvimento sócio-econômico, vemos certo avanço do segmento na economia do país, que já se apresenta aos empresários como uma fonte interessante de se capitalizar e viabilizar projetos de investimentos. Contribuindo de certa forma não só para o mercado financeiro, mas para outros segmentos também. Esse progresso se deve em grande parte, as boas condições econômicas apresentadas pelo país que mesmo passando por um momento de crise mundial, conseguiu manter aquecida sua economia.

Dentre o grande número de empresas que procurou essa forma de captação de investimento nesse período, destaca-se as empresas de um empreendedor brasileiro chamado Eike Batista, em especial a sua empresa do setor petrolífero, a OGX Petróleo e Gás Participações S/A, essa que será o foco do presente trabalho.

A OGX realizou o maior lançamento primários de ações da Bolsa de Valores do Brasil, obtendo captação recorde, e atraindo a confiança de agentes de diversos patamares, desde os grandes fundos de investimento, até os pequenos investidores pessoas físicas, que viram a empresa passar de promessa, para fracasso em poucos anos.

O objetivo dessa monografia será verificar o processo de abertura de capital dessa empresa, e analisar como se deu a variação do preço de suas ações no mercado, que passaram de R\$ 1.131 para R\$ 0,20 e observar sob o prisma de alguns conceitos do estudo de finanças comportamentais esse caso, tais como o conceito de racionalidade limitada, aversão a perda e “Exuberância Irracional”.

No primeiro capítulo veremos como ocorre o processo de abertura de capital, como se dá a escolha da empresa por essa fonte de financiamento, particularidades do processo e quais as vantagens e desvantagens dessa opção.

O segundo capítulo faz um resumo da situação da economia do Brasil nos anos 2000, como foi o período de crise e como ela se refletiu no mercado brasileiro.

No terceiro capítulo, veremos como foi o processo de emissão primária de ações (IPO) da OGX e o desempenho do preço de suas ações, os aspectos técnicos e os riscos informados em seu prospecto inicial bem como se deu o período do ápice até sua queda em 2013. E no último, veremos um resumo sobre a Hipótese dos mercados eficientes, as suas limitações em explicar alguns casos do mercado financeiro como o caso apresentado, e por fim insights sobre o estudo de finanças comportamentais e sua relação com o caso OGX.

## 2 IPO E O RISCO A EMPRESAS E INVESTIDORES

A grande questão das estratégias de crescimento de uma empresa, é a forma de captação de recursos a ser utilizada nessa expansão, sendo que uma captação bem sucedida pode viabilizar projetos importantes de crescimento e certamente contribuirá de forma impar para o crescimento da mesma.

Segundo Cavalcanti (2005), o processo de captação da empresa pode ocorrer de três formas: financiamento de curto prazo com vencimento inferior a 360 dias, financiamento de longo prazo com vencimento superior a 360 dias e capital próprio, sendo que essa última não possui prazo, pois é proveniente de injeção de dinheiro por parte dos acionistas da companhia ou por não-distribuição dos lucros aos acionistas.

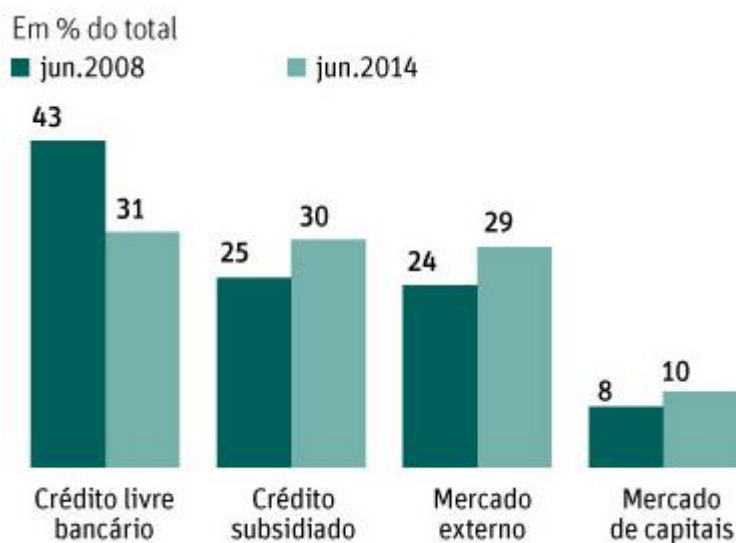
A forma de captação varia muito conforme a disposição dos administradores ao risco, ao perfil dos gestores, a taxa de retorno do projeto, sendo que as instituições financeiras possuem uma gama imensa de produtos financeiros a oferecer de forma a se adaptar à realidade da empresa.

Dentre as formas de captação mais comuns descritas por Cavalcante, vemos que existem fontes internas de financiamento através da retenção de lucros, proteção fiscal, e etc. As formas internas de captação são formas mais conservadoras, principalmente porque não aumenta o endividamento e não divide o controle acionário da empresa.

Existem também formas externas de financiamento, que são formas exógenas a empresa que podem ocorrer por financiamentos por recursos de terceiros, forma essa mais agressiva e com maiores riscos a empresa. Essa forma pode ocorrer através de empréstimos bancários em instituições privadas, bancos públicos de fomento, cooperativas de crédito, e outras instituições; Emissão de notas promissórias (comercial paper), entrada de capital estrangeiro, emissão de debêntures ou por recursos próprios, com a divisão do controle acionário da empresa através do IPO.

No Brasil a forma predominante de financiamento de empresas é por empréstimo com instituições financeiras, com destaque para as linhas de crédito subsidiadas com dinheiro público e crédito livre bancário.

### GRÁFICO 1 - Fontes de Financiamento para empresas no Brasil 2008-2014



Fonte: BACEN e BNDES (Folha de São Paulo, 2014)

Conforme representação gráfica, a forma de financiamento pelo crédito subsidiado cresceu e se a taxa se manter em crescimento como o apresentado nos últimos 4 anos, a tendência é que essa forma de captação passe a predominar no Brasil, enquanto o crédito bancário que é concedido às empresas a taxa de mercado segue forte queda, em grande parte devido a alta da taxa de juros da economia. Conforme dados do BACEN apresentados na Folha de São Paulo a média da taxa de empréstimos de instituições privadas está em 23% ao ano, enquanto os empréstimos subsidiados possuem taxas próximas a 8%.

Do montante de empréstimos subsidiados pelo governo, predominam com cerca de 70% as linhas do BNDES como FINAME, FINEM, PRODECOOP, Exim, entre outros; seguidos de empréstimos rurais e imobiliários. A desvantagem de se tomar um empréstimo via linha subsidiada é que o processo acaba sendo lento e burocrático, e também as operações podem ter a exigência de garantias reais como recebíveis, duplicatas, hipotecas ou até avais e cartas de fiança.

A captação via mercado de capitais, ainda que represente pouco mais de 10% das empresas do país, apresentou certo crescimento seguindo a melhora das condições econômicas do país, e apesar de ainda estar bem aquém de países desenvolvidos como os EUA, tem sido escolhido por várias empresas nos últimos anos, dado o momento favorável a essa forma de captação e o crescimento do apetite dos investidores por essa forma de investimento.

O IPO ou abertura de capital trata-se de uma oferta pública de ações negociadas em uma bolsa de valores. Ou seja, é a situação em que a empresa resolve abrir seu capital e captar dinheiro no ato de dividir a propriedade da empresa com outras pessoas buscando a captação com a distribuição de valores mobiliários de sua própria emissão. Esses valores são ações, debentures, bônus de subscrição e partes beneficiárias.

Segundo legislação brasileira, somente valores mobiliários registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) podem ser negociados no mercado.

Segue a definição de cada uma desses valores mobiliários:

**Ações:** É o capital social de uma empresa dividido em pequenas parcelas iguais, comercializados na bolsa. Representam a menor fração do capital social. Podem ser classificadas como ON (Ordinárias nominativas), que concedem ao acionista direito a voto em assembleia e participação nos resultados econômicos da empresa, e PN (Preferenciais nominativas), que concede ao acionista, prioridade no recebimento de parte dos dividendos e no reembolso do valor em caso de dissolução da sociedade, porém não concede poder de voto. Porém, caso a empresa não dívida durante 3 anos o valor mínimo de dividendos, esse direito pode ser concedido ao portador da ação.

**Debentures:** São títulos representativos de um empréstimo público, emitido pela empresa para captação direta de recursos. Podem ser comercializados no exterior, mediante autorização do Banco Central do Brasil.

Conforme definição de Casagrande (2000) as debentures podem ser:

- *Simples:* Títulos que não podem ser convertidos em ações;
- *Conversíveis:* Títulos que podem ser convertidas em ações da empresa, segundo condições estabelecidas na escritura de emissão, possuindo diferencial de proporcionar eventuais lucros, em sua conversão e taxas de remuneração pré-estabelecidas.

**Bônus de Subscrição:** São títulos emitidos pelas empresas que conferem aos seus titulares o direito de conversão em ações, dando a preferência de compra da mesma.



**Partes Beneficiárias:** São títulos negociáveis e sem valor nominal, que conferem direitos de crédito contra a sociedade através da participação dos lucros, em no máximo, 10% do lucro líquido anual.

Apesar de ser uma forma de captação em franca expansão, a decisão de abrir capital é algo que deve ser muito bem analisado e planejado para que seja bem executado, pois incorre em altos riscos e custos *ante* e *pós* abertura, que são divididos em 2 categorias: Custos de Oferta e Custos Subsequentes.

Os custos de oferta referem-se a custos ante abertura, como Comissões das instituições coordenadoras, pagamentos de advogados e auditores, taxas de listagem, de arquivamento na CVM e na Bolsa de Valores, e entre outras. Já os custos subsequentes são os custos ocorridos pós abertura, são na sua maioria custos de manutenção como pagamentos de advogados e auditores para elaboração de relatórios informativos, taxas anuais e taxas de transação. (Deloitte, 2011).

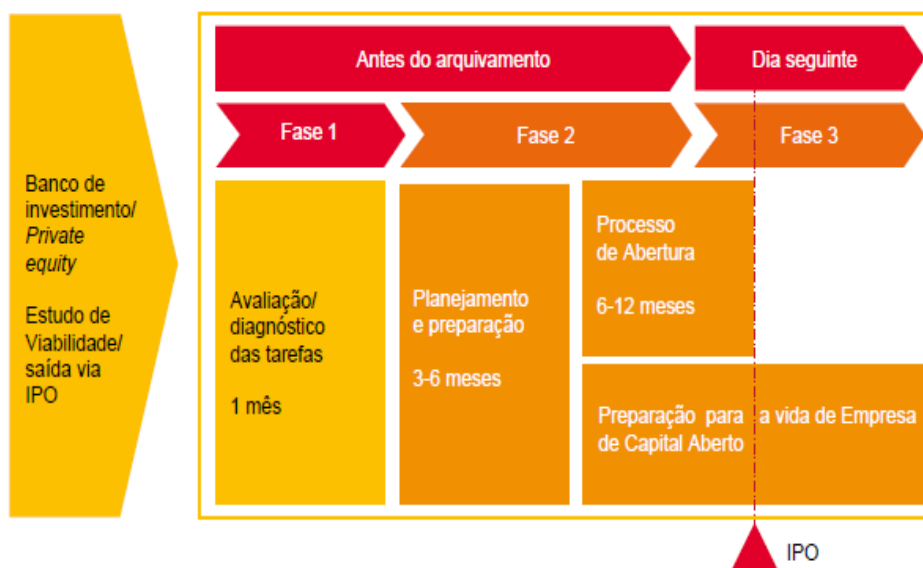
Uma empresa que passa a ser de capital aberto tem suas ações negociadas em bolsas de valores, ou em mercados de balcão, e passa a estar suscetíveis a problemas que elencaremos melhor no decorrer.

Fatores como tipo de ação a ser lançada, preço e montante deve estar embasada em aspectos subjetivos como personalidade do administrador da empresa, e sua disposição a correr riscos e aspectos técnicos, através da elaboração de um projeto de viabilidade profundo, para assim mitigar problemas futuros e minimizar os impactos do processo de abertura.

Além disso, também cabe ao administrador, definir a estrutura “ótima” de capital, buscando o equilíbrio entre recursos próprios e recursos de terceiros, pois esses deverão estar em conformidade com a estrutura do projeto bem como a estrutura de capital da empresa.

Segundo o guia “Como abrir o capital de sua empresa no Brasil” (2011) da BMF e BOVESPA junto com a PWC, uma empresa que deseja abrir capital, deve passar a ser gerenciada como se já fosse uma empresa de capital aberto com certa antecedência de no mínimo 6 meses, para se habituar ao funcionamento de uma.

**FIGURA 1 - Ciclo de lançamento de um IPO**



Fonte: BMF BOVESPA e PWC (Como abrir o Capital de Sua Empresa no Brasil, 2014, Pág 29)

Resumidamente, o processo de abertura e lançamento das ações ocorre em fases, que duram em média de 3 a 4 meses de duração.

Segundo Casagrande Neto (1989), primariamente vem a elaboração e escolha do projeto a ser adotado pela empresa, bem como a escolha do tipo de ação, preço e montante de ações. Após essa fase, vem a negociação e escolha da instituição financeira que iria coordenar o IPO. Então, a empresa começará a realizar alterações em seu estatuto e possivelmente realizará uma Assembleia que autorizará a emissão das ações.

Passada essas fases mais internas, a empresa prepara o dossiê com a documentação necessária ao processo de registro na CVM, condição essa obrigatória e fundamental para a emissão de ações. Na próxima etapa, a empresa escolhe os outros bancos intermediadores e inicia a etapa de marketing da empresa e como define Casagrande, *disclosure* (transparência) em que o mercado é informado acerca do IPO, e começa o período de reserva e *bookbuilding*, quando instituições verificam junto aos investidores a demanda e passa a precificar as ações através de análises desses dados.

Com o término dessa fase, a empresa conclui o processo junto a CVM, obtendo o registro e abre o processo de registro na bolsa de valores, que finaliza com a subscrição e liquidação financeira das novas ações, e o anuncio de encerramento da distribuição.

Conforme dito anteriormente, a abertura de capital da empresa exige certo nível de dedicação, pois os riscos são altos, porém as vantagens também são bastante recompensadoras e pode levar a empresa a alcançar projetos e se desenvolver no mercado. Um processo que se for bem conduzido pode incorrer em enormes benefícios a empresa.

Segundo Casagrande (2000) as desvantagens que podem surgir do processo de abertura do capital:

- Distribuição de dividendos com os acionistas
- Acréscimo de custos administrativos: Gastos com instituições financeiras, CVM, Bolsa de valores, etc.
- Concentração das ações nas mãos de poucos investidores, que podem influenciar nas decisões e direcionamentos da empresa
- Necessidade de abastecer periodicamente o público investidor com informações acerca da empresa. Essa necessidade obrigará a empresa a manter um departamento de relação com investidores, investir em empresas de auditoria externa para atestar a veracidade das informações.

Segundo o autor, as vantagens são:

- Fortalecimento da empresa com a criação de novas e permanentes fontes de capitalização de recursos
- Valorização patrimonial da empresa
- Criação de liquidez para o acionista
- Aumento da capacidade de negociação da empresa e aumento da alavancagem financeira.
- Redução da fragilidade a dinâmica do mercado financeiro

- Profissionalização da empresa, aumentando a eficiência administrativa.
- Divisão do risco com novos sócios
- Ganho de Visibilidade no mercado

Podemos ver que as vantagens são realmente atrativas, o que torna o processo de abertura de capital uma forma interessante de captação de recursos, justificando o crescimento nos últimos anos.

Conforme Campos (2008) existem muitas teorias sobre os motivos que levam a empresa a abrir capital para se financiar. Os trabalhos de Brau e Fawcett (2006) elencam algumas motivações principais:

- Minimizar custo de capital através da assimetria de informações e evitando possíveis desvalorizações do preço dos papéis. A empresa toma a decisão quando percebe que o capital externo minimiza seu custo, sendo mais atrativo.

- Fornecer ganhos pessoais ao proprietário, sendo o IPO uma forma estratégica de se retirar da empresa.

- Tornar o preço da empresa atraente, afim de utilizá-la como moeda de troca nas aquisições de outras empresas. Segundo pesquisa realizada por Brau e Fawcett (2006) na economia americana, essa hipótese se verificou verdadeira.

- Alargar a estrutura de propriedades da empresa, aumentando sua publicidade

- Balanceamento da estrutura de capital através de aporte externo

Baseados nas hipóteses acima, os autores elaboraram um questionário para descobrir qual o principal motivo que leva a empresa a realizar um IPO, e o resultado geral da pesquisa apresentou que o principal motivo de se fazer um IPO é a emissão de ações para sua utilização em futuras aquisições.

Conforme definição de Assaf Neto (1989), O mercado de capitais tem um papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico de um país, sendo o grande municiador dos recursos permanentes para a economia, pois consegue aliar os poupadores, que estão dispostos a investir e os tomadores que apresentam dificuldade em obter recursos de longo prazo, de forma a rentabilizar esses recursos e proporcionar uma relação de ganho mútuo, pois gera investimentos em setores produtivos.

Em resumo, uma empresa que toma a decisão de levar a empresa ao lançamento de ações no mercado, deve ter de forma clara os objetivos a serem alcançados para se obter sucesso.

## 2.1. Q DE TOBIN

Conforme dito anteriormente, para se chegar a decisão de abrir o capital de uma empresa, deve-se levar em conta vários métodos e indicadores, que levem em conta todos os riscos e problemas, e embasem uma futura decisão.

Um índice bastante utilizado nessas análises é o índice Q de Tobin. Esse método foi criado pelo economista James Tobin e tem por objetivo fornecer uma comparação entre o valor de mercado de uma empresa e seu custo de reposição dos ativos, de forma a evidenciar o potencial de valorização da empresa e seu poder de gerar lucros aos investidores.

Segundo Cavalcante (2000) um diferencial desse índice é sua capacidade de estimar o impacto dos ativos intangíveis da empresa (Força de mercado, fundo de comercio, qualidade da administração, oportunidades futuras de investimento) em seu preço, de forma que quanto maior for o valor desses ativos, maior será o índice Q. A fórmula de cálculo do índice pode ser representada na forma abaixo:

$$q = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

**Onde:**

VMA = Valor de mercado das ações

VMD = Valor de mercado das dívidas/Capital de terceiros empregado

VRA = Valor de reposição dos ativos

Segundo Tobin (1969), no numerador somando os 2 termos (VMA e VMD) temos o valor de mercado total da empresa e no denominador, a variável VRA é a quantidade de dinheiro necessária para adquirir a capacidade produtiva da empresa, com a mais moderna tecnologia disponível no mercado por um custo mínimo. Com a razão entre essas variáveis, temos o valor de Q.

Um valor de Q maior do que 1, significa que a empresa tem um grande estímulo a realizar novos investimentos em capital, pois seu valor de mercado é superior ao seu custo de reposição dos ativos. Já um valor de Q menor do que 1, indica que a empresa não tem estímulos a fazer novos investimentos, pois seu custo excederá o valor do novo investimento, e o valor que a empresa pode alcançar no mercado será inferior ao que se gastaria para construí-la, ou seja, a empresa tende a lançar suas ações no mercado quando acredita que seu valor está elevado.

### 3 ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 2000

A situação econômica brasileira nos anos 2000 passou por diversos momentos de "altos e baixos", em grande medida influenciados pelas crises externas que impactavam diretamente o país, alternando em momentos de crescimento e momentos de decréscimo.

No início dessa década, o país vivia em grande instabilidade e incerteza. O câmbio estava bastante desvalorizado, influenciado pela expectativa gerada na corrida presidencial de 2002, que pela primeira vez na história era liderada por um candidato de esquerda que prometia radicais mudanças na economia e na gestão do país. Essa volatilidade cambial, atrapalhou diretamente o crescimento da economia, situação essa agravada pelos efeitos da Crise externa do sudeste asiático e a Crise Argentina do governo De la Rúa. Esse cenário econômico afastou os investidores externos e conforme bem descrito por Vera Lúcia Campos (2008), teve um "impacto especial na bolsa de valores" que só apresentou sinais de melhora, após as eleições presidenciais de 2002.

No ano de 2003, conforme Campos (2008), com os sinais do novo governo de que não haveria mudanças na política econômica, e que as expectativas frente às metas anunciadas eram positivas, o cenário brasileiro começou a melhorar. Essa melhora fica clara quando visualizamos dados como crescimento do PIB que segundo o IBGE, cresceu em média 5% a.a de 2004 a 2008, a queda do Risco país, influenciado pelos pagamentos da dívida externa, o fortalecimento do Real e a constante valorização das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Houve também melhora no cenário externo, que apresentava taxas cada vez mais elevadas de crescimento, principalmente nos países formadores do BRIC, Índia e China, chegando à casa de 8% ao ano.

Esse momento de ampla liquidez mundial, aliada à boa aceitação do mercado às políticas adotadas pelo país, trouxe de volta o ingresso de investimentos estrangeiros diretos, aumentando significativamente o fluxo de capitais no Brasil.

Analisando dados da economia brasileira, verifica-se que o mercado de capitais brasileiro viveu seu grande momento em 2007, quando, segundo dados oficiais da BOVESPA mostram que 64 empresas realizaram IPO, e outras 12 ofertas subsequentes, conhecida como *follow-on*.

Esse momento de crescimento durou até 2008, quando estoura a crise do *subprime* nos EUA. Crise, que *a priori* começou a impactar somente instituições financeiras, que movidas pela alta valorização do mercado imobiliário, aliada à falta de regulamentação do mercado financeiro estadunidense, acabaram investindo pesado em crédito fácil via hipotecas de alto risco. Essa prática descontrolada, com a queda vertiginosa dos preços dos imóveis, levou à falência vários bancos norte-americanos, tendo seu ápice com a queda do quarto maior banco americano, o Lehmann Brothers. De imediato a crise, o dólar teve uma forte valorização frente a várias moedas, o que levou as bolsas de valores de diversos países a terem perdas enormes (estima-se que na semana da falência do Lehmann Brothers, as bolsas mundiais tiveram perdas próximas a US\$ 4 trilhões), diminuindo assim a perspectiva de crescimento mundial e reduzindo a interatividade entre empresas e mercados financeiros.

Segundo análise de dados do BACEN, essa piora no cenário internacional, aliado à queda do preço de *commodities* e diminuição da atividade industrial, levou o Brasil a retrair sua economia. O impacto mais significativo no país ocorreu em Setembro de 2008, quando a empresa Sadia S/A anunciou ao mercado prejuízos de mais de R\$ 2 bi em decorrência de perdas com derivativos, levando a empresa, para se salvar, a se fundir com o Grupo Perdigão, fundando a gigante Brasil Foods.

O governo brasileiro, sabendo da retração que a crise traria a economia nacional, apostou no incentivo ao consumo como forma de amenizar os impactos, aumentando a oferta de crédito nos bancos através dos depósitos compulsórios, isenção de impostos em alguns produtos e baixa da taxa de juros, que chegou em 2009 a casa dos 8%. Essas medidas foram em parte eficientes, pois evitaram o crescimento do desemprego e em consequência uma queda ainda maior do PIB brasileiro, que apresentou resultado negativo de -0,4%.

Passado o impacto inicial da crise, já no fim de 2009, os mercados internacionais passaram a apresentar sinais de melhora, retomando o caminho do crescimento, caso da China que fechou o ano com crescimento de quase 10% de seu mercado.

Com um cenário de forte liquidez, e a diminuição da aversão dos investidores de se "aventurar" em mercados emergentes, a economia brasileira tornou-se altamente favorável à ocorrência de novos IPO's. Nesse mesmo ano de 2009, segundo relatório anual da BOVESPA, 5 empresas abriram seu capital, e 18



realizaram *follow-on*. O número de IPO's sobe para 11 em 2010 e se mantém em 2011 evidenciando certa recuperação da economia brasileira, corroborando com a afirmação de Galdino (2010), de que a relevância do mercado de capitais de um país reflete de maneira direta o nível de desenvolvimento da nação e de sua economia, de forma que proporciona novas fontes de financiamento às empresas.

Em resumo, a evolução da economia do país fica clara quando observados alguns indicadores econômicos.

**TABELA 2 - Indicadores Econômicos do Brasil (2002-2010)**

Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>PIB (Valor a Preço de Mercado R\$)</b>	1.477.822	1.699.947	1.941.497	2.147.239	2.369.483	2.661.343	3.031.864	3.185.126	3.674.964
<b>Varição PIB (%)</b>	-	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,4	7,5
<b>Inflação (IPCA %)</b>	12,53	9,3	7,6	5,69	3,14	4,46	5,9	4,31	5,91
<b>Taxa de Juros SELIC</b>	24,9	16,3	17,7	18	13,2	11,2	13,7	8,65	10,6
<b>Taxa de Câmbio (Real p/ Dólar)</b>	3,03	2,99	2,93	2,39	2,17	1,91	1,85	1,94	1,75

Fonte: BACEN, Elaboração Própria

#### **4 CASO DO IPO DA OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S/A**

A empresa OGX Petróleo e Gás Participações S/A, era o braço petrolífero do Grupo EBX, holding fundada pelo famoso empresário Eike Batista. Grupo esse que possuía investimentos em energia (MPX), Mineração (MMX), Setor Naval (OSX), Logística (LLX), Imobiliário (R3X Leblon, Hotel Parque do Flamengo, Hotel Marina Palace), entre outros chegando a ter mais de 50 empresas sob sua administração estando entre os maiores conglomerados empresariais do país. Conforme explicitado no site da holding, o empresário sempre buscava novos investimentos em áreas que o Brasil tinha competitividade mundial e grande potencial de retorno financeiro, como Infraestrutura, e exploração de recursos naturais, quase sempre através da captação pelo mercado de ações, que foi o caminho encontrado pelo empresário para financiar os altos custos de seus projetos.

Em 2007, o empresário, que já possuía certo prestígio no mercado brasileiro, resolveu entrar no segmento, que em suas palavras, era o "melhor negócio do mundo", o setor de O&G. Com parte de financiamento próprio e parte vinda de fundos de private equity como o Ontario Teacher's Pension Plan na casa de US\$ 1 bilhão, nasce a OGX Petróleo e Gás Participações, já visando adquirir campos de exploração petrolífera participando na nona rodada de licitações da ANP. A empresa nasceu cercada de otimismo por parte dos investidores, que embarcaram juntos com o investidor Eike Batista nos primeiros anos, conseguindo mais dinheiro para tocar seus projetos.

No leilão a companhia levou 21 dos 23 blocos ofertados, se tornando a maior companhia privada de exploração em termos de área, com 7.000 km<sup>2</sup>. Esses blocos exploratórios localizavam-se na costa brasileira em quatro diferentes bacias (Campos, Santos, Espírito Santo e Pará-Maranhão), sendo que a Companhia operaria 14 destes blocos, sendo as 7 concessões remanescentes operadas pelas empresas Maersk Oil do Brasil e Perenco Petróleo e Gás do Brasil (PROSPECTO, 2008), empresas já consolidadas e com experiência no setor.

**TABELA 3 - Visão geral do portfólio da OGX, conforme Estudo de Viabilidade da consultoria DeGolyer & MacNaughton (2007):**

Bacias	Prospectos Exploratórios Identificados	Recursos Potenciais Riscados Líquidos Líquidos (Estimativa Média em bilhões de boe) <sup>(1)(2)</sup>
Campos .....	24	2.562
Santos.....	15	1.569
Espírito Santo .....	7	270
Pará-Maranhão .....	5	434
Total .....	51	4.835

<sup>(1)</sup> A taxa utilizada para conversão dos volumes de gás natural para boe foi de 1 boe = 5.615 pés cúbicos de gás natural (conforme estimado pela DeGolyer & MacNaughton no Estudo de Viabilidade anexo ao presente prospecto).

<sup>(2)</sup> Os valores foram estimados utilizando as probabilidades de sucesso geológico e econômico e ajustados pelo coeficiente do TEFS (*Threshold Economic Field Size*), conforme detalhado no Estudo de Viabilidade elaborado pela DeGolyer & MacNaughton e anexo ao presente prospecto.

**Fonte: DeGolyer & MacNaughton (2007)**

Conforme tabela acima, a empresa planejava perfurar 24 poços exploratórios na Bacia de Campos, 15 poços exploratórios na Bacia de Santos, 7 poços exploratórios na Bacia do Espírito Santo, e 5 poços exploratórios na Bacia do Pará-Maranhão, que de acordo com o estudo de viabilidade, teria custos brutos totais de perfuração variando entre US\$1,61 bilhão (considerando todos os poços secos) e US\$1,69 bilhão (considerando todos os poços completados). Juntos estes poços somavam recursos potenciais líquidos de aproximadamente 17,602 bilhões de boe correspondendo a 15 milhões de barris de petróleo, com estimativa no valor de US\$23,4 bilhões de petróleo e gás natural (entende-se por recursos potenciais líquidos, a multiplicação dos recursos Potenciais Totais pela participação acionária da OGX em seus blocos exploratórios, excluindo a participação acionária dos parceiros). Um fator que favorecia as projeções audaciosas da empresa era a localização favorável das regiões a serem exploradas, pois nenhum desses poços era da região do pré-sal, ou seja, eram poços de tecnologia simples e custo de extração baixo.

Segundo o Prospecto, a decisão de investir nas ações da empresa, incorreria em alto grau de risco. Os principais riscos explicitados são:

- Riscos relacionados à Indústria Brasileira de Petróleo e Gás Natural

A empresa adquiriu em leilão a concessão de poços exploratórios de Petróleo do território brasileiro, porém por diversos fatores essas concessões poderiam ser canceladas ou ter seus prazos de exploração encerrados antecipadamente, o que

acarretaria em um sério impacto negativo na geração de receitas, levando ao não cumprimento de obrigações com acionistas, fornecedores e instituições financeiras.

- Riscos relacionados ao Mercado Global de Petróleo e Gás Natural

Como empresa do setor de Óleo de Gás, ela estaria sujeita a riscos específicos decorrentes desse setor, sendo os principais: As variações de preços do produto decorrentes das alterações da Oferta e da Demanda, as ações da OPEP, as condições econômicas e políticas de países produtores de petróleo como o Oriente Médio, África e Rússia e preço e disponibilidade de formas de combustíveis alternativos.

- Riscos de Projetos Industriais de produção e exploração de Petróleo e Gás Natural

Mesmo com um projeto de consultoria minuciosamente elaborado, a estimativa de reservas de petróleo é algo complexo e muito impreciso, de forma que os poços explorados podem apresentar quantidade comercial insuficiente para ser economicamente viável. Também existem riscos inerentes a atividade da empresa, sendo que mesmo que ela entre em fase operacional, pode ocorrer um aumento dos custos levando até ao abandono da exploração e conseqüente prejuízo no fluxo de caixa. Outro ponto de risco levantado nesse tópico seria o atraso do desenvolvimento das fases do projeto causado por fatores como escassez de mão-de-obra, falta ou atraso na entrega de materiais, variações de preço de materiais imprescindíveis a produção como o aço, acidentes, disputas trabalhistas, litígios, embargos e complicações dos projetos de engenharia.

- Riscos Ambientais

Como todo produto explorado na natureza, a empresa estaria exposta a problemas ambientais como condições climáticas adversas, problemas geológicos, desastres naturais e possíveis danos que possam ser causados a natureza.

- Riscos legais

Todas as atividades da empresa estariam sujeitas à legislação tanto no âmbito federal, estadual e local. O não-cumprimento dessa legislação pode levar a sanções tanto administrativas como penais podendo acarretar até na suspensão as atividades exploratórias e multas.

- Riscos Brasil

Nota-se no Prospecto certa preocupação da empresa com as condições da economia brasileira, pois mesmo estando em um bom momento, frequentemente vê-se a intervenção do governo na economia controlando instabilidades econômicas atuando nas políticas monetárias, cambiais, tributárias, tarifárias, e outras. Os principais fatores de preocupação seriam:

- Inflação
- Variações Cambiais e Políticas de Controle de Câmbio
- Flutuações da Taxa de Juros
- Liquidez do Mercado Financeiro e de Crédito
- PIB
- Instabilidade de Preços
- Disponibilidade Energética
- Carga Tributária
- Instabilidades Políticas

- Riscos do Mercado de Ações

Conforme o Prospecto (2007), o mercado brasileiro de valores mobiliários é menos líquido, e relativamente pequeno se comparado a mercados mais fortes como o norte-americano e por isso mais suscetível a variações econômicas mundiais como a crise do Sudeste Asiático e as Crises Russa e Argentina. Também historicamente, a BOVESPA se mostra sensível às flutuações das taxas de juros americana e aos aumentos e quedas das principais bolsas de valores do mundo. Esses pontos do mercado brasileiro poderiam limitar a capacidade dos investidores de vender suas

ações ordinárias a um preço que lhes conceda ganhos na data que desejarem, afetando de modo negativo os preços de comercialização dessas ações.

Com um portfólio bem estruturado, fatores de risco amplamente explicitados e mesmo sem ter extraído uma gota de petróleo, a empresa abre seu capital e realiza seu IPO em julho de 2008, se tornando a maior de todas as captações da história da bolsa brasileira e maior do mundo no segundo semestre de 2008 (Ernst & Young, 2009) levantando R\$ 6,71 bilhões de reais, superando a própria BOVESPA, que no ano anterior em seu IPO captou 6,6 bilhões de reais. Ao todo, conforme seu prospecto foi emitido 5.934.273 ações, ao preço de R\$1.131 reais cada, negociadas com o código "OGXP3".

Logo nos primeiros minutos de negociação, o preço das ações disparou 18% sendo a demanda muito maior do que a oferta. Do valor captado, 63% de toda a quantia vieram de investidores estrangeiros, que em valor representou R\$ 4,3 bilhões. Assim, a OGX com pouco mais de 1 ano de existência se tornou uma gigante, segundo a revista Valor Econômico (2008) com valor de mercado em aproximados R\$ 52 bilhões, a 13ª maior empresa da bolsa, ficando à frente de nomes como ALL, Gerdau, Vivo e Santander. Conforme ranking da Forbes do ano de 2008, com o sucesso de suas empresas puxadas pela OGX, o presidente e acionista majoritário Eike Batista se tornara a 8ª pessoa mais rica do mundo, com um patrimônio avaliado em R\$ 50 bilhões.

Conforme foi evidenciado anteriormente, os riscos do setor são muito grandes, de forma que todo o projeto poderia falhar, principalmente se tratando de uma empresa recém criada. Tendo isso em vista, a empresa trouxe uma diretoria experiente para gerenciar a empresa, com destaque para Luiz Rodolfo Landim, Paulo Mendonça e Francisco Grós.

Luiz Rodolfo Landim veio com a experiência de 26 anos na Petrobras, sendo que seu último cargo na estatal foi o de CEO da Petrobras Distribuidora. O executivo que possuía uma grande reputação no mercado se tornou o grande trunfo da companhia, e na fase de estruturação da companhia pré-IPO, trouxe alguns executivos principalmente da Petrobras para compor o corpo diretor.

Paulo Mendonça assumiu o cargo de Diretor de Exploração, com 34 anos de experiência à frente da área de exploração da Petrobras, e segundo o Prospecto, responsável pela exploração e extração de mais de 9 bilhões de barris de petróleo nas explorações da petroleira estatal brasileira em campos no Nordeste, na Colômbia

e no Oriente Médio, tendo sucesso de 60% de exploração em águas profundas e 50% em águas rasas e terra, índices considerados altos.

Francisco Grós era o Vice-Presidente do conselho administrativo da empresa, vindo com a bagagem de ter comandado a Petrobras por 2 anos, foi Presidente do BNDES, Presidente do Banco Central do Brasil por duas vezes e Diretor da CVM, além de ter feito parte do conselho administrativo de várias empresas do país. Ele morreu em 2010.

Com todo o recurso captado em caixa e com uma gestão experiente, a empresa seguia fielmente seu plano de execução do projeto, ainda em fase pré-operacional divulgando fatos relevantes de sucesso nas primeiras perfurações, como a descoberta de hidrocarbonetos nos primeiros 5 poços e o anúncio da estimativa de produção de 6 milhões de barris no ano, estimando audaciosamente que em 2019 a produção seria de 1,05 bilhão de barris de petróleo, cerca de 2,89 milhões de barris por dia, superando a produção da Petrobras.

Meses após a data de lançamento das ações, a empresa passou por um período de forte desvalorização, vendo o preço unitário da ação recuar para R\$ 2,50 em grande medida, influenciada pelo clímax da crise americana. Mesmo com sinais de melhora nos meses de Novembro e Dezembro, as ações fecharam com variação negativa acumulada de 60,89% o ano de 2008.

A estratégia de divulgação de fatos relevantes foi bem sucedida, pois segundo números da BOVESPA, essa estratégia fez com que as ações valorizassem em 2009 mais de 220%, se tornando umas das ações mais negociadas da bolsa, mesmo que ainda restrita a um pequeno grupo de compradores devido ao alto preço do lote de ações. Mesmo assim, a empresa gerava certa desconfiança de alguns investidores, mas com preço atraente, ela se tornara uma boa alternativa de investimento, e segundo especialistas em análise fundamentalista, o risco já estava incluído no preço, que conforme Hipótese dos Mercados eficientes, contém todas as informações disponíveis no mercado.

No mês de Dezembro de 2009, a empresa visando atingir o público de pessoas físicas, transformou uma única ação em 100, de forma que as ações que no dia anterior valiam R\$ 1.000, passaram a valer R\$ 10,00 no outro, sendo que cada investidor que possuía uma passou a ter 100, tendo sua posição de valor inalterada. Esse tipo de operação é comum quando a empresa passa por um período de grande valorização, tornando a ação mais cara e inacessível para determinado público. Com

essa manobra a negociação dos papéis da OGX sofreu um incremento ganhando mais volume de transação, se consolidando como “blue chip” na BOVESPA, com a entrada de milhares de acionistas minoritários pessoas físicas. Nesse período pré-operacional antes de 2011, a empresa divulgou 105 fatos relevantes ao mercado.

### GRÁFICO 2



Fonte: Cotações Reuters (Elaboração Própria)

Em 2010, a empresa seguiu tendo um ano positivo, com consequentes aumentos no preço de suas ações, que já estavam atingindo a casa dos R\$ 20. Porém em decorrência de um desentendimento entre o corpo diretor da OGX e o principal acionista Eike Batista, vários executivos deixam a empresa, entre eles o Presidente da OGX, Rodolfo Landim, que segundo balanço da companhia levou mais de R\$ 100 milhões da empresa, e foi sucedido pelo então Diretor de Exploração Paulo Mendonça.



**GRÁFICO 3**

Fonte: Cotações Reuters (Elaboração Própria)

No ano de 2011, as ações passaram por um período de instabilidade principalmente após a divulgação de um relatório da consultoria DeGolyer & MacNaughton atualizando o status das reservas da companhia. Esse fato fez com que as ações da empresa abrissem o dia da divulgação em alta porém no decorrer dos pregões, acabou não sendo bem recebido pelo mercado.

Conforme divulgação da empresa, o relatório atestava a existência de reservas de 10,8 bilhões de barris de petróleo em seus poços, que segundo cálculos básicos com relação ao preço no ano de 2011 dessa que é a commodity mais demandada do mercado, seria equivalente a US\$ 800 bilhões. Porém, esta leitura da empresa se mostrou claramente incoerente. Fazendo uma análise mais criteriosa, na verdade esse valor era reduzido a 102 milhões de barris, sendo que até hoje as reservas comprovadas do Brasil são de aproximadamente 15,3 bilhões de barris de petróleo.

Segundo o relatório, a empresa possuía recursos prospectivos e não reservas de petróleo propriamente dita, e em proporções menores do que as tomadas como base de cálculo pela empresa, que levavam ao erro. Conforme dados do relatório, somente a Bacia de Campos apresentava resultados concretos em suas campanhas exploratórias, e possuía perspectiva de produção próximas a 102 milhões de barris,

enquanto os outros campos de exploração apresentavam valores próximos a 5 bilhões de barris de estimativas de recursos, sendo que em todo o relatório a palavra reserva não foi mencionada pela consultoria, que também sempre mencionava que as projeções eram baseadas na sua maioria por análises sísmicas e que o risco de imprecisão era muito alto. No episódio, a estratégia de divulgação otimista da empresa falhou, levando a queda de mais de 20% de seu valor na semana, caindo da casa dos R\$ 17 para R\$ 14,59, média do mês de maio.

O momento de dificuldade da empresa começou quando se iniciaram as atividades de produção em 2011, já em atraso segundo as previsões iniciais divulgadas ao mercado. O início não foi tão promissor quanto o esperado, porém os relatórios mensais da empresa já não animavam mais os investidores, que passaram a acompanhar com mais rigor o andamento das atividades (EL ECONOMISTA, 2013).

O ponto de declínio da empresa ocorreu no dia 25 de junho de 2012, quando a empresa emite um comunicado informando que seu campo principal Tubarão Azul estava produzindo apenas 5 mil barris de petróleo por dia, número muito inferior ao que era estimado pela empresa que era produzir cerca de 3 vezes mais. A OGX se justificou afirmando que esse número subiria quando a empresa aplicasse uma técnica de injetar água no poço para aumentar os níveis nos patamares necessários e trocasse a bomba de extração por uma que conseguisse aumentar a pressão e consequente vazão dos poços. Após esse ocorrido, o Banco Merrill Lynch emitiu uma nota diminuindo o preço alvo das ações da OGX em mais de 100%, de R\$ 19,50 para R\$ 7,30 e todo o mercado ficou temeroso. Nesse dia, as ações da empresa caíram mais de 25% segundo a Economática, com perda de valor estimada em R\$ 10,7 bilhões, chegando ao patamar dos R\$ 6,00 a ação, levando a demissão do Diretor Presidente Paulo Mendonça.

Nesse momento, após um período de bastante turbulência com sua imagem marcada, a empresa que não conseguia mais crédito junto a instituições financeiras no país, passou a emitir títulos de dívidas fora do Brasil para tentar se capitalizar,

enquanto na bolsa semanalmente a empresa apresentava perdas bilionárias, que fica claro com a exposição gráfica abaixo:

**GRÁFICO 4**



Fonte: Cotações Reuters (Elaboração Própria)

Conforme o balanço divulgado em 2012, a empresa terminou o ano com um alto grau de alavancagem em comparação a seus resultados de produção. O campo Tubarão Azul, tido como maior aposta do grupo, não rendia mesmo com a implantação de outros poços exploratórios, e o outro campo, Tubarão Martelo, não teve sua produção iniciada pela falta de capital da empresa, que não permitiu o início das operações neste campo. Como a produção da empresa estava em um patamar muito baixo, ela não conseguia gerar fluxo de caixa para pagar suas dívidas, de forma que com o tempo e a ocorrência de juros, a situação se agravou de tal forma nos últimos meses do ano de 2012, que somente um aporte de novos investidores salvaria a empresa da falência, que fechou o ano com um prejuízo consolidado de R\$ 1,2 bilhões.

Conforme Moreno (2013), a OGX não conseguiu entrar no fluxo virtuoso que rege o funcionamento de empresas operacionais que é utilizar de sua produção para

pagar os juros e arrolagens, e o capital arrecadado com a endividamento para financiar o aumento de produção.

Como tentativa de salvar a empresa e atrair novamente a confiança de investidores, o acionista majoritário Eike Batista em outubro de 2012, firma um compromisso de injetar US\$ 1 bilhão quando e caso a empresa necessita-se com a realização de um “put”, ou seja, através da subscrição e compra de novas ações, com preço fixado em R\$ 6,30 inserindo assim um prêmio de mais de 30% no preço à vista das ações da OGX, manobra que já havia sido realizada em outra empresa do Grupo EBX. Conforme relatório da Forbes, a estimativa com base nos valores das cotações apresentadas semanalmente das empresas da holding, o ex-bilionário Eike Batista já havia perdido quase todo o seu patrimônio, que passara de US\$ 37 bilhões no ano anterior, para aproximados US\$ 900 milhões. Em setembro de 2012, a diretoria, por pressão dos acionistas minoritários da empresa, que não apresentava melhores resultados nas campanhas exploratórias de seu único campo, e vendo o preço de suas ações que iniciaram o ano de 2012 atingirem R\$ 5,99 decidem chamar o contrato de opção de compra assinado por Eike Batista, que dias após essa notícia vir a público, emite uma nota afirmando que não exerceria essa opção e contestaria esse contrato em um processo aberto junto a uma câmara de arbitragem, alegando que esse contrato só poderia ser exercido com aprovação prévia do conselho administrativo do grupo, que já havia se dissolvido nos meses anteriores. Essa discussão entre a OGX e Eike Batista se arrastou ao longo do ano de 2013, culminando em 1º de julho, quando a empresa emite um comunicado a CVM informando que abandonaria a produção em seu campo Tubarão Azul e seus outros três campos restantes, fazendo o preço de suas ações caírem vertiginosamente para menos de R\$ 1, atingindo a marca de R\$ 0,19 no início de outubro de 2013, quando a empresa sinalizou que não pagaria os juros de sua dívida fora do país, avaliada em aproximados US\$ 3,6 bilhões. Com sua nota de crédito reduzida pelas principais agências de avaliação, a Standart & Poors e a Moody, a empresa tentava negociar o

pagamento de suas dívidas através da emissão de novas ações, cedendo o controle da companhia, oferta que não foi aceita pelos credores.

No dia 30 de outubro de 2013, frente ao vencimento antecipado de suas dívidas, fruto do não-pagamento de juros, a empresa anuncia a entrada na 4ª Vara Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro de um pedido de Recuperação Judicial, conforme a BOVESPA, o maior da história de uma empresa latino-americana. No seu pedido de recuperação, constam renegociações de dívidas com credores tanto nacionais quanto externos, e ao fim do plano, a cessão de 95% aos credores, deixando Eike Batista ainda acionista com apenas 5%. Com essa medida, a OGX deixou de fazer parte da composição do índice BMF&BOVESPA, porém não deixa de ter suas ações comercializadas na bolsa.

Conforme o site FUNDAMENTUS, a empresa fechou o ano de 2013 com prejuízo consolidado de R\$ 11,3 bilhões, no que foi classificado pela mídia como “Um dos maiores fracassos de todos os tempos” (FORBES, 2013), e seu maior acionista e fundador Eike Batista, está sob investigação da justiça brasileira por crimes de *insider trader* e outros crimes contra o mercado financeiro.

## **5 CASO OGX E AS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS**

Nessa seção, veremos um pouco sobre o caso OGX sob a ótica da economia comportamental, analisando o comportamento irracional dos investidores no caso das ações da OGX. Para isso, iniciaremos fazendo uma breve revisão e crítica da Teoria dos Mercados Eficientes com base nos trabalhos de Milanez (2003), Halfeld e Torres (2001), Aldrighi e Milanez (2005), e comentários sobre o caso OGX.

### **5.1 A HIPÓTESE DE MERCADOS EFICIENTES**

O mainstream teórico adotado para a explicação e entendimento do mercado financeiro é a hipótese de Mercados Eficientes, que conforme Milanez (2003), pressupõe que cada indivíduo possui preferências estáveis e coerentes, sempre buscando a maximização da utilidade de suas preferências, de forma que o preço sempre refletirá todas as informações disponíveis no mercado e é perfeitamente racional, e suas previsões são ótimas e nem sempre assertivas, mas utiliza todas as informações tornando-o não viesado. Essa definição de eficiência de mercado foi cunhada pelo economista Eugene Fama em 1970, em seu estudo do comportamento da precificação de ativos do mercado de capital.

Essas pressuposições, conforme os trabalhos de Fama (1970) e Friedmann (1953) mostram que nenhum investidor teria ganhos anormais sobre as informações, pois a partir do momento em que elas surgissem no mercado, elas seriam absorvidas pelo preço. Milanez afirma que o modelo possui 3 implicações básicas:

- Grande número de agentes maximizadores de utilidade estão atuando simultaneamente no mercado, e essa interação causa o ajuste dos preços.
- Todos os agentes regulam suas ofertas, para refletir novamente as novas informações relativas aos ativos que estão transacionando

- Novas informações chegam de maneira aleatória no mercado, sem custos em sua obtenção, e são independentes de outro conjunto já disponível no mercado.

A hipótese afirma que as únicas informações que não estão no preço dos papéis, são aquelas que ainda não são conhecidas e nem podem ser previstas, por isso existe essa imprevisibilidade do mercado. Dessa forma, considera-se que as informações de preço do passado não poderiam ser utilizadas para previsão de preços futuros. O modelo porém, admite que nem todos os agentes são perfeitamente racionais, de forma que a interação entre os agentes racionais e os não racionais trariam sempre o preço da ação com desvios a um patamar definido como valor fundamental (MILANEZ, 2003).

A hipótese pode ser classificada quanto a sua eficiência, conforme Fama (1970):

- Forma Fraca ou Axioma Fraco: Ocorre quando as informações de preços do passado não são relevantes na obtenção de retornos. Utiliza como base o modelo de passeio aleatório.

- Forma Semiforte ou Axioma Semiforte: Nenhum investidor conseguirá obter retornos extraordinários com informações já disponíveis no mercado como relatórios de empresas, notícias públicas, comunicados a CVM e outras fontes de informação, pois elas já foram rapidamente incorporadas ao preço.

- Forma Forte ou Axioma Forte: Nenhum investidor, nem aqueles com informações confidenciais (*insider traders*) conseguirão obter retornos, pois os preços refletem todos os fundamentos da empresa.

Essa definição exerce forte influência sobre acadêmicos e agentes do mercado financeiro, e inclusive é utilizada para investigações judiciais e resolução de casos de fraude financeira, conforme Pessoa (2014). Mesmo assim, a Hipótese de Mercados Eficientes possui algumas limitações na explicação de alguns acontecimentos do mercado financeiro, a exemplo do caso OGX.

## 5.2 LIMITAÇÕES DA HIPÓTESE DE MERCADOS EFICIENTES

Vimos na sessão anterior, os conceitos de definições principais da Hipótese de Mercados Eficientes, porém existem alguns fatos do mercado financeiro, definidos por Milanez (2004) e Haufeld e Torres (2001) como “anomalias” que fogem ao poder de explicação dessa teoria, seguem abaixo, conforme trabalho de Aldrighi e Milanez (2004):

- Bolhas Financeiras: Verifica-se em diversos momentos da economia a incidência de bolhas especulativas, quando a onda de otimismo no mercado, em grande parte acompanhada pela alta liquidez e expansão do crédito, estimulando assim a alavancagem sem controle e a especulação, inflando o preço dos ativos de forma que eles ultrapassam o valor real de seus indicadores fundamentais, levando em um período posterior a consequente deflação e crise generalizada. Caso da crise norte americana em 2008.

- Previsibilidade dos retornos dos ativos: Alguns estudos empíricos apontam que ações com retornos altos em um determinado período, tendem no período posterior a ter retornos baixos, indo contra a premissa de que os preços seguem uma trajetória de passeio aleatório. Outra ocorrência que vai de encontro à essa premissa, são que empresas que possuem crescimento menores em seus fundamentos e preços baixos, tem retornos maiores do que empresas que possuem crescimentos elevados.

- Volatilidade excessiva do preço dos ativos: A variação de preços dos ativos é maior do que a variação dos seus fundamentos, demonstrando a ocorrência de uma reação excessiva à chegada de novas informações ao mercado.

- Posse prolongada de ativos perdedores: Uma das formas mais tradicionais de se obter ganhos no mercado de capital, é a compra de ações a um preço e a venda a um preço mais alto. Estudos empíricos mostram que investidores liquidam



rapidamente essas ações que darão retorno, e tendem a ficar mais tempo com ações que dariam prejuízo. Para Kahnemann e Tversky (1979), essa ação evidencia o comportamento do investidor de aversão à perda.

- **Negociação excessiva:** O volume de negociação das ações do mercado financeiro é muito grande para ser explicada pela demanda por liquidez e variação do risco através do balanceamento de seu portfólio, premissas do modelo de mercados eficientes

- **Diversificação ingênua:** Alguns trabalhos baseados em investimentos nos fundos de pensão americanos descritos por Aldrighi e Milanez (2004), evidenciam que os investidores tendem a dividir os investimentos de suas carteiras, sem seguir nenhuma forma de padrão racional, não verificando se essa estratégia está alinhada com seus objetivos de retorno no curto prazo.

### **5.3 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS E O CASO DO IPO DA OGX**

Como contraponto a Hipótese de Mercados Eficientes, surge o estudo de finanças comportamentais, aliando conceitos psicológicos e sociológicos ao estudo do comportamento do investidor e seu processo decisório no mercado financeiro, com base na relação de ganhos e perdas decorrentes desse.

O conceito de economia comportamental teve seu surgimento com os trabalhos de Kahnemann e Tversky em 1979, que criticaram os pressupostos da Hipótese de Mercados Eficientes, afirmando que o ser humano possui racionalidade limitada, e muitas vezes age se adaptando a situação, de forma que frequentemente toma decisões baseados em heurísticas, levando o indivíduo a cometer erros cognitivos influenciados pela emoção.

Conforme Kahnemann e Tversky (1979), o conceito principal do estudo de economia comportamental, é a aversão a perda, pois existe a constatação de que as

peças sentem mais aversão a perda do que o prazer obtido pelo ganho, contrariando o preceito de Teoria da utilidade, que diz que os agentes avaliam o risco de um investimento com base na perspectiva de mudança no nível de riqueza. Os autores ainda sugerem uma nova curva de risco-utilidade, sendo que essa curva varia do início de sua origem e declina com o acréscimo de ganho de valor, expressando que os indivíduos apresentam mais dor pela perda do que prazer pelo aumento do ganho.

Outros conceitos básicos desse estudo é a autoconfiança excessiva, os exageros quanto ao otimismo e ao pessimismo e a sobre-reação às novidades do mercado.

Muito já se avançou no estudo das finanças comportamentais, e no Brasil o tema é recente, porém nos auxilia a entender alguns casos do mercado de capital brasileiro, como o caso que vimos no capítulo anterior, da empresa OGX Petróleo e Gás Participações.

A empresa em 2008, realizou o maior IPO da história do mercado brasileiro, entrando para o grupo das maiores empresas do país, hoje enfrenta uma recuperação judicial e vê o preço de suas ações que outrora estiveram avaliadas em mais de R\$ 23,00 hoje reduzidas a alguns centavos, segundo a última cotação de Outubro, R\$ 0,14.

O trabalho de Shiller (2000), fornece um termo que se aplica claramente à situação, a *Exuberância Irracional*. Termo dito pela primeira vez em 1996 pelo Presidente do FED Alan Greenspan, e popularizado na obra de Shiller que define como sendo o “Entusiasmo insustentável de investidores que elevam o preço dos ativos a níveis não suportados pelos fundamentos”.

A empresa quando abriu seu capital, estava em fase pré-operacional, e assim não possuía indicadores fundamentais e nem resultados claros, necessários à análises consistentes, que em determinado período evidenciarão a insustentabilidade do negócio. As poucas informações disponíveis eram projeções

otimistas, que pareciam boas quando comparadas com os números de empresas consolidadas no setor como Petrobras e Queiroz Galvão.

Os investidores, motivados pelo momento favorável da economia, que estava em um momento de alta liquidez, incentivo ao crédito e estímulos governamentais às empresas pelos bancos públicos, passaram a acreditar cada vez mais e comprar as ações da empresa, fazendo o preço da ação disparar sem analisar o que estava comprando, em uma espécie de “efeito de manada”, quando os investidores menos qualificados, ao sentirem a movimentação do mercado favorável à compra das ações da empresa, seguiram esse movimento adquirindo esses papéis sem analisar fundamentos ou pensar em diversificar seu portfólio. Essa euforia pode ter sido motivada pelo excesso de otimismo, que conforme Milanez (2003), é uma anomalia da teoria tradicional, a Hipótese de Mercados Eficientes.

Os preços das ações da empresa eram sempre mantidos em alta, mesmo sem melhora nos índices fundamentais, somente com comunicados importantes fornecidos ao mercado, evidenciando uma sobre-reação às novidades, levando o papel a valorizar seu preço.

Essa onda de especulação, levou a empresa a patamares de valor irrealistas, que só retornaram a realidade quando atestado a falta de capacidade da empresa em gerar caixa, fazendo o preço da ação despencar e prejudicar mais de 50 mil pequenos investidores, além de instituições financeiras, fornecedores e credores da companhia.

## CONCLUSÃO

O objetivo desse trabalho foi verificar como ocorreu o caso de financiamento pela emissão de ações na Bolsa de valores da empresa OGX Petróleo e Gás Participações S/A e os resultados apresentados após a realização do IPO, que se evidencia até hoje como o caso de maior fracasso da bolsa de valores do país, a BOVESPA.

Apresentamos no trabalho o processo de abertura de capital no país, quais os custos e as vantagens e desvantagens do processo. Posteriormente, vimos na exposição do caso como os riscos estavam claramente apresentados em seu prospecto, e que o bom momento econômico do país, o mercado aquecido devido aos incentivos do governo e o excesso de liquidez advindo da entrada de capital externo, levaram os investidores a uma situação de irracionalidade, definido à luz do estudo economia comportamental como “Exuberância Irracional”. Esses agentes passaram a comprar ações de uma empresa pré-operacional, que apresentava cada vez mais aumentos do preço de suas ações sem apresentar evolução em seus fundamentos.

Aos poucos, a OGX foi perdendo a confiança do mercado devido aos maus resultados apresentados em sua produção, até que a situação junto a credores e investidores ficou insustentável pela falta de geração de caixa e a empresa decretou recuperação judicial, tendo suas ações retiradas da composição do índice BOVESPA.

Hoje, seu fundador e acionista majoritário Eike Batista, responde a acusações de crimes contra o mercado financeiro, e a empresa tenta sobreviver transformando suas dívidas em ações, afim de viabilizar a produção de seu único campo remanescente.

Diante da exposição do caso, concluímos que a queda do preço das ações da OGX se deu em decorrência do não cumprimento de suas projeções otimistas ao mercado, se configurando em um claro episódio de especulação e nos evidenciando a importância de antes de realizar um investimento do mercado de ações, analisar

previamente os fundamentos da empresa, afim de evitar casos como o apresentado, dado a grande complexidade e variabilidade do mercado financeiro.

Esse episódio certamente dificultará a entrada de empresas pré-operacionais na Bolsa de Valores, temendo a ocorrência de uma nova situação semelhante ao caso da empresa OGX.

## REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, D.; MILANEZ, D. **Finança Comportamental e a Hipótese dos Mercados Eficientes**. Revista de Economia Contemporânea. Rio de Janeiro, ed. 9: pags. 41-72, jan./abr. 2005.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor: Estrutura de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2002

BARROS, L. A. B. **C.Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais**. Caderno de Pesquisas em Administração São Paulo. Volume 7, 2010

BOVESPA. **Abertura de Capital**. São Paulo. 2007. Disponível em <<http://www.bovmesb.com.br/abertura.htm>>.

CAMPOS, V. L. **Porque a empresa faz um IPO? Um Estudo de Caso**. USP. Rio de Janeiro, 2008

CASAGRANDE NETO, H. **Abertura do capital de empresas do Brasil: Um enfoque prático**. São Paulo: Atlas, 1989

CASAGRANDE NETO, H.; SOUZA, L. A., ROSSI, M. C. **Abertura do capital de empresas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2000

CAVALCANTI, F. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005

DELOITTE. **Custos para abertura de Capital no Brasil – Análise sobre as ofertas de 2005 a 2011**. Disponível em <<http://www2.deloitte.com/br/pt/pages/audit/articles/tosabertura-capital.html>>

EL ECONOMISTA. **Eike Batista: Entenda o porquê a OGX está derretendo** – Revista El Economista America. Espanha, 03 de Julho de 2013 – Disponível em <<http://www.eleconomistaamerica.com.br/empresas-eAm-brasil/noticias/4965359/07/13/Eike-Batista-Entenda-porque-a-OGX-esta-derretendo.html#.Kku8pn7RFsPtVrl>>

FOLHA DE SÃO PAULO. **Governo aumenta dívida pública para financiar empresas**. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/10/1534672-governo-aumenta-divida-publica-para-financiar-empresas.shtml>>

FORTI, C.; PEIXOTO, F. SANTIAGO, W. **Hipótese da eficiência de mercado: Um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro.** Gestão & Regionalidade - Vol. 25 - Nº 75 - set-dez/2009.

FUNDAP. **PIB do Brasil no Pós-crise de 2008: Indústria perde espaço e Mercado Interno avança.** Boletim de Economia – Fevereiro de 2012. Disponível em: <[http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim\\_de\\_Economia\\_12\\_fev2012\\_COMPLETO.pdf](http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_de_Economia_12_fev2012_COMPLETO.pdf)>

FUNDAMENTUS. **OGXP3.** Disponível em <<http://fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=OGXP3>>

HALFELD, M.; TORRES, F. F. **FINANÇAS COMPORTAMENTAIS: Aplicações no contexto brasileiro.** RAE – Revista de Administração de Empresas, vol. 41, núm. 2, FGV/RJ, 2001.

KAHNEMAN, D., TVERSKY, A. **Prospect theory: an analysis of decision under risk.** The Econometric Society - Econometrica 47, vol. 2, pág 262-292,1979.

MILANEZ, D. **Finanças Comportamentais no Brasil.** USP, 2003. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12140/tde-09022004-130012/pt-br.php>>

MORENO, F. **Relembre a trajetória da OGX, da fundação à recuperação judicial** – Revista InfoMoney. São Paulo, 30 de Outubro de 2013 – Disponível em <<http://www.infomoney.com.br/ogxpetroleo/noticia/3027950/relembre-trajetoria-ogx-fundacao-recuperacao-judicial>>

PESSOA, M. S. **Três Visões Inovadoras de Mercado.** Revista Desafios do Desenvolvimento. Ano 10. Edição 78. Brasília/DF, IPEA, 2014.

PROSPECTO Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias da OGX Petróleo e Gás Participações S/A. Disponível em <<http://www.itaubba.com.br/arquivos/portugues/pdf/prospectos/Oferta%20de%20A%C3%A7%C3%B5es%20da%20OGX%20Petr%C3%B3leo%20e%20G%C3%A1s%20Participa%C3%A7%C3%B5es%20S.A.%20-%20Prospecto%20Definitivo.pdf>>

PWC. **Como abrir o capital de sua empresa no Brasil.** Disponível em <<http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/como-abrir-o-capital-da-sua-empresa-no-brasil-ipo.jhtml>>

ROSS, Stephen A. **Administração Financeira/Stephen Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe.** – 2. Ed – São Paulo: Atlas, 2002.