



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

CYRO LUIZ FACCIN DE SOUZA

FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL: O CASO PETROBRAS

Salvador

2021

CYRO LUIZ FACCIN DE SOUZA

FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL: O CASO PETROBRAS

Trabalho de conclusão de curso de graduação em Ciências Econômicas, Faculdade de Economia, Universidade Federal da Bahia, como requisito para obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Áreas de Concentração: Economia política e economia brasileira.

Orientador: Prof. Dr. Nuno Jorge Rodrigues Teles Sampaio

Salvador

2021

Ficha catalográfica elaborada por Valdineia Veloso CRB 5/1092

S729 Souza, Cyro Luiz Faccin de
Financeirização no Brasil: o caso Petrobras / Cyro Luiz Faccin de
Souza – Salvador, 2021

92f. tab.; fig.; graf.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Faculdade de
Economia, Universidade Federal da Bahia, 2021

Orientador: Prof. Dr. Nuno Jorge Rodrigues Teles Sampaio

1. Economia brasileira 2. Petrobrás 3. Financeirização. I. Sampaio,
Nuno Jorge Rodrigues Teles II. Título III. Universidade
Federal da Bahia

CDD: 330.981



COLEGIADO DO CURSO DE ECONOMIA
COMISSÃO DE COORDENAÇÃO DO TRABALHO MONOGRÁFICO
RELATÓRIO FINAL DE AVALIAÇÃO

2. PARECER DA BANCA EXAMINADORA

ALUNO: Cyro Luiz Faccin de Souza

Após apresentação do discente, a banca deliberou a aprovação do discente com nota 9,5 (nove vírgula cinco), sugerindo pequenas correções ao texto.

BANCA EXAMINADORA:

PRESIDENTE: 

Prof. Dr. Nuno Jorge Rodrigues Teles Sampaio

1º MEMBRO:

Prof. Dr. Leonardo Bispo de Jesus Júnior

2º MEMBRO:

Prof. Dr. André Garcez Ghirardi

Dedico este trabalho à toda minha família, em especial ao meu pai e a minha mãe, que me formaram enquanto ser humano e pessoa, e à minha namorada, que se tornou minha melhor companheira nesta aventura.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus familiares, os quais me deram suporte, em todos os âmbitos possíveis, no desenvolvimento de minha carreira e de meus sonhos, e pela formação humana que me deram, que foi fundamental à minha escolha pelas ciências econômicas. À minha namorada, que me permite sonhar e almejar sempre mais, e que em alguns momentos parece confiar mais em mim do que eu mesmo confio, o que me dá um incentivo inigualável. Aos meus amigos, que dentre as confusões e loucuras da faculdade, sempre estiveram presentes como camaradas para passarmos juntos nesta etapa. Por fim, aos professores que tive a oportunidade de me tornar amigo e que contribuíram para minha formação acadêmica e profissional.

Dentre minha família, dou especial destaque à minha mãe, Cintia, e ao meu pai, Cyro. Como indicado, me formaram humanamente, e se hoje me formo enquanto economista, é porque estes me permitiram atravessar as barreiras de classe e assim enxergar o crônico problema da desigualdade e da fome no nosso país, que me instigaram a me perguntar o porquê desta situação. Estendo também o apoio dado pelo meu padrasto, Raul, e minha madrasta, Daniela, em minha vida e formação em nossa convivência. Por fim, destaco também este elogio à minha querida avó, Maria Tereza, que dispensa comentários, e ao meu Tio Geraldo e a Tia Marcela, que também foram fundamentais no suporte à minha carreira e estadia em Salvador.

À minha companheira, Victória, também desejo destacar o agradecimento, por todos os momentos que vivemos juntos e que continuaremos a viver. Como revelei anteriormente, às vezes me pego surpreso pela imensa confiança que ela sempre teve nos meus sonhos, nos nossos sonhos e em mim. Sempre tento e quero retribuir com mais, e assim sonho que será pelo resto de nossas vidas. Além disso, junto com ela tive a oportunidade de adicionar um novo familiar, que está mais para um filho, que é o nosso gatinho Bino, o albino. Pode parecer besteira, mas o suporte que este boboca nos trouxe durante a pandemia é inigualável.

Por fim, gostaria de destacar a formação dada a mim pelo meu orientador, Nuno Teles, que me permitiu trabalhar ao seu lado e explorar diversas esferas do debate econômico. Com certeza, se não fosse este ótimo período de labuta juntos, não teria me tornado o economista que sou hoje.

“Se você não se preocupa com a justiça social, com quem paga a conta, você não é um economista sério. Você é um tecnocrata!”

Maria da Conceição Tavares, economista luso-brasileira

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo investigar a recente gestão, estratégia, e resultados financeiros da Petrobras, a fim de verificar se há um processo de financeirização em curso na companhia. A hipótese aqui defendida é de que entre 2015 e 2016 houve uma inflexão na gestão financeira e estratégica da estatal petrolífera. Este movimento permitiu a ascensão dos acionistas minoritários como uma real força decisória no direcionamento das atividades econômicas da empresa, além de elevar o grau de envolvimento com o mercado de capitais em diversos âmbitos. Com base na literatura, verifica-se que esta dinâmica representa nítidos indícios de um processo de financeirização. Adicionalmente, este fenômeno também apresenta especificidades em economias periféricas, como o padrão característico de uma política monetária fundada no elevado patamar dos juros. Portanto, a fim de avaliar esta hipótese, o presente trabalho analisa a recente história da Petrobras, assim como as suas demonstrações financeiras, a fim de verificar se as tendências existentes neste fenômeno também estão presentes nos últimos anos de gestão da estatal. Por fim, conclui-se que esta inflexão aprofundou e concretizou um quadro de financeirização de empresa não-financeira na Petrobras, que resultou em uma efetiva estratégia de obtenção de lucro fundamentada no “reduzir e distribuir” e na maximização do valor ao acionista, evidenciada pelos diversos esforços recentes das últimas administrações, como a privatização de frações e subsidiárias da companhia e o enfoque na política de distribuição de dividendos.

Palavras-chave: Financeirização; Petrobras; Indústria Petrolífera; Economia Brasileira.

ABSTRACT

This paper aims to investigate the recent management, strategy, and financial results of Petrobras to verify whether there is a process of financialization underway in the company. The hypothesis defended here is that between 2015 and 2016 there was a turning point in the financial and strategic management of the state-owned oil company. This movement allowed the rise of minority shareholders as a real decision-making force in the direction of the company's economic activities, in addition to increasing the degree of involvement with the capital market in several areas. Based on the literature, this dynamic represents clear indications of a financialization process. Additionally, this phenomenon also presents particularities in peripheral economies, such as the characteristic pattern of a monetary policy based on high interest rates. Therefore, to evaluate this hypothesis, this paper analyzes the recent history of Petrobras, as well as its financial statements, to verify whether the existing trends in this phenomenon are also present in the last years of management of the state-owned company. Finally, it is concluded that this turnaround has deepened and materialized a framework of financialization of a non-financial company at Petrobras, which has resulted in an effective strategy for obtaining profits based on "downsize and distribute" and maximizing shareholder value, evidenced by several recent management efforts, such as the privatization of company fractions and subsidiaries and the focus on the dividend distribution policy.

Keywords: Financialization; Petrobras; Oil Industry; Brazilian Economy.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	FINANCEIRIZAÇÃO	14
2.1	CONTEXTO HISTÓRICO	14
2.2	VARIEDADES HETERODOXAS DA FINANCEIRIZAÇÃO	17
2.3	CAMINHO PARA A SÍNTESE	19
3	FINANCEIRIZAÇÃO DE EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS	22
3.1	SENDAS ANALÍTICAS.....	22
3.2	MAXIMIZAÇÃO DO VALOR AO ACIONISTA	22
3.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA E POR NÚMEROS	24
3.4	EVIDÊNCIAS DA FINANCEIRIZAÇÃO	26
4	FINANCEIRIZAÇÃO SUBORDINADA.....	32
4.1	CONTEXTO PERIFÉRICO	32
4.2	HIERARQUIA DE MOEDAS	32
4.3	EVIDÊNCIAS DA FINANCEIRIZAÇÃO NA PERIFERIA	34
5	HISTÓRIA DA PETROBRAS PRÉ-2015.....	39
5.1	APRESENTAÇÃO HISTÓRICA	39
5.2	ANOS 1990	39
5.3	ANOS 2000	42
5.4	ANOS 2010 A 2015	48
6	HISTÓRIA DA PETROBRAS PÓS-2015.....	52
6.1	CONTEXTO REGULATÓRIO E SETORIAL	52
6.2	PADRÃO DE FINANCIAMENTO	55
6.3	REALIDADE ACIONÁRIA E GESTÃO FINANCEIRA	64
6.4	PRÁTICAS DE REDUÇÃO	71
7	CONCLUSÃO.....	81
	REFERÊNCIAS	84

1 INTRODUÇÃO

Os últimos sete anos da economia brasileira podem ser descritos como turbulentos, no mínimo. O ano de 2015 foi marcado pela recessão de 3,5% no Produto Interno Bruto (PIB), seguido por mais uma queda de 3,3% em 2016. Como se não bastassem os três anos seguintes de fraco crescimento econômico, com uma variação positiva no PIB apenas em torno de 1,1% a 1,3% anuais, o ano de 2020 também foi marcado por mais uma recessão de 4,1% no produto brasileiro, causada essencialmente pela pandemia da COVID-19.

Concomitante ao desenrolar da mais lenta recuperação econômica da história do Brasil, houve também a alteração do perfil e da estratégia de uma das principais empresas estatais do país, que é a Petróleo Brasileiro S.A., mais conhecida como Petrobras. Esta transformação da forma de governança e planejamento da companhia foi claramente perpassada por decisões e lutas políticas. Não só pelo seu lógico caráter enquanto estatal, mas também por sua centralidade, tanto na história do desenvolvimento brasileiro, quanto no papel desempenhado por ela no período recente dos governos petistas, de Lula e Dilma.

A modificação da forma de gestão estratégica da Petrobras que ocorre principalmente a partir de 2016 se fundamentou no processo de financeirização da firma. Este é um recente e emergente fenômeno estudado na área econômica. Em síntese, o presente trabalho compreende financeirização como uma transformação das economias capitalistas através da emergência de um novo padrão sistêmico de acumulação, que se efetua na ampliação de atividades e práticas financeiras em volume e relevância no funcionamento econômico das sociedades (EPSTEIN, 2005; LAPAVITSAS, 2011; BRAGA et al., 2017). Um aspecto comum de diferentes abordagens é o reconhecimento da crescente assimilação de condutas e formas de gestão financeira no comportamento dos agentes, como famílias e empresas não-financeiras (STOCKHAMMER, 2012; LAPAVITSAS, 2013; VAN DER ZWAN, 2014; AALBERS, 2019).

Nesta toada da financeirização, corroborada pela narrativa de ineficiência e corrupção inerente ao estado e às suas empresas, o ano de 2015 é também um marco de ruptura para a Petrobras. Até àquela época os governos petistas utilizavam a empresa petrolífera como um veio para o desenvolvimento nacional, tanto industrial, pela construção de uma cadeia produtiva integrada, quanto social, como é evidenciado pela utilização de royalties do petróleo para investimentos em ciência e tecnologia (ROCHA, 2015; PINTO, 2020). A estratégia empresarial

fundamentava-se no elevado investimento de longo prazo, principalmente em bens de capital para a extração do petróleo do Pré-Sal e na criação de novas refinarias (PINTO, 2020). A partir de 2015, verifica-se o início de uma inflexão em direção a uma estratégia que, já nos Governos Temer e Bolsonaro, se demonstraria oposta ao caráter do planejamento anterior na Petrobras. A adoção do “Plano de Negócios e Gestão 2015-2019” é um nítido indício do início desta transição para uma estratégia financeirizada, focada na geração de valor financeiro ao mercado de capitais, como indicado pelo seu trecho: “O Plano tem como objetivos fundamentais a desalavancagem da Companhia e a geração de valor para os acionistas” (PETROBRAS, 2015, p. 1).

Como a Petrobras se constitui primordialmente como uma empresa não-financeira, faz-se necessário compreender a fundo as particulares expressões da financeirização neste grupo de agentes. Há um extenso estudo desta temática na literatura acadêmica, em que se destaca a compreensão da estratégia de maximização do valor do acionista (AGLIETTA, 2000; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2003). Este tipo de governança corporativa surgiu concomitantemente com a ascensão dos investidores institucionais em volume e relevância no mercado financeiro e nas estruturas acionárias de empresas não-financeiras (CROTTY, 2003; VAN DER ZWAN, 2014). A partir deste maior peso, foi conferido ao acionista uma maior influência na determinação da estratégia financeira e produtiva destas firmas (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2003).

A introdução da estratégia de maximização do valor do acionista modificou o planejamento deste tipo de empresa, realinhando as estratégias do setor não-financeiro às demandas deste crescente grupo financeiro. Operações e práticas financeiras, como a recompra de ações e a maior distribuição de dividendos, foram priorizadas em vista de elevar o valor acionário (AGLIETTA, 2000; CROTTY, 2003; SARTI; HIRATUKA, 2019). A busca pela ampliação das margens de lucro ultrapassou o planejamento do investimento produtivo, afetando variáveis mais imediatas, como a adoção estratégica da pressão contínua nos processos de trabalho e redução dos custos (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; THOMPSON, 2013; JESUS; SARTI, FERREIRA, 2017). Inclusive a assimilação da estratégia de maximização do valor do acionista já foi verificada na economia brasileira, como explicitam os estudos de Jesus, Sarti e Ferreira (2017) e Sarti e Hiratuka (2019), sobre a Petrobras e a Vale, respectivamente.

O presente estudo visa aprofundar estas investigações acerca da nova estratégia empresarial da Petrobras, mas analisar à luz da financeirização, e suas respectivas especificidades em um país

periférico, buscando confrontar o quadro posto na companhia a este fenômeno mundial, identificando suas semelhanças e particularidades.

Esta pesquisa possui, além desta introdução, mais seis seções. Inicialmente, faz-se uma revisão de literatura do conceito de financeirização, tanto de seu contexto e desenvolvimento histórico, quanto de sua identificação em diferentes literaturas e escolas da economia heterodoxa. Em seguida, no terceiro capítulo, verifica-se a primeira particularidade fundamental para a análise de uma companhia como a Petrobras, pois é o estudo da financeirização de firmas não-financeiras, e como este processo configura-se e internaliza nestas empresas. Por fim, completando a discussão da conceituação de financeirização, resgata-se no quarto capítulo a literatura da financeirização subordinada. Esta senda incorpora à análise o desenvolvimento histórico, econômico e desigual das sociedades capitalistas, estabelecendo o arquétipo comum da relação centro-periferia como determinante de certas condições e restrições econômicas e materiais das economias periféricas, como o Brasil.

O quinto capítulo visa retomar a história recente de desenvolvimento e gestão da Petrobras, dos anos 1990 a 2015. Esta perspectiva permite a construção de um contexto histórico que fundamente a verificação das hipóteses da internalização da financeirização na estatal brasileira, assim como resgatar este desenvolvimento político, social e econômico da companhia, que criou as condições materiais que hoje estão postas na conjuntura atual, como o próprio Pré-Sal.

O sexto capítulo constrói a análise da história atual da Petrobras, pós-2015, fundamentada na análise dos dados agregados das demonstrações financeiras da companhia. O contraste destas variáveis com as hipóteses levantadas na literatura da financeirização possibilitam a verificação da ocorrência deste fenômeno na companhia. Aliado a isto, a concomitante localização histórica, política e econômica demonstra-se fundamental, para compreender esta transformação na gestão da Petrobras não como um mero evento contábil, mas sim engendrado a partir da disputa de interesses de diferentes classes.

Por fim, o sétimo e último capítulo é a conclusão, que busca dar apontamentos sobre o atual quadro da financeirização da Petrobras, assim como as perspectivas futuras, fundamentadas na análise histórica e financeira da companhia. Condensa-se assim quais podem ser os diferentes papéis que a estatal petrolífera poderá assumir no desenvolvimento econômico do Brasil.

2 FINANCEIRIZAÇÃO

2.1 CONTEXTO HISTÓRICO

Antes de compreender o contexto e o conceito do fenômeno denominado financeirização, é imprescindível entender em que situação histórica as condições materiais para seu surgimento foram engendradas. A conjuntura que suscitou este processo foi o fim da “era de ouro” da economia capitalista, compreendida no período pós-segunda guerra até o fim da década de 1970.

Esta época dourada foi marcada pelo rápido crescimento econômico e pela manutenção de níveis elevados de emprego na sociedade, principalmente nos países desenvolvidos, mas que chegou a atingir nações periféricas, avançando a industrialização pelo globo terrestre. O próprio Brasil teve sua maior taxa de média de crescimento econômico exatamente neste intervalo histórico (HOBSBAWM, 1994). Associada a esta expansão sem precedentes do capital, também se formou um surpreendente estável ambiente macroeconômico. Exemplo disto é o fato de que a maior parte do mundo passou cerca de 20 anos sem registrar sequer uma crise bancária (REINHART; ROGOFF, 2013).

A calma na esfera financeira provinha da rígida regulação dos mercados de capitais, uma política econômica padrão para as nações naquela altura. Medidas como o *Glass-Steagall Act* de 1933 nos Estados Unidos, que limitou a emissão de títulos por bancos comerciais, e o Acordo de *Bretton Woods* de 1944, impondo um câmbio fixo e um forte controle do fluxo de capitais, foram centrais para abrandar o mercado financeiro nos anos dourados (SYLLA, 2002; REINHART; ROGOFF, 2013). Portanto, é neste quadro repressivo aos mercados de capitais domésticos e internacionais que surgem as bases ideológicas, políticas e materiais para o surgimento do fenômeno da financeirização.

O fim da “era de ouro” nos anos 70, no que os economistas classificam como o período da estagflação¹, deu espaço às ideias e práticas neoliberais. Estas fundam-se na promoção da liberdade individual, que no setor econômico está diretamente associada à redução do papel e da interferência do estado (MIROWSKI; PLEHWE, 2009). Desta maneira, a efetiva desregulamentação de mercados, em especial o financeiro com a liberalização do fluxo de

¹ Estagflação é uma conjuntura econômica em que um elevado nível de inflação, ou um respectivo padrão de escalada nos preços, ocorre concomitantemente à estagnação do crescimento econômico, provavelmente com alto nível de desemprego.

capitais e a possibilidade de ampliação do papel dos bancos privados na economia, estava na agenda imediata desta ideologia.

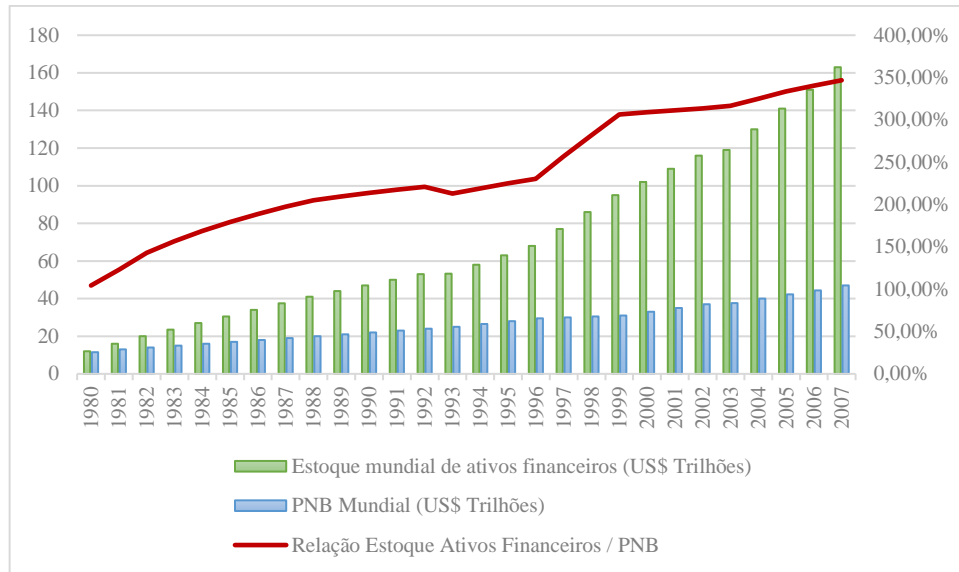
A ideologia neoliberal serviu como o abre-alas para a financeirização. A promoção da desregulamentação e liberalização das economias, iniciando-se nos anos de 1980 com dois grandes expoentes no presidente dos Estados Unidos, Ronald Reagan, e na primeira-ministra do Reino Unido, Margaret Thatcher, foi difundida como prática padrão. A mobilidade de capitais e a desregulamentação e expansão financeira tornou-se regra, sendo exemplo disto no Brasil a implementação do Plano Real nos anos 1990 (FILGUEIRAS, 2000). A expansão deste projeto político e econômico da “globalização neoliberal” é o princípio da financeirização da economia (CROTTY, 2003).

A recente elevação da relevância dada ao estudo do fenômeno da financeirização em muito se resume à crise de 2008. Identificada como uma crise financeira global, com raízes na supervalorização inflacionada de ativos financeiros, fundada principalmente na falha dinâmica do mercado imobiliário americano à época, no que veio a ser conhecido como a crise do *subprime*². A falha no circuito deste emaranhado complexo de relações e transações financeiras à época resultou no que veio a ser a maior crise econômica global desde 1929, expondo assim o peso que o mercado financeiro tinha obtido em relação ao funcionamento das economias como um todo.

A financeirização não se resume à crise de 2008. Como indicado, trata-se de um processo em intensa expansão desde a ascensão da ideologia e prática neoliberal. Portanto, já é um fenômeno amplamente mencionado nas ciências sociais, que compreende a identificação do exponencial crescimento da finança como indicativo da intensificação e relevância da financeirização. A figura 2.1, representando a relação entre a riqueza financeira e a renda real, extraída de Paulani (2010), ilustra este salto em preeminência e presença na economia global.

Figura 2.1 – Evolução do estoque de ativos financeiros em razão do PNB mundial – 1980 a 2007

² O *subprime* trata-se de um contingente de devedores com risco de crédito elevado. A crise, ocorrida nos meados de 2007 à 2008, resume-se à desregulada e intensa concessão de crédito a este grupo de consumidores, que investiram no mercado imobiliário à época, hipotecaram os imóveis comprados e novamente reinvestiram no mercado imobiliário, na tentativa de ganhar lucro na valorização destas propriedades hipotecadas. Isto formou uma bolha de especulação no mercado imobiliário americano, em que os bancos continuavam a financiar. Porém, houve um momento em que um dos bancos (Lehman Brothers) entrou em falência com o não pagamento das hipotecas, levando diversos outros bancos que eram fiadores de suas dívidas junto com si.



Fonte: Paulani (2010), McKinseys Global Institute (Ativos Financeiros) e FMI (PNB). Elaboração própria.

É perceptível a tendência de crescimento quase que ininterrupto do estoque mundial de ativos e de sua relativa proporção à economia real, que já atingia os cerca de 340% do PNB mundial ainda em 2007, ano anterior à crise. O salto quantitativo já explicaria por base o porquê do estudo da financeirização e sua recente relevância. Mas os impactos qualitativos que este novo padrão econômico gera no comportamento das empresas, das famílias, dos estados e na organização e compreensão das classes é tão profundo quanto.

Como este a financeirização um recente e emergente fenômeno estudado na área das ciências sociais, tendo origem nas ciências econômicas, não há ainda um consenso quanto à sua definição (LAPAVITSAS, 2011; BRAGA et al., 2017). O seu escopo de sentidos e compreensões vem sendo ampliado ao longo dos anos, assim como seus contextos de aplicação (EPSTEIN, 2005; KRIPPNER, 2005; VAN DER ZWAN, 2014; AALBERS, 2019). Exemplos desta interdisciplinaridade são os esforços de descrição feitos por sociólogos e geógrafos, além das aplicações em diferentes dimensões analíticas, como textos sobre o fenômeno da financeirização na habitação, na água e no trabalho (KRIPPNER, 2005; PIKE; POLLARD, 2010; DEUTSCHMANN, 2011; THOMPSON, 2013; BAYLISS, 2014; AALBERS, 2019; TELES, 2020).

A variedade de sentidos acerca da financeirização não se resume às diferentes aplicações nas ciências sociais. A própria ciência econômica ainda não encontrou consenso frente a este fenômeno. A economia política e a heterodoxia como um todo vem refletindo de forma mais atenta a este debate, de forma que algumas linhas se destacam nesta iniciativa.

Conseqüentemente, resgatar estas diferentes leituras permitirá uma melhor fundamentação da análise proposta neste trabalho.

2.2 VARIEDADES HETERODOXAS DA FINANCEIRIZAÇÃO

A escola regulacionista, fundamentada no ambiente da economia heterodoxa francesa, irá buscar conceber o modo de funcionamento da economia capitalista em cinco instituições socioeconômicas: 1) A forma de organização da competição entre firmas; 2) Instituições monetárias; 3) O estado e o seu papel na economia; 4) Inserção econômica internacional; 5) A forma de organização e relação entre trabalho e salário (BOYER, 2000; TELES, 2014). A maneira com que estas cinco variáveis relacionam entre si irão compor um regime de acumulação.

Boyer (2000) identifica o atual contexto econômico do capitalismo como um regime de acumulação dirigido pela finança, substituindo o prévio modo fordista de acumulação que se fundamentava em um mercado oligopolístico. Esta nova economia dirigida pelo mercado financeiro surge como alternativa em meio a desaceleração da produtividade e à elevação de pressões às margens de lucro, advindas da alta da inflação e da militância dos trabalhadores (BOYER, 2000).

A economia financeirizada, na visão da escola regulacionista, se fundamenta na internacionalização da produção, na liberalização financeira e na ampla mobilidade de capitais (BOYER, 2000). Este panorama torna o estado submisso aos mercados, em especial à hegemonia financeira. Aliado a isto, ainda há a eclosão de um ecossistema de governança corporativa nas empresas produtivas que dá maior peso aos interesses de investidores financeiros institucionais³, restringindo o investimento produtivo e dando enfoque na obtenção de uma constante elevação da lucratividade sem comprometimento de longo prazo (AGLIETTA, 2000).

Os pós-keynesianos buscam outra abordagem, mais enxuta e menos abrangente que a visão regulacionista. Fundamentados no trabalho de Hyman Minsky (1986), a compreensão é de que transações financeiras são inerentemente incertas, de forma que, ao não serem reguladas,

³ Investidores financeiros institucionais (ou só investidores institucionais) são organizações que investem em nome de um conjunto de interessados. Portanto, refere-se a firmas financeiras que representam um conjunto de investidores, como são os bancos, os fundos de investimentos, os fundos de pensão, as seguradoras etc.

seguem endogenamente uma trajetória de expansão instável e volátil⁴. Este curso de amplificação da finança e da volatilidade se daria pela postura especulativa do tomador de crédito em relação aos preços de seus ativos financeiros. Ao analisar de forma otimista a sua possível valorização de patrimônio, este devedor irá tomar um volume de crédito maior do que o fluxo real de renda esperada. Em algum momento, seja por elevação dos juros, ou seja, por frustração da expectativa de valorização, este não conseguirá cumprir com suas obrigações financeiras relacionadas à dívida tomada (BAHRY; GABRIEL, 2010).

Esta dinâmica incerta e expansiva da finança na economia capitalista serve como base para a proposta analítica pós-keynesiana da financeirização. A inflação dos ativos financeiros em períodos de crescimento econômico permite às companhias e famílias obter valorização nas suas garantias, elevando a capacidade de tomada de crédito. A complexidade do mercado financeiro, advindas da liberalização e da inovação deste setor, permitem uma ampliação do endividamento destes agentes acima de níveis sustentáveis, comprometendo a solvência da economia (WRAY, 2007). Palley (2007) irá sintetizar este padrão, da tendência crescente do volume de dívida da economia, como a principal característica definidora da financeirização, aos olhos da escola pós-keynesiana.

Antes de sintetizar a conceituação e escopo do fenômeno da financeirização que será utilizado neste trabalho, faz-se necessário abordar uma última linha analítica. Esta é a abordagem da economia política marxista. A argumentação desta perspectiva se funda teoricamente no livro “Capital Monopolista”, de Sweezy e Baran (1966). Como indica o título, compreende-se que o capitalismo sob a organização monopolista de concorrência, que era o panorama das economias domésticas nos anos dourados de 1960, iria atingir um estado padrão de estagnação econômica. Isto deriva exatamente desta forma de organização de mercado de grande controle em poucas empresas, de tal maneira que a competição não se dá mais pelos preços, mas sim pelo controle de custos e pela estratégia de vendas (SWEEZY; BARAN, 1966; TELES, 2014).

⁴ Esta trajetória instável, fundamentada no trabalho de Hyman Minsky (1986), se alicerça na existência de três diferentes posições da relação renda-dívida na economia, sendo estas: 1) *Hedge*; 2) *Especulativa*; 3) *Ponzi*. A posição de economia *Hedge* se trata de um ambiente econômico em que a renda esperada dos ativos de capital são maiores que as suas obrigações financeiras, honrando o pagamento do principal e do juros da dívida. A posição *Especulativa* compreende uma economia em que o fluxo de renda esperado é somente maior do que o componente dos juros da dívida desse ecossistema, de forma que é necessário se refinar para cumprir o pagamento do principal, mas sem elevar o nível da dívida da economia. Por fim, a posição *Ponzi* apresenta uma economia em que a renda esperada é insuficiente até para cumprir com o pagamento dos juros da dívida, de maneira que é necessário refinanciamento para rolar os compromissos financeiros, de tal forma que o nível de endividamento tenderá a se elevar.

Este cenário de estagnação fundamenta-se na dificuldade de absorção do excedente⁵ pelas economias, que antes estavam sendo alimentadas pelos esforços de reconstrução do pós-guerra e de ampliação do papel hegemônico dos Estados Unidos (SWEEZY, 1994). A perda de capacidade de reinvestimento na economia por parte das empresas monopolistas, assim como da competição entre si, não traz os incentivos necessários para a continuação da absorção deste excedente econômico. Portanto, para dar sobrevida à reprodução capitalista, superando assim a contradição posta ao fim da “era de ouro”, foi necessário surgir uma nova forma de absorção deste excedente.

Foster (2007) então compreende a acumulação de capital não apenas como resultado da produção de mercadorias, mas também advinda dos ativos financeiros que gerem a propriedade sobre a produção. Desta maneira, a financeirização permitiu às firmas, cuja lucratividade apresentava uma tendência de declínio, encontrar um novo canal de remuneração e valorização, a partir de operações financeiras baseadas no endividamento e na especulação, não só no âmbito da empresa, mas também na esfera governamental e familiar (LPAVITSAS, 2009).

2.3 CAMINHO PARA A SÍNTESE

Todas estas abordagens e perspectivas para compreensão do fenômeno da financeirização são válidas. Não há aqui necessidade de escolher apenas uma linha ou forma de análise para possibilitar a compreensão do avanço deste processo sobre o Brasil e a Petrobras. Na verdade, pela dimensão global que este processo provoca no capitalismo, seja doméstico ou internacional, é essencial compreender e incluir diferentes interpretações para complementar e permitir uma visão do todo das variadas maneiras que a financeirização afeta os agentes, a economia, as instituições, a sociedade. Fundamentado nas ilustres sintetizações de Van der Zwan (2014) e Aalbers (2019), pode-se visualizar os impactos da financeirização desta seguinte forma:

1. *Financeirização das Famílias*: Se reflete na expansão do acesso à finança para a população massificada, com produtos e serviços financeiros ofertados em abundância pelo mercado financeiro, como crédito, hipoteca e aposentadorias

⁵ “Se o excedente econômico é a parcela do produto total que não está imediatamente vinculada à necessidade de reprodução do sistema, incluindo nesta o consumo necessário dos produtores diretos, é claro que o excedente econômico constitui aquela parte da produção anual de uma sociedade cujo uso é, em princípio, discricionário.” (FERNÁNDEZ, 1977, p. 64).

capitalizadas, elevando a importância e os lucros dos bancos, com base nos juros e nas tarifas.

2. *Financeirização das Empresas Não-Financeiras*: É o resultado da mudança da pauta empresarial, em que estas empresas começam a ter como grande finalidade a maximização do valor ao acionista na Bolsa, adotando assim uma estratégia focada no resultado de curto-prazo, que reflete melhor no lucro da empresa, favorecendo os ânimos dos investidores financeiros, mas prejudica seu planejamento de crescimento de longo prazo.
3. *Financeirização do Estado*: Fundamenta-se na nova forma de integração financeira dos países, a partir da emergência da globalização e do neoliberalismo. A abertura dos fluxos de capitais entre países, a flexibilização do câmbio, além da venda de títulos financeiros da dívida pública, vincula as ações do governo e sua forma de dirigir a economia com as forças do setor financeiro internacional.
4. *Financeirização enquanto novo Regime de Acumulação*: Novo regime de acumulação capitalista, em que os lucros dos capitalistas se ampliam principalmente por meio de canais e investimentos financeiros, ao invés da troca e produção de mercadorias.

Em síntese, este trabalho compreende financeirização como uma transformação da economia capitalista através da emergência de um novo padrão sistêmico de acumulação, que se efetua na ampliação de atividades e práticas financeiras em volume e relevância no funcionamento econômico das sociedades (EPSTEIN, 2005; LAPAVITSAS, 2011; BRAGA et al., 2017). Um aspecto comum destas diferentes abordagens a ser levado em consideração é o reconhecimento da crescente assimilação de condutas e formas de gestão financeira no comportamento dos agentes, como famílias e empresas não-financeiras (STOCKHAMMER, 2012; LAPAVITSAS, 2013; VAN DER ZWAN, 2014; AALBERS, 2019).

Este novo padrão sistêmico de acumulação, perpassa por diferentes mecanismos e canais a depender dos agentes em questão. Pode-se sintetizar estas variadas expressões nestas três principais: as empresas não-financeiras; as famílias; e os bancos. As empresas não-financeiras, em especial as de grande escala, adquirem capacidades financeiras, decorrentes de necessidades financeiras com origem na produção, como a captação direta de recursos privados nos mercados

de capitais, contornando o “tradicional” crédito bancário. As famílias se integram profundamente à esfera financeira, principalmente como devedoras, mas também como detentoras de ativos. Os bancos aumentam sua influência na economia, sendo mediadores desta ampliação do escopo de transações financeiras realizadas em mercado, além de massificar e expandir o crédito às famílias (ORHANGAZI, 2008; LAPAVITSAS, 2011).

Como a Petrobras se constitui como uma firma do setor de empresas não-financeiras, faz-se necessário compreender a fundo as particulares expressões da financeirização neste grupo de agentes. Há um extenso estudo desta temática na literatura acadêmica, em que se destaca a compreensão da estratégia de maximização do valor do acionista (AGLIETTA, 2000; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2003). Portanto, agora faz-se necessário compreender mais a fundo de que maneira se constrói este aumento da participação e relevância da esfera financeira nas firmas não-financeiras, no âmbito de um novo regime de acumulação financeirizado.

3 FINANCEIRIZAÇÃO DE EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS

3.1 SENDAS ANALÍTICAS

A ascensão da financeirização, colocando a finança em uma posição de hegemonia dentro do capitalismo atual, vem afetando diversas esferas. Como ilustrado anteriormente, este movimento altera desde a gestão do dia-a-dia do trabalhador, substituindo a renda e o serviço público pelo crédito e endividamento, até a forma de operacionalidade e negócio dos bancos tradicionais. Portanto, da mesma forma, verifica-se também um relevante impacto da financeirização na forma de gestão da empresa corporativa, não-financeira.

A literatura acerca deste processo na esfera corporativa aponta como principal senda de análise a teoria do *shareholder revolution* (Revolução do Acionista - em tradução livre), em que a gestão das empresas não-financeiras foi tomada pela estratégia de maximização do valor ao acionista (AGLIETTA, 2000; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; VAN DER ZWAN, 2014). Outra senda analítica, que inclusive complementa e se assemelha em muito à compreensão da revolução do acionista, é a crescente assimilação de capacidades financeiras pelas firmas não-financeiras. Estas adquirem autonomia quanto às suas formas de financiamento, receita e gestão de ativos, deixando para trás a necessidade dos tradicionais bancos comerciais, entrando em cena os bancos de investimentos e a autonomização na coordenação destas funções (BOYER, 2005; LAPAVITSAS, 2009).

Neste capítulo, será dada atenção à literatura da financeirização de empresas não-financeiras (NFCs - *Non-Financial Corporations* / ENFs - Empresas Não-Financeiras) e aos indícios já identificados no mercado doméstico brasileiro. Muito do desenvolvimento das teorias que debatem o avanço da financeirização sobre este setor foram formuladas analisando os contextos de países desenvolvidos. Portanto, o resgate de autores e quadros econômicos brasileiros ou de nações emergentes é fundamental para identificar as particularidades deste fenômeno em um ambiente de economia periférica.

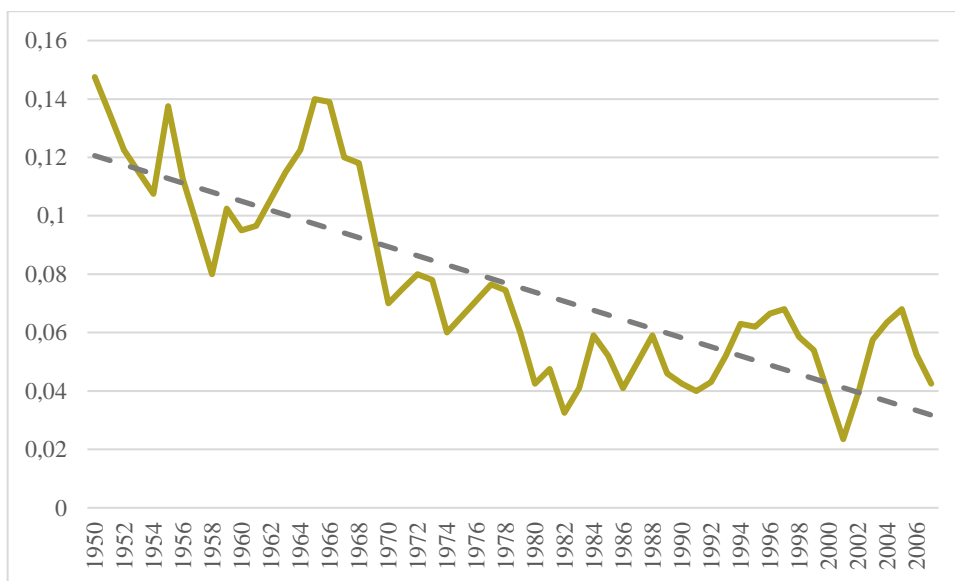
3.2 MAXIMIZAÇÃO DO VALOR AO ACIONISTA

O processo de financeirização alterou a estrutura de capital, de controle e de propriedade nas empresas não-financeiras (CROTTY, 2003). Esta transformação se verifica a partir do aumento da presença da esfera financeira na estrutura acionária e de governança destas firmas. A elevação do peso e da influência dos investidores institucionais nas economias é uma das

manifestações desta metamorfose em curso (CHESNAIS, 2004). Tal crescimento em relevância deste grupo de agentes, principalmente notado a partir dos anos 1980, rendeu no desenvolvimento de novos modelos de governança corporativa, fundamentados na maximização de valor ao acionista e na lucratividade financeira (AGLIETTA, 2000; STOCKHAMMER, 2004).

A criação de uma estratégia corporativa voltada à finança não se tratou de uma ideia imposta às empresas nem de algo formulado teoricamente para somente depois ser aplicado à materialidade. Pelo contrário, derivou diretamente das contradições que o capitalismo monopolista dos anos 1970 se confrontava, com a estagnação econômica e a queda das taxas de lucro (BARAN; SWEEZY, 1966; SWEEZY, 1994). Como ilustrado na figura 3.1, as empresas não-financeiras estadunidenses saíram de um lucro de cerca de 14% em meados dos anos 60 para menos de 4% em 1982:

Figura 3.1 – Taxa de lucro (em %), após impostos, de empresas não-financeiras nos EUA – 1950 - 2007



*Linha pontilhada demonstra a tendência da série / Fonte: Smith e Butovsky (2012). Elaboração própria.

Aliado a isto, Lazonick e O'Sullivan (2000) ainda identificam o crescimento da competitividade externa, em especial a do Japão, em relação ao gigante mercado estadunidense, fragilizando as posições das firmas. Porém, uma mudança de postura em estratégia e governança corporativa já vinha sendo verificada na economia doméstica. Segundo Knafo e Dutta (2019), ainda nos anos 1960 os EUA viram surgir uma intensa gestão de *conglomerates* (conglomerados - em tradução livre). Estes teriam já traços iniciais de uma prática empresarial financeirizada, sintetizada em três características típicas destes conglomerados: 1) Contínua prática de

expansão de mercado fundamentada na fusão e aquisição; 2) Processos de reestruturação das firmas adquiridas pelos conglomerados eram focados nos setores com ativos valorizados e que elevasse o potencial de valorização do conglomerado nos mercados de capitais; 3) Alto nível de endividamento, em especial com operações de alavancagem (KNAFO; DUTTA, 2019). Portanto, a própria economia estadunidense, ainda nos anos 1960, já dava indícios dos tipos de práticas que viriam a ser características de uma gestão financeirizada.

A maximização do valor ao acionista (MVA) mudou a forma de gestão das empresas, assim como sua perspectiva de crescimento, investimento e governança para longo prazo. Lazonick e O'Sullivan (2000) indicam que o padrão das companhias não-financeiras, até meados dos anos 70, era a prática do “reter e reinvestir”. Trata-se de uma estratégia de longo prazo, que foca no reinvestimento em capital físico, como máquinas e ampliação da capacidade produtiva, e na extensiva qualificação de seus trabalhadores. Porém, a partir do choque dos anos 1970, em que a empresa monopolista se viu confrontada às condições adversas de queda das taxas de lucro e competição externa, adota-se o que vem a ser conhecido como a prática do “reduzir e distribuir” (SWEEZY, 1994; LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

O “reduzir e distribuir” é exatamente o oposto da estratégia anterior. Enquanto o “reter e reinvestir” busca a perspectiva de que a aplicação de seu capital trará uma taxa de retorno esperada futura que compense o investimento presente, o “reduzir e distribuir” foca em aumentar a taxa bruta de retorno econômico sobre o capital empregado através da valorização de seus ativos presentes (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000; JESUS; SARTI; FERREIRA, 2017). As medidas adotadas para efetivar esta estratégia financeirizada perpassam por diversos âmbitos, como a redução dos custos do trabalho, a concentração no *core business* (principal atividade econômica da empresa) e práticas financeiras e patrimoniais para elevar a receita no mercado de capitais (PLIHON, 2005; THOMPSON, 2013; MIRANDA; CROCCO; SANTOS, 2015).

A estratégia da maximização do valor ao acionista, guiada pelo “reduzir e distribuir”, se fundamenta no que se tornaram as boas práticas de Governança Corporativa (GC). Esta é uma estrutura voltada para o controle acionário disperso, que visa dar maior relevância e participação aos acionistas minoritários dentro da firma não-financeira.

3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E POR NÚMEROS

A Teoria da Agência, de Jensen e Meckling (1979), veio a respaldar as emergentes gestões de Governança Corporativa focadas no MVA. A teoria concebe a sociedade como uma rede de contratos, explícitos e implícitos, que determinam funções, direitos e deveres de todos os participantes, identificados como *stakeholders* (parte interessada - em tradução livre). Assumindo que há assimetria de informações entre os indivíduos e que o comportamento de cada um varia em relação ao outro, há a possibilidade de contínuos choques de interesse entre os participantes desta rede de contratos, denominados, conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1979).

De forma a minimizar os conflitos de agência, Jensen e Meckling (1979) indicam a necessidade de criar-se um mecanismo de governança corporativa nas firmas. Este órgão empresarial, se utilizando dos instrumentos do conselho de administração, do conselho fiscal e de auditorias externas, permite estabelecer regras para uma gestão eficaz e transparente. Estes conselhos e seus respectivos representantes devem ser eleitos a partir dos *stakeholders*, assim como a auditoria externa certificará a veracidade das decisões tomadas em relação ao patrimônio e ao capital da empresa (JENSEN; MECKLING, 1979).

O controle cedido aos *stakeholders* por meio dos conselhos, que aqui representam os acionistas minoritários, dispersos e de mercado, faria com que as respectivas decisões engendradas nesses espaços fossem capazes de reduzir os conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1979). A estrutura, a organização e a influência do mercado de capitais são utilizadas como as principais maneiras de resolução dos conflitos distributivos e de interesses na empresa não-financeira a partir da introdução da lógica da governança corporativa. A maior influência e controle do mercado financeiro na estrutura acionária, corporativa e controladora das firmas não-financeiras permite a finança a induzir as práticas e interesses deste setor ao seu “*global standard*”⁶ (CHANG, 2005). Cria-se assim um mercado de capitais com uma verdadeira força disciplinadora sob as decisões e práticas das empresas não-financeiras. A mudança é tão profunda que Chang (2005) identifica um mercado acionário não mais com o interesse e finalidade de financiar novos investimentos, mas sim de obter controle corporativo (*market for corporate control*).

⁶ O *global standard* desejável pelo mercado financeiro para as empresas não-financeiras é caracterizado por Chang (2005) como: 1) Estrutura acionária e de propriedade da empresa dispersa (oposta ao modelo tradicional concentrado em famílias etc.); 2) Busca por financiamentos diretamente no mercado de capitais com a abertura de capital e instrumentos correlatos (oposto à busca de financiamento e empréstimos no mercado bancário tradicional); 3) Mecanismos corporativos para alinhar os interesses, práticas e expectativas dos executivos aos interesses dos acionistas, criando uma administração guiada pela maximização de valor ao acionista.

O mercado de capitais, representado principalmente pelos investidores institucionais, teve que recorrer a novas formas de realinhar os interesses dos executivos das firmas. Como indica Boyer (2005), a abordagem da governança corporativa, em seu esforço de disciplinar as empresas não-financeiras, recorreu a novas formas de remuneração do corpo administrativo que estivessem ligados ao objetivo de maximização do valor ao acionista. Salários com base em índices de performance financeiros da companhia, principalmente relacionados à taxa de valorização dos preços das ações da empresa, e *stock-options*⁷ tornaram-se a forma padrão de remuneração para o corpo de executivos (BOYER, 2005; DOURADO, 2019).

As formas de influenciar a gestão e estratégia de empresas não-financeiras não se limitam a alinhar interesses diretos dos funcionários. Também se tornou fundamental analisar, precificar e classificar estas companhias com base em indicadores de desempenho financeiro (BOYER, 2000; CUSHEN, 2013). Por exemplo, em países emergentes, Francis et al. (2013) demonstra que o nível de assimilação e cumprimento dos padrões de mercado de governança corporativa afeta positivamente o acesso destas companhias à financiamentos.

Outro fator consolidado no mercado que contribui para o avanço da financeirização sob as firmas não-financeiras são as agências de classificação de crédito (*credit rating agencies*). As notas de confiabilidade de investimento e de financiamento dadas por estas empresas afetam desde a avaliação feita por instituições do mercado de capitais até acionistas individuais, influenciando a precificação acionária (BESEDOVSKY, 2017). Adicionado a isto, há também a recente prática de “governança por números”. Trata-se de uma abordagem que busca formular variáveis analíticas financeiras que sejam comparáveis mesmo entre empresas de diferentes setores de atividades econômicas, permitindo a ampliação da competição entre empresas por performance no mercado de capitais (BOYER, 2000; CUSHEN, 2013). Portanto, não condizer com os parâmetros esperados pelo mercado financeiro pode objetivamente prejudicar as condições materiais destas firmas, de forma que a financeirização torna-se um caminho lógico a ser trilhado.

3.4 EVIDÊNCIAS DA FINANCEIRIZAÇÃO

Todavia, faz-se necessário esclarecer um ponto de tensão na teoria: a financeirização das empresas não-financeiras é um processo dialético (LAPAVITSAS, 2013; KNAFO; DUTTA,

⁷ *Stock-Options* (opção de compra de ações - em tradução livre) são benefícios dados pela empresa aos seus colaboradores, de forma que estes recebem a possibilidade de compra das ações da própria companhia por um valor com desconto ou pré-fixado.

2019; MARX; ENGELS, 2021;). Não só em sua construção material, mas também na relação entre os proprietários financeiros, acionistas, e os ditos proprietários produtivos, que controlam a atividade econômica da companhia. Em primeira perspectiva, a literatura da maximização do valor ao acionista (MVA) traz a impressão de que a firma não-financeira está sendo somente compelida, praticamente forçada a se aprofundar no processo de financeirização. Porém, trata-se de uma construção material, em que há claros interesses e vantagens por parte dos acionistas e dos executivos das ENFs em adotarem o modelo financeirizado. Este arquétipo permitiu a superação da contradição da firma monopolista tradicional, tanto na limitação da sua expansão de capital quanto na crônica queda da taxa de lucro (SWEEZY, 1994; BOYER, 2005; DOURADO, 2019).

Da mesma maneira, a teoria da agência, de Jensen e Meckling (1979), nunca foi uma força acadêmica exógena que conseguiu modificar todo o funcionamento do mercado e das respectivas empresas. Consiste, de fato, como uma adequação e reconhecimento acadêmico da verificada transformação material do modo e da estratégia de gestão corporativa das empresas. Exemplo desta concomitante mudança é o que demonstram Knafo e Dutta (2019), resgatando a ascensão dos conglomerados que ocorria ainda nos anos 1960. Estes grandes grupos de empresas não-financeiras se expandiram através de práticas financeiras, como a utilização de intensa alavancagem para realizar uma agressiva estratégia de fusão e aquisição para ampliar mercado (KNAFO; DUTTA, 2019). Portanto, a história da financeirização das firmas não-financeiras não se trata de um mercado financeiro disciplinador que conseguiu impor todo seu regime de acumulação à economia capitalista. Trata-se da construção dialética material entre o mercado de capitais e este setor, que permitiu a superação de uma contradição econômica presente no modelo do capitalismo monopolista, que assim como toda transformação capitalista, provocou o surgimento de novas contradições.

Esta construção da financeirização neste grupo de empresas se funda em algumas estratégias e padrões já identificados pela literatura. Compreendendo que a firma contemporânea tem seu principal objetivo em aumentar a taxa bruta de retorno econômico sobre o capital empregado através da valorização de seus ativos presentes, pode-se avaliar algumas destas evidências que serão fundamentais para testar as hipóteses quanto à ocorrência da financeirização na Petrobras.

Uma característica marcante do desenvolvimento da financeirização em firmas não-financeiras é a redução da relevância do mercado bancário tradicional no financiamento. Corbett e Jenkinson (1997) demonstram esta transição nas economias da Alemanha e Japão, que eram

tradicionalmente referendadas como países com empresas que se financiavam principalmente a partir de bancos, para um modelo de financiamento interno, cada vez menos dependente deste setor bancário comercial tradicional.

Esta transformação é relevante no panorama de que estas firmas não-financeiras estão substituindo a tomada de financiamentos de longo prazo através do crédito bancário pela captação direta nos mercados de capitais. Lapavtisas (2011) pontua que, no panorama da financeirização, cada vez mais as empresas não-financeiras, em especial as de grande escala, adquirem estas capacidades financeiras. Rethel (2010) evidencia empiricamente este novo padrão na Malásia, que de 1998 a 2006 passou por uma completa modificação, saindo de um mercado empresarial que predominantemente tomava empréstimos para um que hoje essencialmente emite títulos para se financiar.

Ainda assim, é fundamental levar em consideração o ambiente institucional e a estrutura e amplitude do mercado de capitais do país. O Brasil tem um mercado de capitais ainda muito incipiente, de maneira que empresas domésticas veem a necessidade de se financiar no mercado aberto no exterior. Isto é ilustrado pelo relatório *Global Development Finance* do Banco Mundial (2007), onde é evidenciado que, de 2002 a 2006, 422 empresas de países em desenvolvimento emitiram títulos no mercado aberto, sendo a primeira vez de 348 destas companhias.

Nesta toada, de uma assimilação cada vez maior de práticas financeiras pelas próprias companhias não-financeiras, há também uma crescente na utilização de produtos financeiros. Além da transição para o financiamento através do mercado aberto trazer uma familiaridade às empresas não-financeiras com a gestão de ativos financeiros, a internacionalização da produção, a partir da expansão atividade exportadora, é também uma das causas desta consequente financeirização das empresas não-financeiras.

Decorrente do acesso às variadas moedas nacionais, as ENFs acabam por operar nesses diferentes mercados financeiros para obter financiamento e para praticar operações de *hedge*⁸, a fim de suplantar o risco cambial envolvido nessas transações produtivas e comerciais (BONIZZI; KALTENBRUNNER; POWELL, 2019). Isto acaba por resultar em novas oportunidades de rentabilidade financeira através de produtos financeiros, como os derivativos

⁸ *Hedge* é uma estratégia de investimentos que tem o objetivo de proteger o valor de um ativo – uma ação, uma moeda ou outros – contra a possibilidade de variações futuras. Também é conhecido como “cobertura”.

e outros instrumentos utilizados para *hedge*. Evidenciando esta familiaridade, Rossi Júnior (2007) demonstra que no mercado brasileiro a utilização de derivativos cambiais, por parte de empresas não-financeiras, se tornou comum a partir da adoção da taxa de câmbio flutuante na metade final dos anos 1990.

A crise financeira global de 2008 expôs muito destas oportunidades de rentabilidade financeira que estavam sendo exploradas pelas firmas não-financeiras. O ambiente de incerteza econômica levou à fuga de capitais do Brasil para os EUA, resultando na valorização do dólar frente ao real, de forma que as apostas especulativas destas empresas com os instrumentos de *hedge* produziram efeitos negativos. As três maiores perdas no Brasil, em ordem decrescente, foram: 1) Aracruz (Celulose), US\$ 2.130 bilhões; 2) Grupo Votorantim (Diversificado), US\$ 1.040 bilhão; 3) Sadia (Alimentos processados), US\$ 360 milhões (FARHI; BORGHI, 2009).

Portanto, a estratégia de utilização de derivativos cambiais não servia apenas como *hedge*, mas se tornou uma prática de uma gestão agressiva das empresas não-financeiras para alavancar o crescimento e a geração de receita. Este cenário não foi atípico e único nas três, como demonstra o estudo de Rossi Júnior (2013), que evidencia as posturas especulativas e de *selective hedging*⁹ através de derivativos cambiais de 54 empresas brasileiras durante e após a crise de 2008. A prática também é notada no estudo de Farhi e Borghi (2009), que, além de evidenciar casos brasileiros, também identificam o mesmo quadro em companhias na China e no México.

Crotty (2003) levanta o ponto da ascensão da participação acionária dos investidores institucionais no quadro destas empresas. Este crescimento leva ao aumento da influência do mercado de capitais na administração corporativa, assim como o peso do interesse deste grupo nas decisões. Nesta transformação do corpo de acionistas, reside uma das principais formas de introdução da estratégia de maximização do valor ao acionista (MVA). Alvarez (2015) também indica o relevante papel dos investidores estrangeiros nesta mutação, em que se identifica como um indício do avanço da financeirização sob a companhia.

Este crescimento de representantes do mercado de capitais, em especial investidores institucionais e estrangeiros, na estrutura acionária das empresas também possibilita a introdução de mecanismos mais imediatos de repartição do lucro. Na toada da estratégia de maximização do valor ao acionista, a distribuição de dividendos assume um papel central como

⁹ *Selective Hedging* se trata de um uso misto do portfólio de instrumentos para proteção contra variação futura. Este uso misto se funda em utilizar parte dos ativos financeiros em carteira para especulação e obtenção de receita financeira, não cumprindo assim a finalidade principal de cobrir e reduzir riscos futuros.

forma de elevação do preço da ação na bolsa de valores. Orhangazi (2008) ilustra a contínua ascensão dos pagamentos de dividendos nas empresas não-financeiras estadunidenses em uma janela de 50 anos, de 1973 a 2003. Miranda, Crocco e Santos (2015) identificam o mesmo padrão de repartição do lucro no mercado brasileiro, saindo de cerca de 2 bilhões e meio de reais distribuídos em 1995 para aproximadamente R\$ 29 bi em 2007.

A estratégia de contínua redução dos custos do trabalho torna-se primordial às empresas financeirizadas (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; THOMPSON, 2013). A maleabilidade da despesa com salários, e a possibilidade de acúmulo de funções, permite a redução destes custos, de maneira que as margens de lucro são afetadas positivamente. A possibilidade de corte imediato, trazendo resultado financeiro em curto prazo, e as inúmeras maneiras de realizar e otimizar este custo (através do acúmulo de funções, elevação das horas trabalhadas, e até redução dos salários), são vantajosas características do trabalho que permitem a melhora da performance financeira e da firma financeirizada (DASGUPTA, 2013; CUSHEN; THOMPSON, 2016).

Por fim, associado também à perspectiva de corte de gastos e elevação da eficiência, há a concentração das atividades da firma no *core business*. Isto é, reorganizar a estrutura de atividade econômica da empresa em torno do principal negócio da companhia. Plantas industriais ou setores de serviços que não estejam diretamente integrados e atrelados à cadeia produtiva da principal atividade econômica são liquidadas ou terceirizadas (MIRANDA; CROCCO; SANTOS, 2015). Plihon (2005) indica que a redução do tamanho da empresa atende aos interesses dos investidores externos, pois empresas concentradas em conglomerados dificultam o controle pelo mercado de capitais, elevando custos de monitoramento e o risco de desvalorização da estratégia voltada ao acionista. Jesus e Ferreira (2021) já demonstram esta tendência na própria Petrobras, que reduziu a níveis irrisórios os investimentos em outros setores que não estivessem relacionados à extração de petróleo. A perspectiva é reorganizar o processo de produção, elevando a rentabilidade do capital investido e o retorno aos acionistas, seja através da terceirização ou da liquidação destes ativos da companhia.

A compreensão destas tendências, evidências e padrões do desenvolvimento da financeirização em firmas não-financeiras serão fundamentais na avaliação deste processo na Petrobras. Identificar estes pontos focais que denotam o caráter de uma gestão focada na maximização do valor aos acionistas e que organiza os ativos da companhia de acordo com as possibilidades de

lucratividade financeira serão fundamentais para evidenciar a infiltração da finança na administração empresarial da estatal brasileira.

Ainda assim, é necessário um último passo, de compreender o contexto econômico a qual o Brasil está sujeito. A financeirização tem suas particularidades de país a país, não só pelos diferentes desenvolvimentos históricos, políticos e ambientes institucionais, mas também pela relativa posição da nação na relação centro-periferia do capitalismo (LAPAVITSAS; POWELL, 2013). Portanto, o próximo capítulo analisará mais a fundo as especificidades do processo de financeirização em um país como o Brasil, no que hoje é identificado como financeirização subordinada.

4 FINANCEIRIZAÇÃO SUBORDINADA

4.1 CONTEXTO PERIFÉRICO

A financeirização que se instaura no Brasil não deve ser compreendida como o mesmo processo que ocorre nos Estados Unidos e em outros países desenvolvidos. Reconhecer o Brasil enquanto um país com posição periférica ao capitalismo, com um tipo de inserção internacional que subordina sua autonomia econômica é essencial para compreender as particularidades que o processo da financeirização adquire no ambiente econômico brasileiro.

Os países mais centrais ao capitalismo, como Reino Unido e Estados Unidos, apresentam uma trajetória diferente do desenvolvimento da financeirização quando comparada ao quadro brasileiro. Estes grupos de nações têm como tendência principal a financeirização baseada na inflação dos ativos financeiros. Adicionalmente, o fenômeno predominantemente advém do setor privado e somente após acaba por afetar outras esferas da economia doméstica destes países (EPSTEIN, 2005; LAPAVITSAS, 2013; VAN DER ZWAN, 2014).

Os países periféricos, como o Brasil e outras nações emergentes, têm sua financeirização guiada pelo rendimento dos juros, sustentado pelo crescimento da dívida pública. Este é um ambiente macroeconômico fundamentado em taxas de juros elevadas, definidas pelos respectivos bancos centrais para lidar com as restrições externas derivadas da dinâmica de inserção financeira internacional do país na relação centro-periferia (PAINCEIRA, 2008; BECKER et al, 2010; BONIZZI, 2013). Além disso, a utilização da moeda doméstica como ativo financeiro especulativo também se destaca como parte do quadro de financeirização destas nações, devido à volatilidade endêmica desta unidade monetária entre países periféricos (BORTZ; KALTENBRUNNER, 2017).

O impacto da financeirização no Brasil se diferencia do que é visto em países desenvolvidos não só pelo seu ambiente institucional, mas também pelo seu desenvolvimento histórico enquanto um país exportador de *commodities* na divisão internacional do trabalho. Isto traz implicações não somente no desenvolvimento econômico, mas também na forma de inserção internacional a qual o Brasil se sujeita. Para compreender melhor este quadro, e como se engendra a relação periférica do país com a financeirização, é necessário compreender um padrão da organização monetária internacional, que é a hierarquia de moedas.

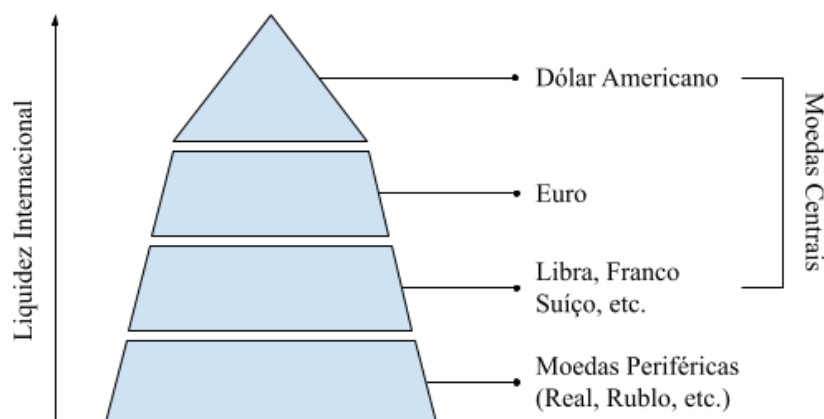
4.2 HIERARQUIA DE MOEDAS

A hierarquia entre moedas é a atual forma de organização da esfera de circulação do capital, em que há um necessário consenso de mercado em torno de uma moeda nacional para que seja utilizada como moeda mundial, permitindo pagamentos comerciais entre diferentes nações, assim como a transferência de valor entre diferentes corporações (LAPAVITSAS, 2016). Esta convenção se fundamenta na relação desigual de poder econômico, assim como a consequente capacidade da referida moeda nacional priorizada em cumprir com as funções de moeda, que nomeadamente são três: 1) unidade de conta; 2) meio de troca; 3) reserva de valor.

A posição de cada moeda nesta hierarquia será determinada na capacidade e garantia de que pode servir de forma constante e consistente as funções denotadas. Conti, Prates e Plihon (2014), também destacam outros dois pontos fundamentais que estruturam a hierarquia, que estão correlacionados com a capacidade de cumprimento da função moeda: 1) A dimensão (em peso e relevância econômica) da economia emissora e sua relativa integração comercial e financeira com o restante do mundo; 2) O poder político do país no cenário internacional e sua capacidade de organizar este panorama em seu favor.

A literatura apresenta então que as moedas domésticas que conseguem performar estas finalidades no âmbito internacional serão consideradas centrais, enquanto as que somente conseguem exercer somente uma ou nenhuma destas utilidades serão periféricas (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). A figura 4.1, logo abaixo, ilustra como está posta esta hierarquia atualmente:

Figura 4.1 – Hierarquia entre moedas na organização monetária internacional pós-crise de 2008



Fonte: Conti, Prates e Plihon (2014). Elaboração própria.

Esta hierarquia acaba por fragilizar moedas nacionais periféricas, como o Real, principalmente em um cenário de globalização financeira¹⁰. O primeiro impacto desta integração e da consequente desigual relação da hierarquia de moedas é a escolha de portfólio dos agentes. Esta é principalmente fundamentada no *trade-off* entre liquidez e rentabilidade. Como as moedas periféricas e os ativos financeiros nela denominados não possuem liquidez de divisa, não há também uma “demanda cativa” por essas moedas e ativos em âmbito internacional (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). O resultado desta dinâmica é uma volatilidade exacerbada, como indicam Conti, Prates e Plihon (2014, p. 361):

Essa demanda tem um caráter preponderantemente especulativo, surgindo com intensidade nos momentos de “apetite pelo risco” da economia internacional, mas desaparecendo com a mesma intensidade quando ressurgir um ambiente de “aversão ao risco” ou de “fuga para a qualidade” por parte dos investidores globais.

Esta volatilidade inerente às moedas periféricas, derivada do modo de organização monetária mundial e da respectiva posição e forma de integração financeira e inserção internacional desses países, é o que fundamenta e cria a diferenciação entre a financeirização periférica e a que se verifica nas nações centrais ao capital. Este ambiente macroeconômico incerto, potencializado pela livre mobilidade de capitais defendida pelo Consenso de Washington e implementada no Brasil com o Plano Real, fará com que o país tenha que se ater a construir instrumentos e políticas de salvaguarda contra a volatilidade da moeda (FILGUEIRAS, 2000). Este quadro se configura em uma verdadeira restrição externa, que se traduz desde o elevado padrão de juros através destas economias até o acúmulo de reservas internacionais (DOURADO, 2019).

4.3 EVIDÊNCIAS DA FINANCEIRIZAÇÃO NA PERIFERIA

A presente configuração da hierarquia de moedas esculpe uma relação de subordinação entre as nações. Powell (2013) indica que a financeirização subordinada é fruto desta estrutura capitalista que impõe condições materiais favoráveis aos países desenvolvidos em detrimento das condições aos países emergentes e em desenvolvimento. Desta forma, ainda que os países periféricos passem por processos semelhantes aos dos países centrais, como a própria financeirização, esta condição de transformação do padrão de desenvolvimento será mediada

¹⁰ Utiliza-se o conceito “globalização financeira” nos termos definidos por Conti, Prates e Plihon (2014, p. 342): “[...] refere-se, basicamente, a dois processos: no âmbito interno, a liberalização financeira, que promove a abolição dos limites entre os diversos segmentos dos mercados financeiros e estimula um processo de interpenetração desses com os mercados monetários; do ponto de vista externo, a integração desses mercados monetários e financeiros domésticos aos mercados globalizados, como fruto da crescente mobilidade de capitais” (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, p. 342).

pela situação de dependência estrutural (POWELL, 2013; DOURADO, 2019). Disto surgem as especificidades da financeirização subordinada.

O padrão de fluxos de capitais para países em desenvolvimento se modificou drasticamente por conta da nova dinâmica de integração financeira internacional. Os anos dourados do capitalismo, do pós-guerra ao fim da década de 70 e início dos 80, foram marcados por um fluxo contínuo de exportação de capitais de economias desenvolvidas em direção aos países subdesenvolvidos, no que foi um período de expansão de novas empresas multinacionais, principalmente estadunidenses (BAMBIRRA, 2013). A década de 1990 muda completamente este panorama, no que Gabriele et al. (2000) indicam ser um padrão elevado, crescente e imprevisível.

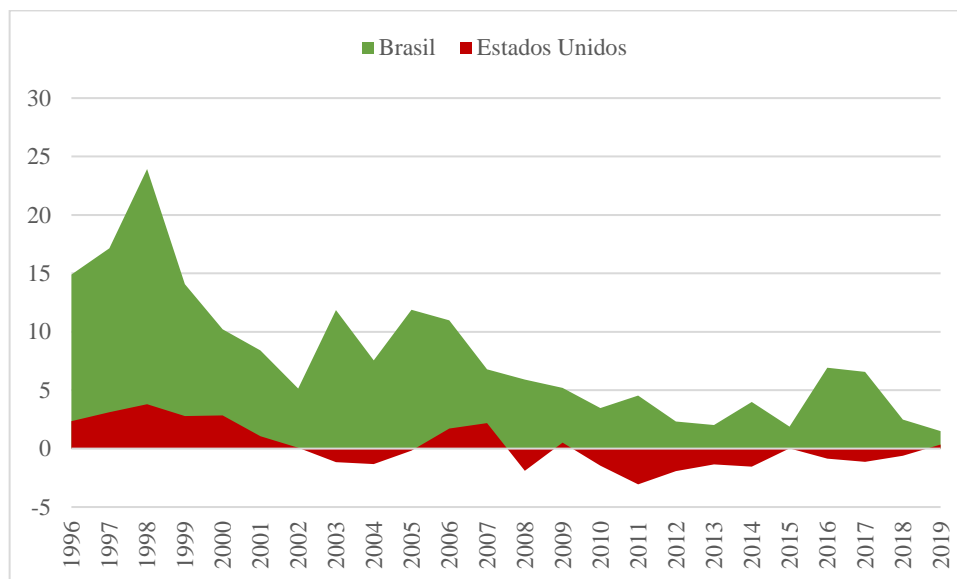
Teles (2012) indica que ainda que o volume de capital entrante nestas economias tenha se elevado, estes processos normalmente são realizados através de fluxos de curto prazo que beneficiam poucos setores da economia doméstica dos países periféricos. Demir (2007) relata como estas entradas são predominantemente compostas por investimentos especulativos, que visam retornos rápidos e possuem uma natureza volátil, sendo assim frágeis a qualquer deterioração das condições macroeconômicas. A ampliação da globalização financeira e comercial, que eleva o volume padrão de fluxos de capitais entre economias, produz assim uma nova forma de relação entre centro e periferia.

Estes fluxos entrantes, que à primeira vista parecem ser benéficos, na verdade exacerbam a dinâmica volátil da moeda doméstica, como é o caso do Real. Exemplo disto foi a fuga de capitais dos países emergentes durante os primeiros 60 dias da crise econômica provocada pela pandemia da COVID-19: US\$ 83 bilhões foram retirados destas economias emergentes e retornados aos ativos financeiros em países desenvolvidos, sendo 18,3 bilhões de dólares correspondentes à economia brasileira (SCHIPANI; WHEATLEY, 2020). Isto teve um claro impacto no Real, que foi a moeda dentre os emergentes que mais se desvalorizou durante a pandemia, atingindo uma perda de 24% em seu preço frente ao dólar (NALDIS, 2021).

Esta exacerbção da volatilidade da moeda então tem que ser administrada por este grupo de países, no que vem se configurando como uma verdadeira restrição externa e limitação à capacidade econômica do estado periférico. Dois instrumentos e políticas principais foram adotados quase que unanimemente entre estas nações: 1) Elevado patamar de juros básico da economia definido pelo respectivo banco central; 2) Acumulação de reservas internacionais.

Como indica Becker et al. (2010), os juros elevados se constituem enquanto um padrão entre economias periféricas, visando assim atrair fluxos de capital, principalmente financeiro, através do diferencial de juros entre estas economias e o centro. Desta maneira, a política monetária paradigmática focou-se na manutenção de uma elevada e constante taxa de juros real positiva, que consiga compensar o risco de baixa liquidez da moeda, atingindo assim a expectativa de prêmio do mercado financeiro internacional. Este padrão pode ser facilmente identificado no Brasil, como ilustra a figura 4.2:

Figura 4.2 - Taxas de juros reais no Brasil e nos Estados Unidos, em % (1996 – 2019)



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos e Banco Mundial. Elaboração própria.

A taxa de juros real brasileira se manteve sistematicamente positiva e acima do índice americano, que encontra relativa estabilidade em um juro real próximo a zero, ainda obtendo uma sequência de anos em um patamar negativo. Porém, a atração de capitais via rendimentos dos juros da dívida pública não se demonstra suficiente para administrar todo o risco da volatilidade das moedas periféricas. Após a série de crises cambiais e em mercados financeiros domésticos, como a do México e a dos “Tigres Asiáticos”¹¹ em 1994, e a da Rússia em 1998, ficou claro que era necessário ter alguma outra forma de controlar tempestivamente a volatilidade da moeda, principalmente em cenários de ataques especulativos (FILGUEIRAS, 2000). Nesta toada surge o instrumento das reservas internacionais.

¹¹ O termo “tigres asiáticos” se refere a quatro países emergentes da região asiática que obtiveram sucesso em um modelo de desenvolvimento industrial e econômico a partir dos anos 1970. Tratam-se dos casos de Cingapura, Coreia do Sul, Hong Kong e Taiwan.

A busca pela acumulação de superávits na balança de pagamentos tornou-se um objetivo primordial para as economias periféricas. A obtenção deste excedente monetária permite ao país adquirir divisas, como o dólar, concretizando a acumulação de reservas internacionais. Este montante de dólares acumulado pelos países, normalmente investidos em títulos da dívida estadunidense, possibilita a ação direta do Banco Central em casos de intensa volatilidade da moeda, principalmente em cenários de desvalorização, ao injetar dólares no mercado cambial, retomando um nível desejável de liquidez.

O problema desta acumulação de reservas é que ela corresponde a uma saída líquida de capitais dos países emergentes em direção às economias desenvolvidas, em especial a dos Estados Unidos, por ser emissora do dólar, a moeda *quasi-mundial*¹² (BORTZ; KALTENBRUNNER, 2017). Como indica Teles (2012), os países em desenvolvimento se submetem a pagar uma taxa por sua participação nos mercados internacionais. Este cenário inverte completamente o padrão de direção dos fluxos de capitais identificados nos anos dourados, para um de exportação líquida dos periféricos aos desenvolvidos.

Um grande volume de nações periféricas agora serve de credoras para a principal potência hegemônica. Paineira (2009) identifica que esta elevação do volume dos fluxos de capitais e sua inversão no direcionamento são provas materiais da financeirização das economias de renda média. Porém, como indicam Panitch e Gindin (2005), esta troca de papéis não deve ser verificada como uma fragilidade e decadência americana. Pelo contrário, estes fluxos de capitais entrantes na economia estadunidense são indicativos de seu poderio financeiro. A liquidez e segurança dos ativos americanos, com os títulos de dívidas americanos servindo como forma de entesouramento e reserva monetária de outras nações, fortalece o dólar americano enquanto moeda mundial, assim como dá proeminência ao seu setor financeiro frente aos sistemas de outros países (PANITCH; GINDIN, 2005; TELES, 2014).

Desta forma, a implementação do arcabouço do Plano Real, que liberalizou o mercado financeiro e a conta de capital, permitiu a construção do atual padrão de financeirização do Brasil, guiado pela elevada rentabilidade dos juros (BRUNO; CAFFÉ, 2017). Esta particularidade da financeirização subordinada brasileira trará diversas implicações no

¹² O termo “*quasi-mundial*” refere-se ao dólar pós-quebra do Acordo de Bretton Woods. Como antes o ouro servia como paridade mundial, com o fim do acordo foi necessário criar um consenso em torno de uma nova moeda que servisse de correspondente para transações comerciais internacionais. Devido a relevância da economia estadunidense, tanto em volume do Produto Interno Bruto, quanto da sua participação no comércio internacional, o dólar americano tornou-se a principal moeda utilizada para se transacionar no mercado internacional.

comportamento de empresas não-financeiras, como a Petrobras. A volatilidade do Real terá que ser administrada por este setor por meio dos instrumentos financeiros de hedge, aproximando ainda mais a gestão dos ativos da companhia aos padrões do mercado de capitais. Não obstante, o elevado padrão de juros também será prejudicial às companhias presentes no país, que em muitas vezes terão que abrir filiais externas a fim de obter financiamento externo. Crédito esse que, ainda que possa sair mais barato, não será comparável às taxas de companhias sediadas em países desenvolvidos, pela avaliação de risco inerente às empresas de países periféricos devido ao instável ambiente macroeconômico. Portanto, compreender estas particularidades permitirá identificar se estes mesmos padrões estão presentes na gestão financeira da Petrobras, a fim de verificar a forma de financeirização desta companhia estratégica.

5 HISTÓRIA DA PETROBRAS PRÉ-2015

5.1 APRESENTAÇÃO HISTÓRICA

O momento de assinatura da Lei nº 2.004/53 marca a criação da Petrobras. A rubrica do então presidente à época, Getúlio Vargas, visava dar ao Brasil uma estatal capaz de gerar cadeias produtivas em seu entorno, propagando o desenvolvimento industrial do país. Lógico, há de se pontuar que esta assinatura não foi uma ideia genial de Vargas, mas sim uma construção histórica e política com intensa participação do povo. Como indica Moraes (2013), a formulação da Petrobras foi resultado de um ciclo de disputas ideológicas e políticas de três décadas até sua incorporação no dia 3 de outubro de 1953. A campanha do “Petróleo é Nosso”, que exigia a estatização e monopólio do mercado petrolífero brasileiro, foi um movimento de massas que perpassou desde a classe de trabalhadores até os movimentos estudantis da época (DIAS; QUAGLINO, 1993). O embate do interesse nacional com os interesses privados, principalmente estrangeiros, foi acirrado a níveis de gigantes empresas privadas do exterior, como a *Standard Oil*, buscarem interromper qualquer esforço brasileiro de financiamento para o desenvolvimento de um parque industrial petrolífero nacional e estatal (DIAS; QUAGLINO, 1993; MORAIS, 2013). Portanto, a luta política e o embate pela defesa de interesses de classes já estão presentes na Petrobras desde o seu surgimento, de modo que compreender suas transformações não se trata somente de evidenciar estratégias empresariais, mas também a agenda e contexto político de um tempo.

Visando ater-se ao debate da financeirização, este capítulo da história da Petrobras pré-2015 terá como prioridade resgatar a trajetória da estatal que estejam relacionadas à temática da propriedade acionária, da estratégia e modo de gestão, e do papel da petrolífera para o desenvolvimento econômico do Brasil. A seguinte divisão entre uma história pré-2015 e outra pós-2015 foi formulada pela identificação de que este ano foi um divisor de águas, não só na política brasileira, mas na estratégia e forma de gestão da Petrobras. Este ponto de inflexão será melhor detalhado no próximo capítulo 6, a “História da Petrobras Pós-2015”.

5.2 ANOS 1990

Os anos de 1990 foram turbulentos para a Petrobras, em meio à escalada da agenda neoliberal, principalmente nas figuras dos presidentes Fernando Collor de Mello (1990-1992) e Fernando Henrique Cardoso (1995-2003). A implementação de sucessivos planos de estabilização econômica, como o Plano Collor e Real, vinha rotineiramente acompanhados de programas de

desestatização e quebras de monopólio. A Petrobras não passou imune por esta agenda, tendo que se reajustar às novas regras do mercado petrolífero brasileiro, principalmente a partir da Emenda Constitucional nº 9, de 9 de novembro de 1995, que permitiu a quebra do monopólio da Petrobras sob a exploração do petróleo, sendo efetivada em 1997 com a promulgação da Lei nº 9.478/97.

A Lei nº 9.478/97 de 6 de agosto de 1997 é comumente conhecida como a Lei do Petróleo. Sua finalidade foi a quebra do monopólio de exploração do petróleo por parte da Petrobras, que tinha essa exclusividade até aquele momento. O governo ficava assim autorizado a contratar empresas, sejam elas públicas ou privadas, para participar das negociações das atividades econômicas antes reservadas à Petrobras (BRASIL, 1997). Estas incluíam atividades como: importação; exportação; produção; exploração; refino; e transporte de derivados.

A lei também dispunha da reestruturação regulatória do mercado petrolífero, criando alguns órgãos como: 1) o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), que assessorava a presidência quanto à políticas e diretrizes para o setor energético; 2) a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), cuja função era regular o mercado petrolífero brasileiro, assegurando os termos de competitividade e redução do monopólio estatal, defendido pela agenda de abertura comercial do Governo FHC; 3) o Regime Aduaneiro Especial para a Indústria do Petróleo (REPETRO), que serviu como uma flexibilização tributária que dispensa de qualquer imposto a importação de equipamento destinados à exploração e produção petrolífera *offshore*¹³ (BRASIL, 1997).

A redução da participação foi conseguida através da quebra do monopólio, ainda que muitos dos campos de exploração foram leiloados em parcerias, às vezes desproporcionais, da Petrobras com outras empresas do setor privado (RIBEIRO; NOVAES, 2014). Um destes casos emblemáticos foi o projeto de Marlim, na Bacia de Campos, em que a Petrobras aplicaria 5 bilhões de reais, enquanto seus parceiros injetaram cerca de R\$ 140 milhões, ainda que estes últimos tivessem direito a um terço dos lucros oriundos da exploração (BIONDI, 1996).

Nesta toada de quebra de monopólio, visando transmitir controle de mercado ao setor privado, o Governo FHC também estruturou dois grandes processos de venda de ações da companhia, reduzindo a participação da União na estrutura e controle acionário. O primeiro foi realizado

¹³ O termo *offshore*, quando utilizado no contexto da indústria petrolífera, indica um modo de exploração e produção de petróleo feita no mar, diferente da extração realizada em terra (*onshore*).

também em 1997, quando foram vendidas ações excedentes da Petrobras. Isto é, todas que ultrapassassem o mínimo necessário de 50% mais uma das ações com direito a voto. A venda foi efetuada pelo BNDES através da Bolsa de Valores de São Paulo, no que foi liquidado cerca de 31,7% das ações ordinárias e 9,2% das ações preferenciais, totalizando uma venda de mais de 2 bilhões de ações (SALOMON, 1997; RIBEIRO; NOVAES, 2014). O segundo processo de venda acionária da companhia foi realizado em 2000, principalmente através da Bolsa de Valores de Nova Iorque. Foram vendidas 179.639.300 ações ordinárias, sendo 108.345.748 na NYSE. Todas de propriedade da União Federal, no que, na época, reduziu a sua participação acionária para 32,53% do capital social e 55,71% do capital votante (RIBEIRO; NOVAES, 2014). Este período do Governo FHC introduziu uma forte participação privada no capital da Petrobras, que continuaria como tendência anos depois.

Concluindo esta janela histórica, outra consequência marcante do Governo FHC e sua gestão sob a Petrobras foi o fim da política de substituição de importações adotada pela petrolífera (RIBEIRO; NOVAES, 2014). Desde sua formação, com a assinatura de Vargas em 1953, um dos principais papéis da estatal brasileira era estimular e desenvolver a indústria de bens de capital no Brasil, de forma que este setor viesse a se tornar nacional e apto para fornecer produtos aos massivos projetos da Petrobras, como refinarias e infraestrutura (MARTINS, 2002; SILVA; FURTADO, 2006). Com o fim desta prática, o setor doméstico de bens de capital ficou ainda mais exposto e frágil à competitividade por conta da liberalização comercial e financeira realizada à época. A mudança foi tão radical que já no ano de 1999, somente uma unidade de produção, de 12 encomendadas pela Petrobras, estava sendo construída no país (FURTADO; MARZANI; PEREIRA, 2003; RIBEIRO; NOVAES, 2014).

Em síntese, os anos 1990 foram marcados pela imposição da agenda econômica neoliberal no Brasil, perpassando por todos os governos, Collor, Itamar e Franco (FILGUEIRAS, 2004; RODRIGUES; JURGENFELD, 2021). Este arcabouço se fundamenta na promoção do setor privado como principal vetor de crescimento econômico, de forma que as práticas comuns giram em torno de privatizações de empresas estatais, desregulação e liberalização da economia, principalmente no âmbito comercial e financeiro (FILGUEIRAS, 2004). A Petrobras não passou impune nesta fase da história do desenvolvimento econômico brasileiro, ainda que não tenha sido totalmente privatizada como as estatais Vale do Rio Doce e Telebrás. Mas sofreu profundas mudanças, tanto em sua organização acionária, dando mais espaço ao setor privado, em especial estrangeiro, quanto vendeu ativos e subsidiárias no período, privatizando a empresa em pequenas partes (RIBEIRO; NOVAES, 2014). Portanto, fica claro como os anos 90 e início

dos 2000 foram um dos primeiros passos rumo à uma gestão cada vez mais financeirizada. Trajetória esta que momentaneamente retirou de cena o papel da Petrobras como uma agente do desenvolvimento produtivo, econômico e social do Brasil.

5.3 ANOS 2000

A política de compras da Petrobras, estabelecida pelo Governo FHC, que reduziu os estímulos da estatal ao desenvolvimento de cadeias produtivas nacionais, foi um ponto focal de contestação no ambiente eleitoral de 2002 (RIBEIRO; NOVAES, 2014). A nacionalização das compras pela petrolífera brasileira tornou-se uma promessa de governo do então candidato à presidência, Luiz Inácio Lula da Silva (SILVA; FURTADO, 2006).

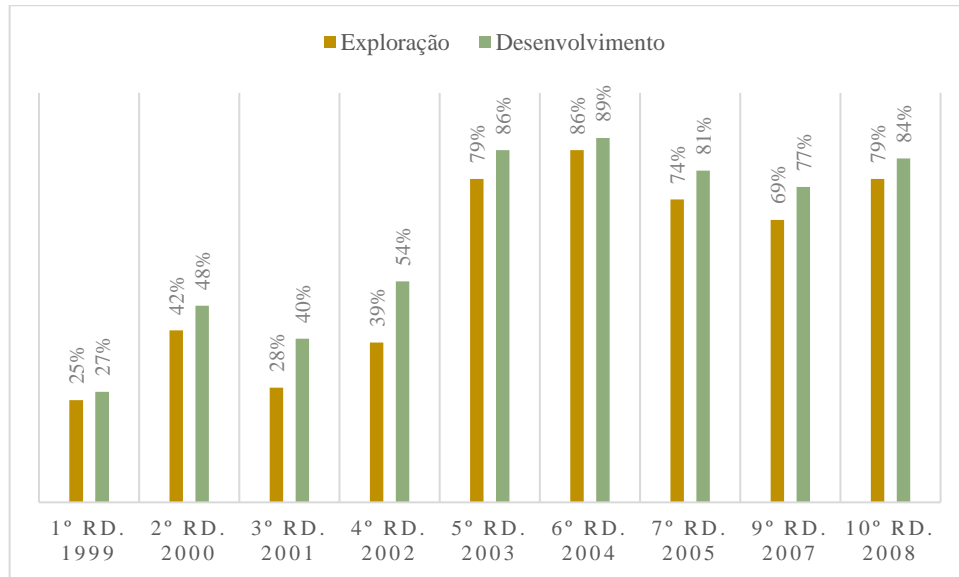
Após sua eleição e posse, o Governo Lula logo teve que enfrentar o debate das políticas de compras da Petrobras. A decisão de qual seria a empresa vencedora do processo licitatório das plataformas P-51 e P-52, em janeiro de 2003, foi objeto de intensa revisão por parte do governo como forma de demonstrar seu engajamento com a defendida pauta de nacionalização das compras (RIBEIRO; NOVAES, 2014). A questão só foi ser resolvida no mesmo dia de instituição do Programa de Mobilização da Indústria Nacional de Petróleo (PROMINP)¹⁴, no que foi uma decisão favorável a uma empresa da indústria nacional e que daria o tom para o restante da estratégia estatal para o setor petrolífero nos governos petistas (SILVA; FURTADO, 2006).

O Programa de Mobilização da Indústria Nacional de Petróleo (PROMINP) tinha o objetivo de estimular e criar oportunidades para indústria para-petroleira nacional através dos empreendimentos de Exploração e Produção (E&P) da Petrobras no Brasil e no exterior (SCHUTTE, 2021). Instituiu-se uma efetiva política de conteúdo local¹⁵ (CL) no país, principalmente expressa nas médias das cotas presentes nas rodadas de licitações para E&P organizadas pela ANP, como demonstra a figura 5.1:

¹⁴ O PROMINP foi lançado pelo Governo Lula em 19/12/2003 a partir do Decreto nº 4.925. O seu artigo 1º já indica claramente a finalidade do programa: “Fica instituído o Programa de Mobilização da Indústria Nacional de Petróleo e Gás Natural – PROMINP, que visa fomentar a participação da indústria nacional de bens e serviços, de forma competitiva e sustentável, na implementação de projetos de petróleo e gás natural no Brasil e no exterior” (BRASIL, 2003).

¹⁵ Entende-se como política de conteúdo local o estabelecimento de regras ou cotas, relativas a preços ou quantidades, aplicáveis à alguma demanda doméstica a ser suprida. Esta oferta de bens e serviços que atendam a esta demanda terão parcelas exigidas de produção ou investimentos domésticos, visando assim promover o aumento da participação de produtos produzidos no país nas compras geradas por essa demanda.

Figura 5.1 – Médias de CL nas etapas de exploração e desenvolvimento nas rodadas¹⁶ de licitações da ANP para E&P de petróleo e gás natural entre 1999 à 2008

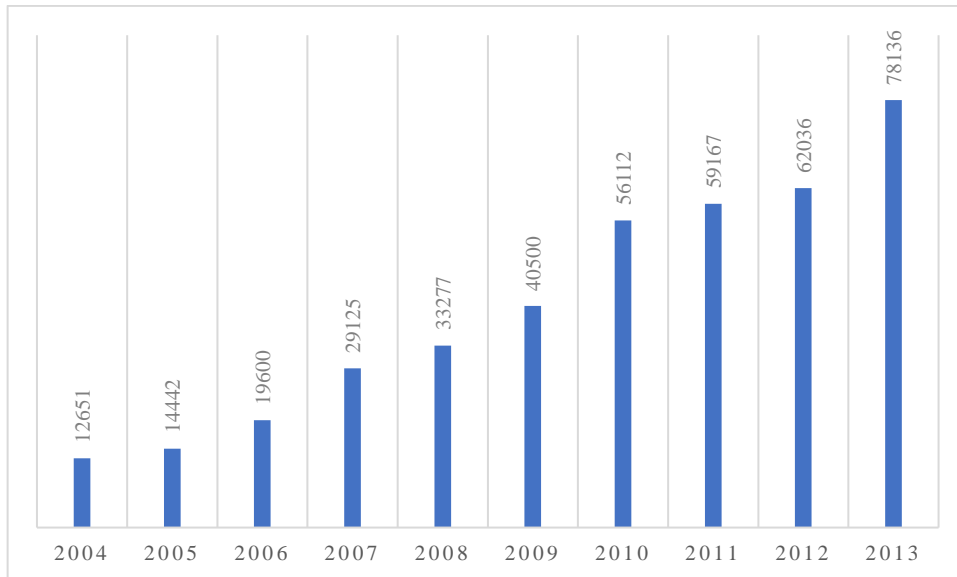


Fonte: ANP. Elaboração própria.

A média do requisito de conteúdo local saiu de aproximadamente 38% nas primeiras quatro rodadas, ainda sob o Governo FHC, para cerca de 80,4% nas seguintes cinco rodadas sob o Governo Lula. Este período, no tocante à internalização da demanda por bens industriais da Petrobras, foi o exato oposto da política aplicada em todos os anos 1990, não só na política de compras, mas também no nível de investimentos da estatal. O montante de investimentos evoluiu de US\$ 6 bilhões, em 2002, para 48 bi de dólares investidos em 2013 (PETROBRAS, 2021a). Este estímulo trouxe frutos à economia brasileira, como por exemplo ilustra a figura 5.2:

Figura 5.2 – Número de empregos diretos nos estaleiros no Brasil de 2004 à 2013

¹⁶ A 8ª Rodada de licitação da ANP foi cancelada devido à ação promovida e ganha pela Frente Única dos Petroleiros – FUP (SCHUTTE, 2021).



Fonte: SINAVAL. Elaboração própria.

Os investimentos da Petrobras e a política de conteúdo local adotada trouxeram empregabilidade e desenvolvimento em setores industriais relacionados à indústria petrolífera. Porém, não há como dissociar a relevância deste quadro das bacias de petróleo do Pré-Sal, que se tornaram um dos principais objetivos e trunfos dos governos petistas, tanto na sua descoberta quanto na viabilização de sua exploração.

A confirmação de um potencial reservatório de “ouro negro”, com um volume massivo capaz de modificar por todo o nível e padrão de exploração de petróleo no Brasil, abriu perspectivas inusitadas para o país. Em agosto de 2006, a Petrobras, que liderava um consórcio em conjunto com a *British Gas* e a *Partex*, encontrou reservas de petróleo no que inicialmente foi nomeado como Bacia de Tupi (SCHUTTE, 2012). As análises deste primeiro campo, que foi rebatizado como Campo de Lula, já revolucionavam qualquer padrão de exploração brasileiro: a possibilidade de obter entre 5 e 8 bilhões de barris de petróleo em um só campo.

Devido à esta descoberta ter sido feita em níveis marítimos profundos (mais de 5 mil metros abaixo do nível do mar só para encontrar o Campo de Lula), cobertas por uma extensa camada de sal em bacias sedimentares, acabaram por dar o tom para a denominação destes campos como as reservas de petróleo do Pré-Sal (PEDROSA; CORRÊA, 2016). Diante da magnitude desta descoberta, o sistema regulatório para as atividades de produção de petróleo no país foi profundamente modificado, instituindo o regime de partilha.

O marco regulatório do Pré-Sal, instituído pela lei nº 12.351/2010, estabeleceu um regime de partilha, criou a Pré-Sal Petróleo S.A. e o Fundo Social (BRASIL, 2010). A modalidade de

partilha prevê que parte ou a totalidade do petróleo produzido em território nacional seja redirecionada ao próprio governo, na medida em que as petrolíferas são remuneradas monetariamente por seus serviços, podendo receber adicionais em petróleo bruto (RIBEIRO; NOVAES, 2014).

O regime de partilhas, proposto pelo Governo Lula e engendrado pelo Congresso Nacional, aplicava novas regras sob a atividade de exploração, em especial sob o Pré-Sal e outras áreas estratégicas, ainda que existindo concomitantemente com o regime de concessão estabelecido pelo Governo FHC. Esta medida elevou o controle do estado brasileiro sob a exploração e produção de petróleo no país. Evidência clara dessa finalidade é a concretização, a partir da instituição da lei nº 12.351/2010, de que a Petrobras será a operadora única dos blocos do Pré-Sal, salvo ocasiões em que o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) decidir pela abertura de uma licitação, mas que ainda contará com um mínimo obrigatório de 30% da participação da Petrobras nos consórcios formados. Como indicado no próprio texto da lei, o propósito é a preservação do interesse nacional e o atendimento dos objetivos da política energética (BRASIL, 2010).

Os esforços de nacionalização da exploração e produção de petróleo no Brasil não pararam na instituição do regime de partilha. Na verdade, houve inclusive um empenho do Governo Lula em moderadamente reestatizar parte do capital social da Petrobras. Por meio da lei nº 12.276/2010, foi instituído o instrumento de cessão onerosa. Esta prática autoriza a União a ceder à Petrobras o direito de E&P de um recurso natural em área não licitada, em troca de uma remuneração, que seja equivalente em no máximo cinco bilhões de barris de Petróleo (SCHUTTE, 2012; RIBEIRO; NOVAES, 2014). Conjuntamente, a estatal também pôde abrir um processo de capitalização para acelerar o investimento no Pré-Sal, como indica Schutte (2012, p. 31):

Concomitantemente à cessão onerosa, a empresa pôde aumentar seu capital, autorizando a União a subscrever ações do capital social da companhia e pagá-las com títulos da dívida pública mobiliária federal, as letras financeiras do Tesouro (LFTs). E a empresa pôde utilizar os mesmos títulos advindos da capitalização para pagar a União, pela cessão onerosa dos direitos de exploração e produção. Grande parte da capitalização era, desta forma, uma operação contábil.

O processo de capitalização realizado em setembro de 2010, através da operação de venda de ações na Bolsa de Valores de São Paulo, obteve cerca de R\$ 120,25 bilhões, no que foi a maior emissão em âmbito global à época (SCHUTTE, 2012). Porém, deste montante, apenas 40 bilhões de reais foram advindos do setor privado. Os R\$ 80 bi restantes foram financiados pela

compra de ações por parte da própria União pelos aportes dos direitos do Pré-Sal, através do Tesouro, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e do Fundo Soberano do Brasil, constituindo-se enquanto uma engenhosa atividade contábil (RIBEIRO; NOVAES, 2014).

Este movimento sintetiza o empenho de uma moderada reestatização, como colocado por Schutte (2012), de tal forma que a participação do estado brasileiro no capital da Petrobras saltou de 39,8% para 48,3% após o processo de capitalização. Portanto, os anos 2000 demonstra um grande contraste quando comparado às posturas adotadas na década de 90, restabelecendo o papel da Petrobras enquanto uma empresa estatal e pública, que tem o objetivo de induzir o desenvolvimento do mercado interno e da indústria no país, através das políticas de conteúdo local.

Evidência contundente desta nova inflexão na trajetória da Petrobras é a estratégia adotada no tocante à dependência de importações para o abastecimento energético do país, principalmente no relativo ao mercado de derivados do petróleo. Sob a gestão do presidente à época, José Sergio Gabrielli, a companhia novamente buscou reduzir esta dependência. Empregou-se uma estratégia de substituição de importações, mas que também se enveredou a partir da internacionalização da Petrobras, como a compra de refinarias em terras estrangeiras, em uma perspectiva de possibilitar a assimilação de técnicas, concretizando um processo de *catching up*¹⁷, além de reduzir o seu risco financeiro, ao possibilitar a geração de lucros diretamente em dólares americanos (GOLDSTEIN, 2010; CEDRO, 2014).

O investimento *downstream*¹⁸ foi fundamental neste processo, saltando de uma participação de aproximadamente 12,8%, em 2005, para 37,2% em 2010 nas aplicações da Petrobras. Mas não só na parcela destas inversões, mas também em montante nominal, em que, no mesmo período, este pulou de cerca de US\$ 1,35 bi para 16,17 bilhões de dólares investidos em 2010 (PETROBRAS, 2021a).

A concretização material destas inversões são, por exemplo, os projetos da Refinaria Abreu e Lima (RNEST), em Pernambuco, e do Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro (COMPERJ).

¹⁷ O termo *catching up* segue a definição feita por Rêgo (2014, p. 13): “Neste estudo, *catching up* é definido como um processo no qual um país em desenvolvimento reduz o seu *gap* tecnológico em alguns setores chave, usando os países líderes como modelo e também inovando, com aumentos significativos de produtividade, taxas de crescimento e renda, que resultam em redução de seu *gap* econômico.”

¹⁸ O conceito *downstream* para a indústria petrolífera refere-se a uma estratégia de inserção em cadeias produtivas, indicando a etapa da cadeia que consiste na produção de derivados e na distribuição até atingir o consumidor final.

Diante das perspectivas de elevação da demanda por derivados, resultante do frutífero crescimento econômico verificado nos anos 2000, estes projetos de novas refinarias tornaram-se prioridade do governo no sentido de conseguir internalizar o refino e assim atender a demanda interna, sem a necessidade de importações (SCHUTTE, 2012).

Em síntese, os anos 2000, sob a gestão do Governo Lula, teve uma trajetória oposta às estratégias e políticas postas em práticas nos anos 1990. Lógico, não é possível comparar a gestão estratégica da Petrobras dos anos 50 a 80 com a vista no período recente, tratam-se de contextos históricos diferentes e que também se diferenciam em quais mecanismos e meios foram utilizados para obter seus objetivos de desenvolvimento da indústria nacional e interna.

O tom do período Lula, principalmente guiado pela presidência de José Sergio Gabrielli na Petrobras, pode se resumir em uma estratégia de “reter e reinvestir”, na medida em que os investimentos, a criação de uma cadeia produtiva integrada, e a expansão de políticas de conteúdo local compunham a pauta orientadora da companhia. Diferencia-se em muito da agenda de “reduzir e distribuir”, que começou a ser implementada nos anos 90, através de sucessivas privatizações e redução das inversões da companhia, no sentido de reduzir sua participação no setor petrolífero doméstico.

A financeirização da Petrobras, ainda que não presente de forma mais proeminente, ainda continuou a dar alguns passos durante os anos 2000, após ter sido estimulada no período FHC. A necessidade de internacionalização da companhia, fundamentada no sentido de acessar dólares a fim de reduzir seu risco financeiro, e assim conseguir uma melhor avaliação no mercado de capitais, se demonstra como um padrão histórico característico da financeirização subordinada a qual o Brasil se sujeita (GOLDSTEIN, 2010; BONIZZI, 2013; BORTZ; KALTENBRUNNER, 2017).

Resta agora compreender o panorama político, empresarial e econômico que se foi posto de 2011 a 2015, a partir da entrada de Dilma Rousseff. Desta maneira, será possível verificar em que contexto surge a estratégia de gestão financeirizada na Petrobras, focada principalmente na maximização do valor ao acionista, tendo em vista o recente sucesso de um planejamento totalmente oposto, que era fundamentado no reinvestimento e na retenção dos lucros para expandir sua capacidade produtiva (JESUS; SARTI; FERREIRA, 2017). É imperativo apreender as circunstâncias desta nova conjuntura que formulou uma nova inflexão na trajetória da Petrobras.

5.4 ANOS 2010 A 2015

O Governo Dilma herdou esta nova Petrobras, que se encontrava em plena expansão na exploração, produção e em investimentos. Este período inicial dos anos 2010 pode ser sintetizado como uma reafirmação das políticas adotadas no Governo Lula, principalmente a estratégia de conteúdo local. A mais expressiva alteração, neste curto prazo, foi a substituição de José Sergio Gabrielli na presidência da estatal petrolífera em fevereiro de 2012. Para ocupar o cargo, Dilma decidiu pela nomeação da primeira mulher a comandar a Petrobras, Graça Foster.

Como assinala Schutte (2016), a nova presidente, Graça Foster, apresentou um discurso pouco menos alinhado com as ambiciosas metas da gestão anterior, indicando a necessidade de otimização de custos e realinhamento dos preços domésticos ao setor internacional. A apresentação do Plano Nacional de Negócios 2012-2016 da companhia, já sob a gestão de Graça, introduziu algumas pautas de desinvestimentos, ainda que tenha reforçado a política de conteúdo local da empresa (SCHUTTE, 2016).

O primeiro ponto de tensão a afetar a Petrobras neste início da década de 2010 foram os questionamentos levantados acerca da política de CL. Uma pesquisa da *Price&WaterhouseCoopers* (PwC) realizada em 2011 junto a fornecedores da Petrobras exemplifica bem este quadro. Enquanto 68% dos entrevistados estavam a favor da política de conteúdo local, 88% também avaliavam que a prática implicava no aumento de custos (PWC, 2012). Portanto, ainda que verificassem a importância do procedimento de CL para a geração de empregos e desenvolvimento da indústria nacional, também eram afetados com maiores despesas no setor, o que levantou insatisfação quanto à sua aplicação.

As críticas não ficaram somente no âmbito privado de fornecedores da companhia, mas também atingiram tons diplomáticos. Como indica Schutte (2021), o subsecretário de Comércio Internacional dos Estados Unidos, Francisco Sanchez, por exemplo, criticou, no Fórum Econômico Mundial para América Latina em abril de 2011, a exigência de CL no Pré-Sal. A visita da presidente Dilma Rousseff a Washington, em abril de 2012, foi novamente marcada, por conta deste mesmo subsecretário, de críticas à política de conteúdo local, sob o pretexto de que estas seriam barreiras que restringiam à participação e entrada externa no Pré-Sal brasileiro, de forma que o país estaria renunciando às melhores tecnologias disponíveis (PERES, 2012; SCHUTTE, 2021).

A reafirmação da relevância da política de conteúdo local para o governo foi contundente, sendo o período de inversões para avançar na exploração do Pré-Sal os principais anos de investimentos em pesquisa e desenvolvimento por parte da União. Diretamente dos *royalties*¹⁹ do petróleo brasileiro, foram investidos US\$ 789 milhões e 736 mi de dólares em ciência e tecnologia nos anos de 2011 e 2012, respectivamente (ROCHA, 2015).

Contudo, ao passar do primeiro ano do Governo Dilma, o quadro econômico já dava indícios de desaceleração, e assim a situação da Petrobras também foi se deteriorando. O ciclo de *commodities*²⁰ que favorecia as exportações e o desempenho econômico do país já estava arrefecendo em 2012, mas a partir de 2014 e 2015 houve uma forte queda dos preços, afetando negativamente a economia brasileira. A redução do superávit comercial do Brasil atingiu a demanda agregada e o câmbio, iniciando um ciclo de crise no país, desvalorizando em muito o Real frente ao Dólar (CARVALHO, 2018).

A Petrobras em 2014 se encontrava no meio de uma “tempestade perfeita” para uma crise da gestão e estratégia recente da companhia (SCHUTTE, 2016; PINTO, 2020). A empresa já vinha passando por momentos de tensão, devido ao descasamento dos preços de derivados que esta tinha que praticar no mercado interno e o valor comercial do petróleo no ambiente internacional. O governo colocou total responsabilidade pelo abastecimento do país em cima da Petrobras, em uma situação de demanda crescente superior à expansão da oferta. Desta forma, a companhia comprava e dólar e vendia em real assumindo todo o risco cambial no período, fundamentado no argumento do governo de “não repassar ao mercado doméstico as flutuações de curto prazo”, o que não refletia a tendência de longo prazo de encarecimento do petróleo que se formou entre 2011 e 2014 (SCHUTTE, 2016). Ghirardi (2015) calcula um prejuízo no segmento de abastecimento, para este período, na ordem de US\$ 60 bilhões, elevando o endividamento da companhia e prejudicando o plano de investimentos no Pré-Sal.

Esta “tempestade perfeita” então se formou, composta pela desvalorização do real e pelo declínio do preço do petróleo que veio conjuntamente com o fim do ciclo de *commodities*. O petróleo Brent registrou uma queda de 47% (de US\$ 98,9 barril em 2014 para US\$ 52,4 barril em 2015), o que afetou diretamente a geração de fluxo de caixa da companhia por conta do

¹⁹ Os *royalties* são uma forma de compensação financeira devida à União, aos Estados e Municípios que contém empresas que produzem petróleo e gás natural em seu território. Busca-se ser uma remuneração à sociedade pela exploração desses recursos não renováveis.

²⁰ O termo *commodities* é utilizado no jargão econômico para se referenciar à determinados bens e produtos de origem primária que são comumente exportados no comércio internacional. Geralmente, trata-se de recursos minerais, vegetais ou agrícolas, tais como o petróleo, o carvão mineral, a soja, a cana-de-açúcar e outros.

choque nas receitas com as exportações de petróleo cru (PINTO, 2020). Quanto ao real, era do interesse da Petrobras um quadro de câmbio valorizado, pois a importação de derivados, a compra de tecnologia, equipamentos e bens de capitais e a captação de recursos externos, eram principalmente feitos em dólar (SCHUTTE, 2016). Qualquer aumento do preço do dólar significava um aumento expressivo de seu gasto e endividamento. Portanto, a desvalorização do real agravou em muito a situação da empresa.

O endividamento ultrapassou o nível de 35% de alavancagem referenciado pela Petrobras nos planos de gestão. No ano de 2013 a dívida líquida se elevou em 50%, passando de R\$ 147,8 bilhões para R\$ 221,6 bilhões, com 39% de alavancagem (SOARES; LIMA, 2014). Chegando a 2015 o endividamento atingiu os R\$ 392 bilhões, agora na marca de 60% de alavancagem da empresa (SCHUTTE, 2016). Isto afetou não somente o seu financiamento para a continuidade dos investimentos, mas também a avaliação do mercado de capitais. As três principais agências de classificação de risco (*Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch*) já vinham reduzindo a nota de *rating* da Petrobras desde 2013, mas em 2015 a companhia perdeu o tão sonhado *status* de grau de investimento na *Moody's*, conquistado ao final de 2005 (PETROBRAS, 2021b).

Completando a “tempestade perfeita”, como Pinto (2020) imprescindivelmente assinala, a Petrobras ainda passou por uma crise reputacional, provocada principalmente pela Operação Lava Jato. O impacto deste profundo conflito político implicou em um processo de ajuste da governança na companhia, reduzindo a capacidade decisória do estado brasileiro e da administração na Petrobras, com a participação de conselheiros independentes presentes no *board* da empresa tornando-se majoritária pela primeira vez em 2018, atingindo 70% da composição (PETROBRAS, 2018). Além disso, os fornecedores da companhia também foram afetados, passando por recuperações judiciais e falências. Isto atrasou o tempo de execução dos projetos de investimento da Petrobras, de forma que os massivos volumes investidos no Pré-Sal demoraram ainda mais para atingir o *break even*²¹ (SCHUTTE, 2016; PINTO, 2020).

A Operação Lava Jato teve sim seu papel no combate e desmonte de esquemas de corrupção na companhia, entre dirigentes, políticos e fornecedores. Mas o fez de forma exagerada, e demasiadamente fundamentada no combate político, se associando a frações da classe

²¹ O conceito de *break even* significa o momento contábil em que um investimento, ou a própria empresa como um todo, atinge o equilíbrio entre custos e despesas. Ou seja, quando os custos e despesas iniciais e operacionais se igualam à receita auferida.

burguesa, contribuindo efetivamente para a reintrodução da agenda neoliberal dos anos 1990 (BOITO JR, 2017). Assim como indica Pinto (2020, p. 155):

No entanto, a operação o faz de maneira equivocada ao criminalizar qualquer tipo de relação entre o privado e o público e ao demorar em realizar os acordos de leniência com as empresas envolvidas nos atos ilícitos, implicando inclusive a falência de algumas dessas empresas.

A forma de combate da corrupção posta em prática pela Lava Jato acabou por funcionar como um mecanismo de falência de empresas. Isto implicou na desestruturação de cadeias produtivas, desmantelando anos de investimentos, desenvolvimento e construção das bases produtivas, econômicas e sociais criadas nos governos petistas (PINTO, 2018; NOZAKI et al., 2018).

Este aprofundamento da crise econômica no setor petrolífero fez com que a Petrobras, ainda na gestão Aldemir Bendine (indicado por Dilma Rousseff), adotasse uma estratégia de desalavancagem e desinvestimentos para lidar com a agravada situação financeira da companhia. Evidência disto é o Plano de Negócios e Gestão 2015-2019, proposto e aplicado pela Petrobras, que já previa um montante de US\$ 42,6 bilhões em 2017-2018 resultantes dos esforços de reestruturação de negócios, desmobilização de ativos e desinvestimentos adicionais (PETROBRAS, 2015). O que se visa pontuar e analisar é: o que era um planejamento conjuntural de saída da crise, tornou-se uma estratégia estrutural da Petrobras que dura até hoje, aprofundando o processo de financeirização da empresa.

6 HISTÓRIA DA PETROBRAS PÓS-2015

6.1 CONTEXTO REGULATÓRIO E SETORIAL

As eleições de 2014, entre Aécio Neves (PSDB) e Dilma Rousseff (PT), já deram indícios do início de uma inflexão, não só na Petrobras, mas na própria política econômica do governo petista. Como indicado por Mello e Rossi (2017), a estratégia industrialista do primeiro período de Dilma já apresentava certas contradições econômicas e políticas, mas o aprofundamento da crise política em 2013, associado à desaceleração da economia, marcou o fim desta agenda. O segundo Governo Dilma, já em seu primeiro dia, impôs práticas e ajustes que iriam muito além de um simples ajuste fiscal, podendo se caracterizar como um plano de austeridade fiscal, encabeçado pelo então anunciado Ministro da Economia, Joaquim Levy (MELLO; ROSSI, 2017).

Este episódio não alterou somente a trajetória macroeconômica do país, mas também se traduziu na modificação de práticas e planejamentos nas estatais brasileiras. Evidência desta inflexão na Petrobras foi o lançamento do Plano de Gestão e Negócios 2015-2019, na recém empossada gestão Bendine na companhia. Comparado ao planejamento 2014-2018 da administração anterior, de Graça Foster, houve queda de US\$ 90,3 bi nos investimentos previstos, uma redução de aproximadamente 41%, totalizando apenas 130,3 bilhões de dólares para o período 2015-2019 (PETROBRAS, 2015). O foco da companhia também já estava sendo realinhado apenas para a exploração e produção (E&P), visto que o Plano 2015-2019 indicava não haver mais perspectiva de expansão das atividades de refino e distribuição, com investimentos programados somente para manutenção. Portanto, a estratégia que se engendra na Petrobras a partir de 2015 já tinha claro objetivo de favorecer a expectativa e interesse dos acionistas, como expressamente foi indicado: “O Plano tem como objetivos fundamentais a desalavancagem da Companhia e a geração de valor para os acionistas” (PETROBRAS, 2015, p. 1).

O golpe parlamentar de 2016, com a condução de Michel Temer para à presidência do Brasil, aprofundou a perspectiva de financeirização, desnacionalização e desmonte da companhia e do setor petrolífero brasileiro. Com a entrada de Pedro Parente na gestão da Petrobras, formulou-se um novo planejamento, nomeado Plano Estratégico e Plano de Negócios e Gestão 2017-2021. A tendência de corte nos investimentos previstos continuou atingindo um patamar ainda menor: apenas US\$ 74,1 bilhões, uma queda de 43% comparado ao planejamento anterior (PETROBRAS, 2016). Além disso, elevou-se o foco na pauta dos desinvestimentos e das

parcerias nas operações dos poços. Estas práticas, na estratégia posta no Plano 2017-2021, são vistas como integrais para servir de fonte para amortizações e respectivas despesas financeiras (PETROBRAS, 2016).

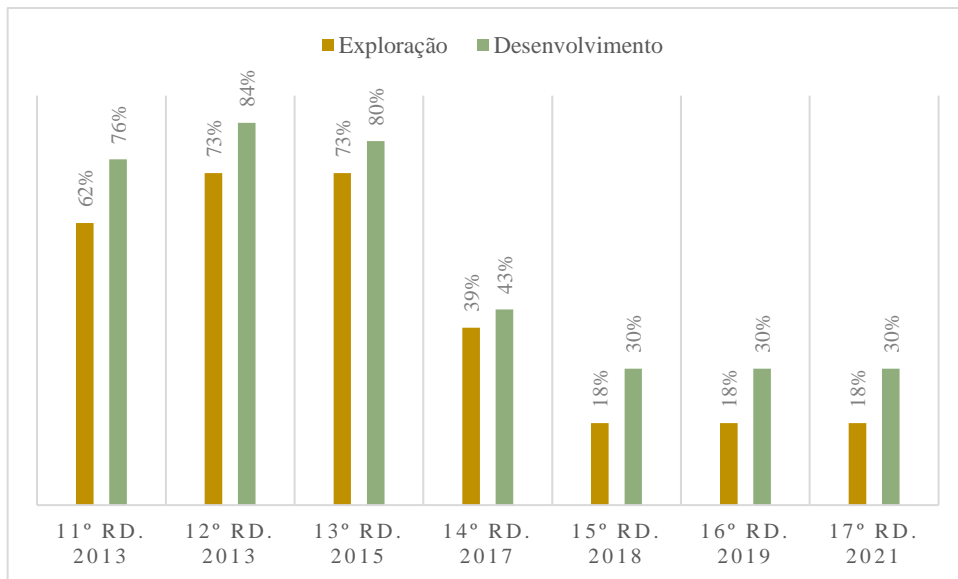
O Governo Temer não se resume somente a um aprofundamento da estratégia financeirizante dentro da Petrobras, mas também de reaplicação da agenda neoliberal no estado, com profundos impactos em termos setoriais. Os marcos regulatórios da indústria petrolífera doméstica e do próprio Pré-Sal foram modificados, além de subsídios e políticas industriais, todas em sentido contrário à estratégia de nacionalização e desenvolvimento da companhia e do país (PINTO, 2020). O arquétipo que se propõe e que vem sendo implementado com tempestividade a partir do Governo Temer, continuado e aprofundado pelo Governo Bolsonaro, é de substituição da participação estatal pela operação privada, principalmente estrangeira, no setor e na política energética do Brasil.

A retirada da Petrobras como operadora única do Pré-Sal, modificando o prévio marco regulatório através da Lei nº 13.365/2016, já dá indícios do claro direcionamento a uma redução do controle e da relevância da Petrobras na exploração dos recursos naturais brasileiros. Adicionalmente, a decisão de quais blocos a empresa poderá ser operadora não se trata mais de uma decisão direta da companhia. Sob a atual redação do marco regulatório do Pré-Sal, a Petrobras deverá manifestar seu interesse ao Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), que irá avaliar o pedido e encaminhar uma proposta ao Presidente da República, na qual estará descrita quais poços a estatal, na visão do CNPE, poderá ser indicada como operadora (BRASIL, 2016). Portanto, a burocracia decisória foi ampliada, assim como foi reduzida a autonomia da Petrobras de como esta própria poderá participar dos processos licitatórios do Pré-Sal.

A modificação da operação do Pré-Sal também atingiu os patamares definidos pela prévia política de conteúdo local. A política de CL nas novas bacias já vinha sendo contestada, inclusive com explícita pressão internacional dos Estados Unidos, principalmente a partir do Governo Dilma (PERES, 2012; SCHUTTE, 2021). A gestão Temer tratou esta questão na mesma direção do seu conjunto de práticas: em direção a um favorecimento da operacionalidade do setor privado estrangeiro, reduzindo barreiras (como as impostas pelo CL) e custos operacionais advindos da regulação.

A resolução nº 7 do CNPE, de 11 de abril de 2017, determinou um novo patamar de conteúdo local para as rodadas de licitações da ANP, que entraram em vigor a partir da 14ª rodada. Para os blocos petrolíferos em mar, que compõem todas as bacias do Pré-Sal, o conteúdo local mínimo global para as duas etapas de operação foi reduzido. Os percentuais mínimos para as fases de exploração e desenvolvimento, a partir da 14ª rodada licitatória, foram definidos em 18% e 25%²², respectivamente (CNPE, 2017). Esta medida teve claro impacto, praticamente imediato, no conteúdo local médio acordado nas rodadas de licitação seguintes, como demonstra a figura 6.1:

Figura 6.1 – Médias de CL nas etapas de exploração e desenvolvimento nas rodadas de licitações da ANP para E&P de petróleo e gás natural entre 2013 à 2021



Fonte: ANP. Elaboração própria.

A queda no nível de conteúdo local médio foi expressiva já na 14ª rodada, mas a partir da 15ª o padrão acordado e praticado se estabelece no mínimo regulatório. Isto é um nítido indicativo da falta de interesse do governo e do mercado privado em lidar com os incentivos, custos e a regulação proporcionada pela prática de CL no Pré-Sal, desmantelando uma relativa política industrial de sucesso no país (PINTO, 2020).

Adicionalmente, os incentivos do Regime Aduaneiro Especial para a Indústria do Petróleo (REPETRO) foram ampliados, com destaque para a extensão da renúncia fiscal aos investidores estrangeiros, representando uma abdicção de aproximadamente R\$ 28 bilhões em 2019

²² Salvo para a fase de desenvolvimento de sistemas de coleta e escoamento, como indicado: “Etapa de Desenvolvimento da Produção: de vinte e cinco por cento para Construção de Poço; de quarenta por cento para o Sistema de Coleta e Escoamento; e de vinte e cinco por cento para a Unidade Estacionária de Produção” (CNPE, 2017, p. 3).

(INESC, 2020). Vaughan (2017), em matéria publicada no jornal *The Guardian*, deixa nítido as pressões e os interesses de gigantes petrolíferas do exterior, quando noticia que o Ministro do Comércio do Reino Unido ativamente praticou um *lobby* exitoso com Paulo Pedrosa, Ministro de Minas e Energia no Governo Temer, em favor de companhias como a BP (*British Petroleum*) e *Royal Dutch Shell*. Este objetivo é evidente quando a única companhia que arrematou as ofertas na 17ª rodada licitatória da ANP realizada em 2021 foi a Shell, assim como a recente tendência de queda da participação de empresas nacionais nos consórcios do Pré-Sal (ANP, 2021).

As medidas setoriais, principalmente realizadas no Governo Temer, tiveram um caráter de redução da autonomia, da relevância e da participação da Petrobras no setor petrolífero como um todo. A drástica redução da política de conteúdo local teve um inegável impacto nas potenciais oportunidades de emprego e renda no mercado interno, assim como no próprio desenvolvimento da indústria doméstica (PINTO, 2020). É imprescindível também dar destaque ao envolvimento de petroleiras estrangeiras e representantes de outras nações para se aproveitar da baixa do petróleo e da recessão econômica brasileira, facilitando a flexibilização regulatória e a obtenção de seus objetivos no Brasil (REIS, 2020).

O ambiente regulatório e setorial da indústria petrolífera e de seus derivados foi profundamente alterado, com destaque às aplicadas durante o Governo Temer. Porém, a financeirização da Petrobras não se resume às modificações neste âmbito. A gestão corporativa, estratégica e política da estatal petrolífera brasileira também passou por uma inflexão, não só em direção a uma estratégia financeirizada, mas principalmente focada na maximização do valor ao acionista, através da tônica do e “reduzir e distribuir”. Faz-se necessário ir à fundo nas mudanças materiais que ocorreram na Petrobras, no Governo Temer e Bolsonaro, sendo este último o que mais avançou na pauta privatizante. Os próximos tópicos irão demonstrar a evolução de indicadores da Petrobras, associando e evidenciando a captura da gestão corporativa e estratégica da companhia por uma pauta focada no MVA e na assimilação de práticas financeiras, a partir de uma análise fundamentada na literatura da financeirização da firma não-financeira.

6.2 PADRÃO DE FINANCIAMENTO

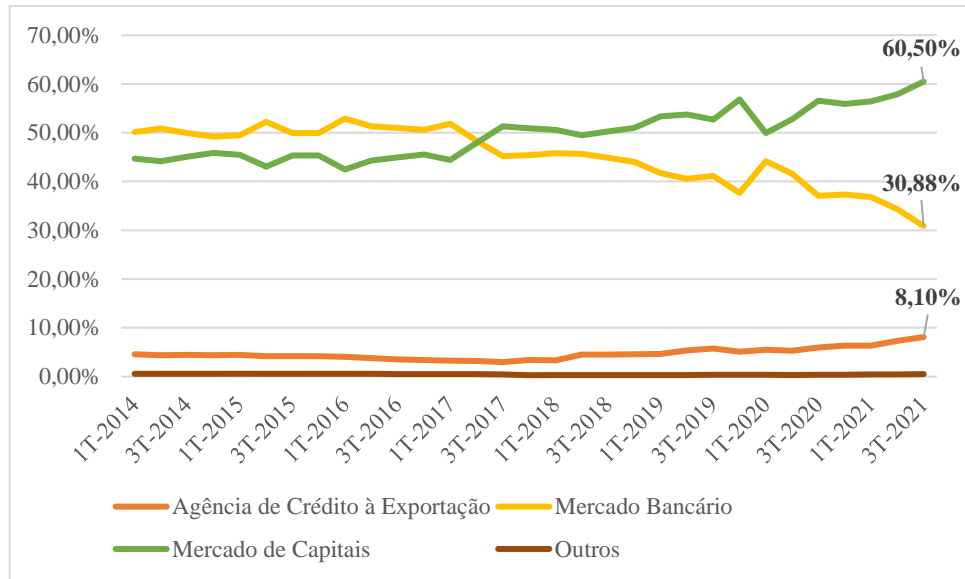
O quadro teórico que melhor identifica as evidências da financeirização na análise do padrão de financiamento do setor corporativo está fundamentado na literatura da economia política

marxista. Esta senda enfatiza em compreender de que forma está organizada a produção no capitalismo contemporâneo. Serfati (2008) argumenta que as firmas evoluíram para uma organização industrial-financeira, que se fundamenta na sua transnacionalização. A ampliação da ação empresarial para o setor internacional permite a estas companhias se beneficiarem de fluxos comerciais e de investimento estrangeiro direto. Isto propicia um ambiente econômico favorável a uma gestão financeira dos ativos de empresas produtivas, elevando a eficiência do capital, reduzindo custos de financiamento e possibilitando ganhos financeiros nos mercados de capitais (SERFATI, 2008).

As oportunidades nos mercados de capitais não são novas, mas cresceram em relevância e peso nas economias e nas empresas não-financeiras devido à desregulação e inovação destes mercados (TELES, 2014). Enfatizando a forma de organização da produção e da empresa não-financeira no capitalismo financeirizado, Lapavitsas e Powell (2013) indicam que firmas financeirizadas tratam-se de companhias que assimilam práticas financeiras na sua gestão produtiva e de ativos. Isto é, há um nível de interação e integração destas empresas não-financeiras com o ambiente e as práticas dos mercados de capitais cada vez maior e de forma mais profunda (LAPAVITSAS, 2011). Disso decorre uma tendência, já verificada na literatura da financeirização das ENFs, de redução da utilização do financiamento tradicional, fundamentado no crédito tomado no setor bancário, em direção ao aporte através da emissão de títulos diretamente no mercado de capitais (CORBETT; JENKINSON, 1997; RETHEL, 2010; LAPAVITSAS, 2013).

Nesta toada da emergência de um novo padrão de financiamento nas firmas não-financeiras, obtém-se duas hipóteses iniciais para a verificação da financeirização na Petrobras: 1) Envolvimento crescente do setor empresarial com o mercado de capitais, em especial no tocante à dívida e à emissão de títulos; 2) Queda do volume e relevância do crédito bancário na forma de financiamento da companhia. A figura 6.2 demonstra a evolução da participação dos tipos de aportes financeiros na estatal petrolífera brasileira no montante total de crédito tomado:

Figura 6.2 – Participação percentual das formas de financiamento no crédito total tomado pela Petrobras, do 1º trimestre de 2014 ao 3º trimestre de 2021



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

O nível de envolvimento com o mercado de capitais é significativo e é a atual forma de financiamento predominante na Petrobras, equivalendo a 60,50% dos aportes da estatal. Já o crédito bancário se encontra em queda, compondo somente 30,88% do capital de financiamento. Este é o seu menor valor na série histórica, justamente no registro mais recente, que advém do 3º trimestre de 2021. Portanto, as hipóteses e evidências levantadas pela literatura da financeirização de firmas não-financeiras também se verificam na Petrobras, já dando indicativos do tipo de gestão e estratégia presente na companhia nos últimos anos.

Assinalar a evolução desta transformação do padrão de financiamento da Petrobras também permite vislumbrar os indicativos dos impactos da mudança de direcionamento político e econômico do país na administração da estatal. De 2014 a 2016 o padrão se manteve estável, com a predominância do setor bancário no financiamento da empresa, ainda que o volume advindo do mercado de capitais já fosse considerável. Somente a partir de 2017 que há uma rápida inversão dos papéis, com o aprofundamento deste recente modelo principalmente de 2019 em diante.

Não é coincidência que os espaços temporais indiquem agendas políticas e econômicas divergentes entre si. O período de 2014 a 2016 representa o que seriam os últimos suspiros da política energética petista, indicada por Pinto (2020) como uma agenda de nacionalismo energético. Por uma escolha contábil das companhias que auditaram a Petrobras no período (*PricewaterhouseCoopers* e *KPMG*), o mercado bancário é também composto pelos empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A manutenção de um padrão de financiamento focado no setor bancário neste período é também

resultado da política ativa dos governos petistas de investir no desenvolvimento da Petrobras através do BNDES (BARBOSA, 2013). Portanto, o maior envolvimento com o mercado de capitais em relação à dívida da companhia em muito foi evitado por conta do interesse público e da estratégia de desenvolvimento estatal destes governos.

O ano de 2017 marca a aplicação de uma agenda mais voltada em metas financeiras em detrimento das metas produtivas. Os governos Temer e Bolsonaro representam, em si, uma mesma busca política da implementação da agenda neoliberal no Brasil (FILGUEIRAS; DRUCK, 2019). Para a Petrobras, isto traduziu-se na priorização do valor ao acionista e interesse em vedar os “rombos” dos prejuízos e dívidas da empresa, trazendo uma extensiva política de desalavancagem e desinvestimento como principais medidas (PINTO, 2020). Como esta agenda não se aplicava somente à Petrobras, mas sim à política econômica destes governos como um todo, o BNDES também sofreu com um mingramento do seu posto enquanto um agente estatal em favor do desenvolvimento do país (TORRES FILHO, 2018).

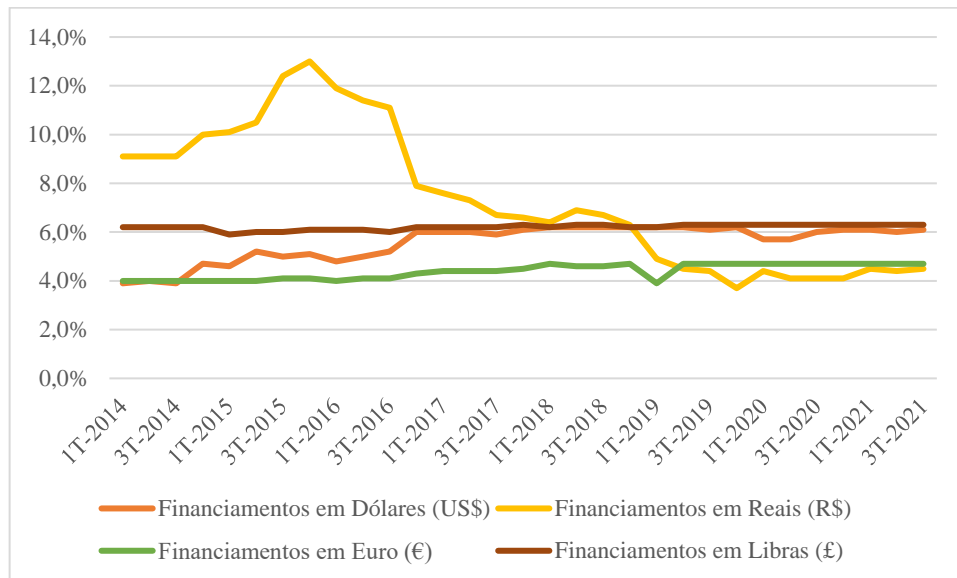
Esta agenda neoliberal, de desmonte das estatais, criou um vácuo no padrão de financiamento mantido até então pela Petrobras, que tinha o BNDES como um de seus grandes credores (BARBOSA, 2013). Como demonstrado pela figura 6.2, este espaço foi preenchido através do crescente envolvimento da companhia petrolífera com os mercados de capitais, e as consequentes emissões de títulos. Mas o porquê desta escolha também tem suas raízes na característica de economia periférica a qual o Brasil é sujeito.

Retomar a literatura da financeirização subordinada possibilita a incorporação do desenvolvimento histórico das nações à análise, de forma que se torna viável compreender os impactos da posição periférica do Brasil nas escolhas e possibilidades de uma empresa como a Petrobras. A existente desigualdade no poderio econômico entre nações, expressa através da atual hierarquia de moedas posta na organização monetária internacional, provoca uma financeirização, no Brasil, que é subordinada aos fluxos de capitais (PAINCEIRA, 2008; POWELL, 2013).

A principal implicação desta financeirização existente no país para uma empresa não-financeira como a Petrobras é a necessidade de manutenção de um elevado patamar de juros. Esta política monetária tornou-se padrão entre economias periféricas, que visam atrair fluxos de capital, principalmente financeiro, através do diferencial de juros entre estas economias e o centro

(BECKER et al., 2010). Esta diferença é nitidamente explícita quando se vislumbram as taxas médias de financiamento da Petrobras entre diferentes moedas, como ilustra a figura 6.3:

Figura 6.3 – Taxas de juros médias entre as principais moedas utilizadas para financiamento na Petrobras, do 1º trimestre de 2014 ao 3º trimestre de 2021

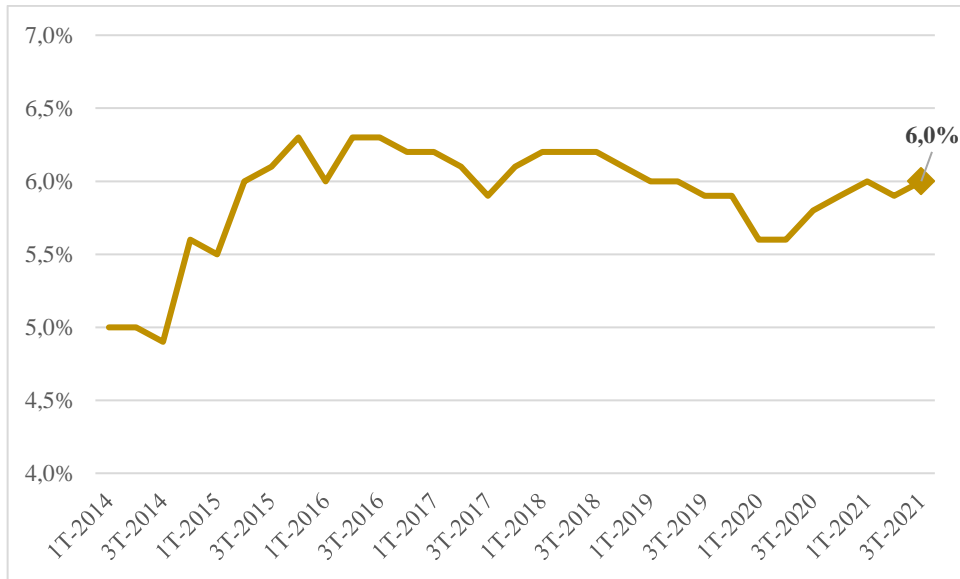


Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

É evidente a discrepância entre as taxas praticas em moedas centrais, como o Dólar Americano (US\$), o Euro (€) e a Libra (£), quando comparado à realidade dos juros nos financiamentos realizados em Reais (R\$). O 4º trimestre de 2015 foi um marco da maior taxa de juros obtida nos créditos da Petrobras em reais, equivalendo a uma média de 13% naquele período. Enquanto isso, os financiamentos em euro e libra permanecerem relativamente estáveis, respectivamente em torno de 4,4% e 6,2%. Mas mesmo o dólar, que sempre foi e continua sendo a principal moeda de financiamento para a companhia, não obteve uma volatilidade similar ao real, nem um custo tão elevado quanto o verificado em 2015.

Ainda assim, o impacto da financeirização subordinada a qual o Brasil está sujeito não se resume somente às diferenças entre taxas de juros nos financiamentos entre moedas. A posição da Petrobras enquanto uma companhia que tem um grande volume de suas receitas em reais, tendo sua sede e suas principais atividades econômicas realizadas em um país periférico, acaba por imbuir à própria companhia uma avaliação de risco inerente distinta das análises feitas pelo mercado de capitais em relação a firmas baseadas no centro capitalista. A figura 6.4 permite verificar esta diferença:

Figura 6.4 – Taxa de juros média para o total do financiamento da Petrobras, do 1º trimestre de 2014 ao 3º trimestre de 2021



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

A taxa de juros média cobrada para os financiamentos tomados pela Petrobras vem se mantendo em torno de 6,2% a 5,6% desde 2016, e no último trimestre registrado de 2021 atingiu a marca de 6,0%. Quando comparada à Taxa Selic do Brasil, a primeira impressão é que seu valor não é de todo mal, afinal, comparando historicamente, o custo do crédito para Petrobras estaria muito abaixo das médias da taxa de juros básica do país ao longo dos anos. Porém, a questão é: como esta se compara com outras companhias petrolíferas que têm sua receita em moedas fortes, como o Dólar Americano e o Euro, e sua sede nos países centrais ao capitalismo?

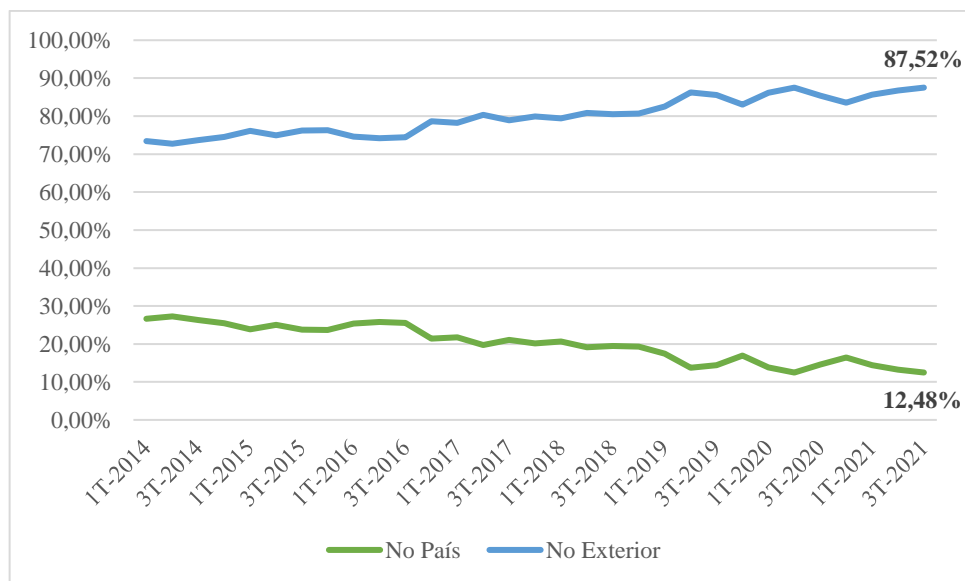
Para efeito de comparação, as empresas petrolíferas selecionadas tratam-se de duas companhias referências neste mercado: a *British Petroleum* (BP) e a *Exxon*. Para o ano de 2020, a Exxon obteve uma taxa de juros média de financiamento em torno de 2,8%, enquanto a BP obteve apenas 2,5% (BP, 2020; EXXON, 2020). A Petrobras, em 2020, teve um custo médio de captação um pouco maior que o dobro da taxa obtida pela Exxon: em torno de 5,7% (PETROBRAS, 2020a). Mesmo se a taxa for comparada ao custo médio de financiamento em dólares, que é o principal montante para as três empresas, a Petrobras obteve cerca de 5,86%, ainda mais elevado que o total para 2020.

A financeirização subordinada já trazia consequências à gestão e estratégia da Petrobras ainda antes desta ter um profundo quadro de assimilação de capacidades financeiras, que seriam indícios de um processo interno de financeirização. Portanto, compreender o porquê do espaço deixado pelo financiamento do BNDES ter sido ocupado por essa crescente infiltração do mercado financeiro na gestão da dívida da companhia é apreender que a transnacionalização, como buscar aportes no exterior através da emissão de títulos, e o maior grau de interação com

o mercado de capitais são as formas financeirizadas da Petrobras buscar reduzir seu custo de endividamento e obter novas oportunidades de capitalização.

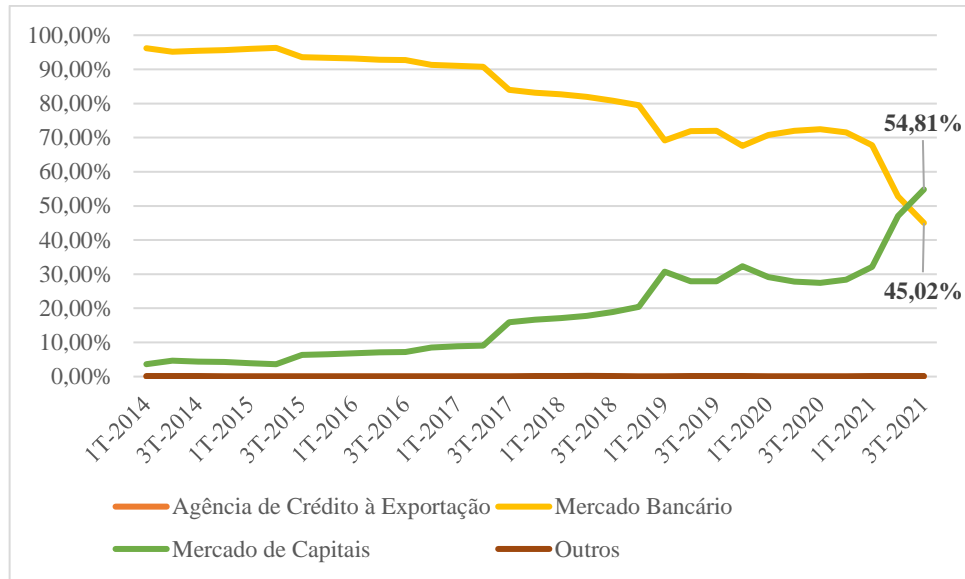
Desta forma, faz-se necessário adicionar mais uma hipótese a ser verificada na financeirização de uma firma não-financeira que está sujeita a um ambiente econômico de um país periférico, como é a situação da Petrobras e do Brasil. Esta é: 3) Tendência de internacionalização das capacidades financeiras da companhia em busca de melhores condições de negociação e precificação. Este padrão de empresas com sedes e receitas em países periféricos buscarem abrir capital e captar fundos no exterior já foi inclusive notado em estudo do Banco Mundial em 2007. O relatório *Global Development Finance* evidenciou que, de 2002 a 2006, 422 empresas de países em desenvolvimento emitiram títulos no mercado aberto, sendo a primeira vez de 348 destas companhias. Há, então, uma tendência crescente desta prática. As figuras 6.5, 6.6 e 6.7 auxiliarão na verificação desta hipótese para o caso da Petrobras:

Figura 6.5 – Participação percentual das origens do financiamento total tomado pela Petrobras, do 1º trimestre de 2014 ao 3º trimestre de 2021



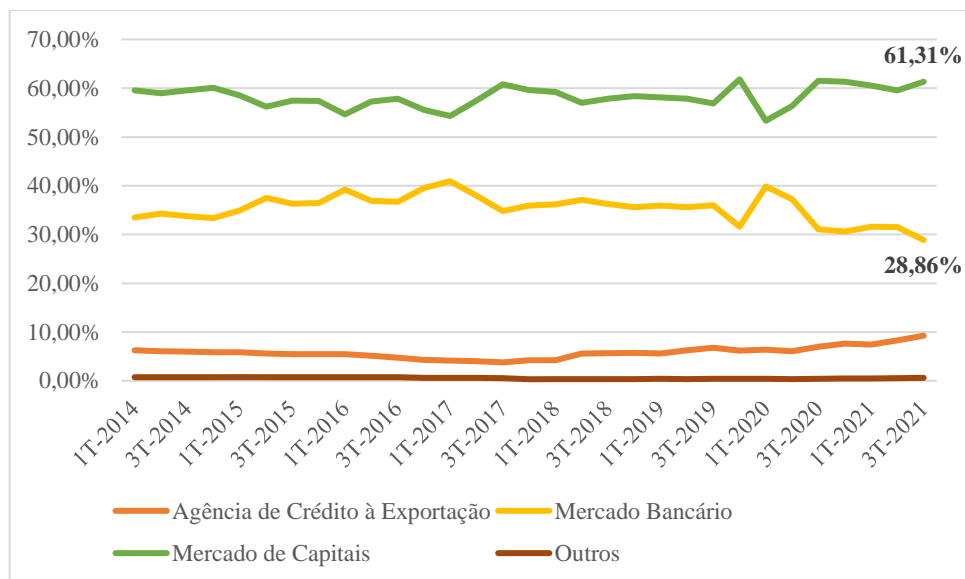
Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Figura 6.6 – Participação percentual das formas de financiamento tomadas no país pela Petrobras, do 1º trimestre de 2014 ao 3º trimestre de 2021



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Figura 6.7 – Participação percentual das formas de financiamento tomadas no exterior pela Petrobras, do 1º trimestre de 2014 ao 3º trimestre de 2021



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

A tendência de busca por financiamento no mercado de capitais externo, em um esforço, que se torna necessário, de transnacionalização da Petrobras, se confirma, dando o tom do caráter estrutural da financeirização subordinada e de seu respectivo impacto em empresas domésticas. Adicionalmente, a trajetória é crescente ao longo do tempo, visto que no 1º trimestre de 2014 o financiamento no exterior equivalia a 73,39% do capital tomado pela companhia, enquanto no último registro disponível, do 3º trimestre 2021, atinge-se o patamar dos 87,52%, o maior valor da série histórica.

Além disso, é notável a queda da importância, e consequente perda da predominância, do mercado bancário na concessão de crédito à estatal petrolífera brasileira. Este quadro se confirma na medida que o BNDES teve seu papel reduzido, de forma a evitar o endividamento cruzado de empresas estatais, limitando a capacidade de investimento e expansão da Petrobras enquanto agente do desenvolvimento econômico do país. Por fim, o padrão de financiamento posto no setor externo se aproxima ao que vem se moldando como o novo paradigma de captação na Petrobras, principalmente a partir do Governo Bolsonaro. Isto explicita o maior envolvimento da firma com os mercados de capitais, assim como as particularidades de cada ambiente. Tendo em vista que o ambiente externo é muito mais propício para esta interação do que o doméstico, pode-se concluir que o esforço da companhia em captar mais recursos no exterior é indício da sua consequente financeirização, enquanto assimilação de práticas financeiras e de gestão ativa da dívida empresarial.

A avaliação do padrão de financiamento da Petrobras dá nítidos indicativos de um característico processo de financeirização de empresa não-financeira em curso na estatal. Ainda assim, não se trata de um processo totalmente novo, tendo em vista a já predominante prática de tomada de crédito no exterior, que historicamente tem se baseado na emissão direta de títulos da empresa no mercado aberto de capitais (PETROBRAS, 2014). Porém, esta postura também advém de uma clara consequência do ambiente estrutural da economia brasileira, que é periférica e assim é sujeita à uma financeirização subordinada, que acabar por ter de praticar uma política monetária restritiva, através da manutenção de um elevado patamar de juros.

Verifica-se que a financeirização da Petrobras tem um caráter temporal, definido pela agenda política e pelo governo em questão. O período de 2014 a 2016, que compreende ainda o Governo Dilma, demonstra que a financeirização que avança sob a empresa advém principalmente das condições materiais estruturantes da economia brasileira, de tal maneira que a companhia acaba apenas sendo um sujeito relativamente passivo à financeirização subordinada característica do Brasil. De 2017 em diante, com o golpe parlamentar de 2016 conduzindo Temer a presidência, e a respectiva eleição de Bolsonaro em 2018, trazem uma agenda política e econômica que transformará a estatal petrolífera. Doravante, a Petrobras torna-se um sujeito ativo na financeirização, assimilando uma gestão e prática financeira, amplificando seu grau de envolvimento com o mercado de capitais, em especial o do setor externo. Portanto, há um possível aprofundamento do quadro de financeirização interna da companhia, em que o modelo de financiamento recentemente adotado é um forte indício desta trajetória.

6.3 REALIDADE ACIONÁRIA E GESTÃO FINANCEIRA

A composição acionária e a forma de relacionamento e alinhamento de expectativas da gestão das empresas não-financeiras com este grupo de agentes advindos do mercado de capitais são matérias enfatizadas na literatura da financeirização. Notável pelo desenvolvimento da perspectiva analítica da maximização do valor ao acionista (MVA), verifica-se que há uma tendência de ascensão dos acionistas, em especial na figura dos investidores institucionais, na participação decisória destas firmas, o que por sua vez vem modificando a estratégia empresarial e a gestão financeira como um todo (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2003).

Crotty (2003) indica a financeirização da firma como uma imposição da postura “impaciente” do mercado financeiro no comportamento empresarial. Neste sentido, há uma redução do horizonte de tempo para o retorno sobre o capital investido pelos acionistas, em que o lucro de curto prazo, fundamentado na especulação financeira e na redução de custos, torna-se a meta padrão para as companhias não-financeiras, visando atender este desejo acionário (AGLIETTA, 2000; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2003).

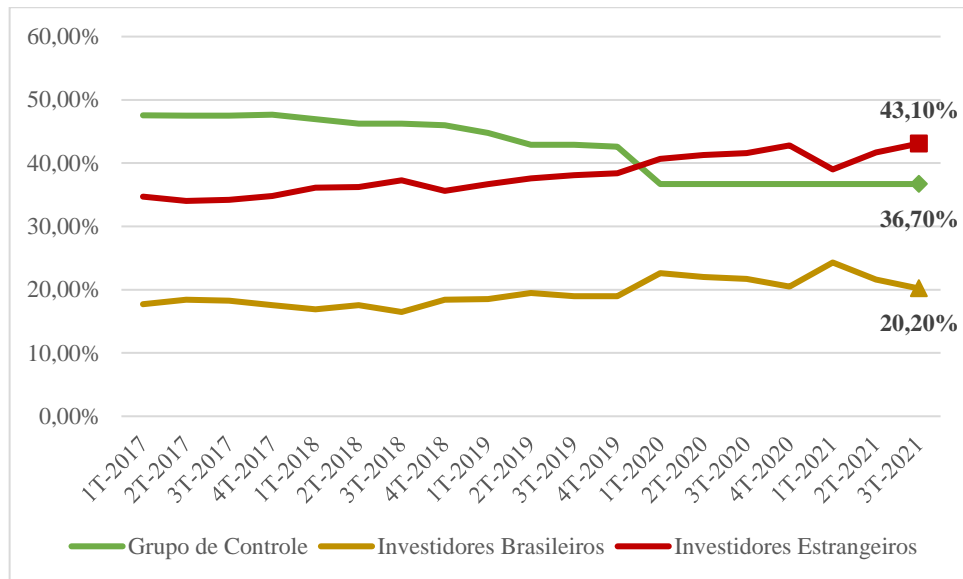
Esta crescente pressão do mercado de capitais tem sido indicada como responsável pela estagnação da acumulação real de capital percebida nas economias capitalistas, principalmente a partir dos anos 2000 (STOCKHAMMER, 2004; PALLEY, 2007; ORHANGAZI, 2008). Isto se dá pela alteração no comportamento das firmas, através da imposição da governança corporativa, elevando a influência acionária, e na ativa gestão financeira, através de movimentos patrimoniais em busca da valorização do preço da ação da companhia (AGLIETTA, 2000; BOYER, 2000; CHANG, 2005; MIRANDA; CROCCO; SANTOS, 2015).

O contexto identificado pela literatura da financeirização da firma permite a construção de algumas hipóteses fundamentais para averiguar se este processo ocorre na Petrobras. Estas são:

- 1) Ascensão do acionista advindo do mercado de capitais na composição acionária da empresa;
- 2) Adoção de práticas corporativas que condizem com as perspectivas de governança corporativa desejada pelo mercado financeiro, reduzindo o controle da administração;
- 3) Emprego de uma ativa gestão financeira e patrimonial na firma, através de práticas como a distribuição de dividendos e recompra de ações em busca da valorização acionária.

A figura 6.8 evidencia a evolução da composição acionária da Petrobras no período recente, permitindo a verificação da primeira e fundamental hipótese de ascensão da relevância e peso do acionista:

Figura 6.8 – Composição acionária do capital social da Petrobras, do 1º trimestre de 2017 ao 3º trimestre de 2021



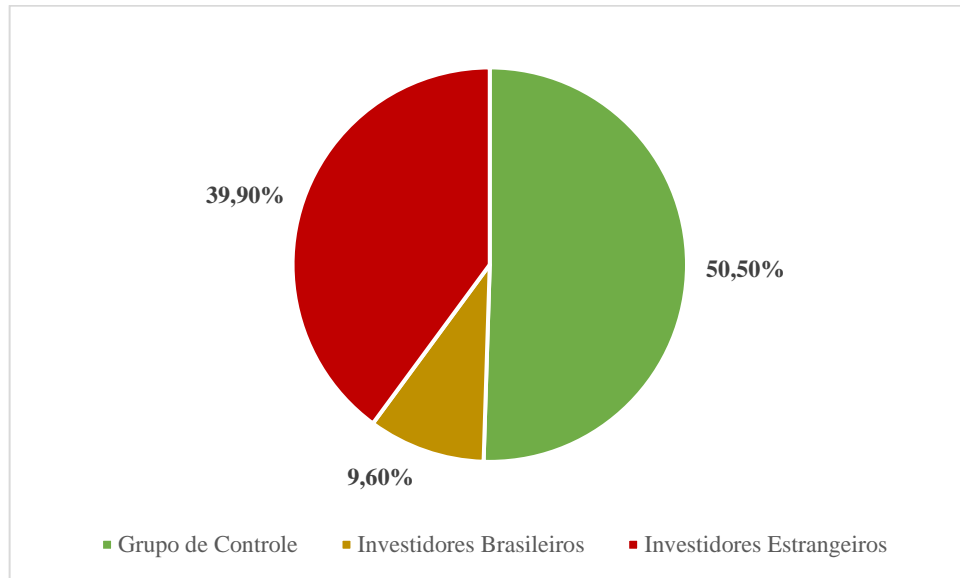
Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Historicamente, o principal acionista da Petrobras em participação no capital social da empresa sempre foi a União, que é compreendida na figura 6.8 como Grupo de Controle. Porém, pela primeira vez na história da companhia, este papel se modificou, a partir do 1º trimestre de 2020, quando os investidores estrangeiros atingiram o patamar de 40,7% do capital social da estatal, enquanto a União ficou estacionada em 36,7% de participação. Esta transformação ocorreu em fevereiro de 2020, quando o BNDES realizou a venda total de sua participação nas ações ordinárias da Petrobras, equivalente a 9,87% da composição (BNDES, 2020). O montante obtido com esta efetiva privatização foi US\$ 22 bilhões. Isto confirma a tendência, já apontada no padrão de financiamento da companhia, de retirada do apoio estatal à Petrobras, no sentido de reduzir o papel do estado no mercado petrolífero e no desenvolvimento econômico em favor da expansão do setor privado.

O quadro que vem sendo construído é de expansão do acionista, principalmente estrangeiro, na composição acionária da Petrobras, elevando a influência das expectativas deste grupo no planejamento estratégico da empresa. A estrutura de propriedade é uma forma relevante da financeirização, através da ascensão dos acionistas, começar a impactar neste comportamento. Mas outra relevante organização, derivada desta propriedade, é a estrutura de controle. O poder de voto, inclusive indicando representantes no conselho administrativo de uma firma, concretiza a influência direta do capital financeiro na empresa não-financeira. Assim, permite-se a influência direta na forma de gestão empresarial e de aplicação do capital, modificando o

planejamento em direção à maximização do valor ao acionista. A figura 6.9 dispõe do controle acionário das ações ordinárias (ON) da Petrobras, que têm poder de voto:

Figura 6.9 – Composição acionária das ações ordinárias (PETR3, PBR-ADR) da Petrobras em novembro de 2021



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

O controle acionário ainda está nas mãos da União, que possui 50,5% das ações votantes, mas está muito próxima do limiar mínimo de controle da Petrobras, de forma que relevância dos votos de outros acionistas, como os investidores estrangeiros que possuem 39,9%, é fundamental nas decisões do conselho administrativo. A trajetória acionária atual da empresa, que se constituiu a partir do Governo Bolsonaro, segue uma perspectiva de desnacionalização e desestatização. O quadro vigente é totalmente oposto ao que foi realizado nos governos petistas, em especial o de Lula, em que a capitalização da Petrobras foi utilizada como uma oportunidade de elevar o controle acionário da União.

A ascensão dos investidores advindos das Bolsas de Valores na propriedade e controle acionário da Petrobras provocou mudanças nas práticas corporativas, financeiras e estratégicas. Exemplo disto é o recente esforço da companhia na ampliação da gestão fundamentada na governança corporativa, de forma que conseguiu retornar para o quadro associativo do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), do qual havia sido membro de 2002 a 2015 (PETROBRAS, 2021c). É perceptível que este movimento também ocorreu em decorrência da Operação Lava Jato, mas isto não diminui o fato de que a ampliação desta estrutura eleva o poderio dos acionistas minoritários sob o comportamento da empresa.

A Petrobras, desde 2014, vem implementando uma série de medidas que atinjam o padrão de governança corporativa requerido pelo IBGC. A migração de suas ações existentes na B3 (Bolsa de Valores de São Paulo) para o segmento superior de governança corporativa, concebido como o Nível 2, acarretou a adoção de uma política de *tag along*²³ de 100% para as ações negociadas em bolsa da companhia (B3, 2011). Isto elevou não só a relevância dada aos acionistas minoritários, mas ampliou a remuneração e os benefícios dados a este grupo de investidores, visto a equalização de direitos entre acionistas controladores sob os valores recebidos na venda de ações.

A entrada no IBGC trouxe requerimentos adicionais aos já adotados após a migração para o Nível 2 de Governança Corporativa da B3. Dentre elas, destacam-se duas: 1) Alteração do Estatuto Social da Petrobras, exigindo um percentual mínimo de 40% de membros independentes no Conselho de Administração; 2) Adoção da Política de Indicação, que estabelece requisitos mínimos para a nomeação de membros da Alta Administração (PETROBRAS, 2021c). Estas medidas conduzem à perda de autonomia decisória da gestão e da União sob a companhia, elevando o poder e a voz dos acionistas institucionais dentro da estatal petrolífera.

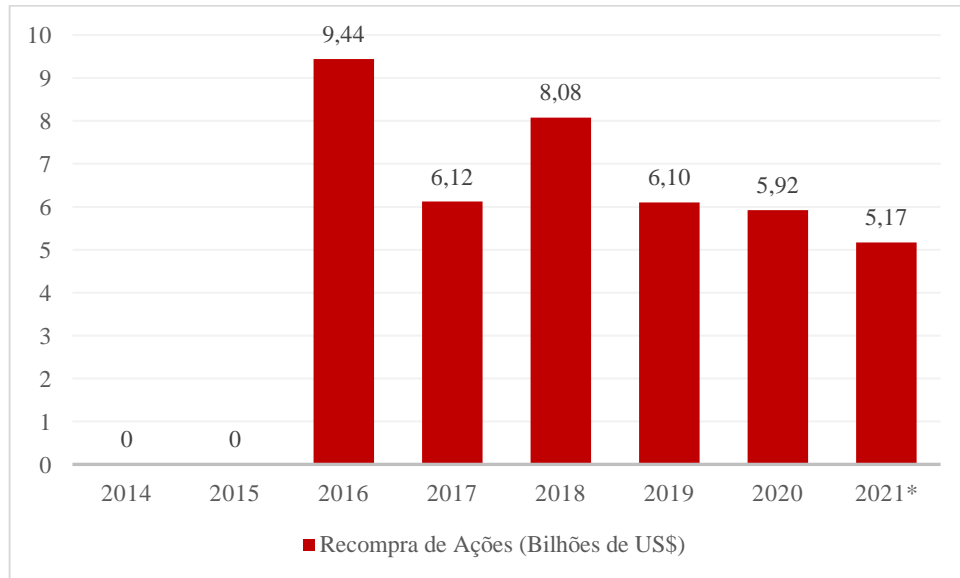
Este quadro da Petrobras é um nítido indicativo de um processo de financeirização da firma em curso, pois estão em congruência com as hipóteses, apontadas na literatura, de ascensão de participação e relevância dos acionistas, e da aplicação da governança corporativa na gestão empresarial, configurando maior importância decisória aos investidores institucionais. A maior influência deste grupo na estratégia e práticas da companhia permite o aprofundamento da financeirização através do maior envolvimento com o mercado de capitais, mas agora através da ativa gestão financeira e acionária da companhia.

Práticas como a distribuição de dividendos tornam-se prioridade na estratégia empresarial, assim como a recompra de ações também permite uma rápida valorização no preço das ações da empresa, entregando assim valor ao acionista. A fim de verificar se esta terceira hipótese encontrada na literatura do MVA e da financeirização da empresa não-financeira se confirma,

²³ O *tag along* é uma política concedida à acionistas minoritários da estrutura de controle da empresa. Esta dá maior segurança a este grupo de investidores ao permitir que estes “sigam” os movimentos e valores de vendas de ações ordinárias da companhia dos sócios majoritários. Segundo os termos da B3, o *tag along* mínimo para abertura de capital é de 80%. Em uma situação de venda de parte das ações do grupo majoritário por um determinado valor, o *tag along* possibilita que os acionistas minoritários também vendam seus papéis por pelo menos 80% do preço acertado na liquidação feita pelo grupo controlador. Caso o *tag along* seja de 100%, os acionistas minoritários têm o direito de também alienar suas ações pelo mesmo valor acertado na venda das ações dos sócios majoritários.

as figuras 6.10 e 6.11 demonstram o recente histórico da política de recompra de ações e da remuneração aos acionistas da Petrobras:

Figura 6.10 – Valor nominal, em bilhões de US\$, aplicado na prática de recompra de ações pela Petrobras, de 2014 ao terceiro trimestre de 2021*



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Figura 6.11 – Valor nominal, em bilhões de R\$, aplicado na distribuição de dividendos aos acionistas pela Petrobras, de 2006 ao terceiro trimestre de 2021*



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

A figura 6.10 denota o aumento expressivo dos gastos com a recompra de ações por parte da Petrobras, que de 2016 a 2021 totalizaram um montante de aproximadamente US\$ 40,8 bilhões. O realinhamento do foco em direção à proteção do valor de mercado, buscando maximizar os ganhos acionários, fica ainda mais estarrecedor quando verificado que a mesma Petrobras

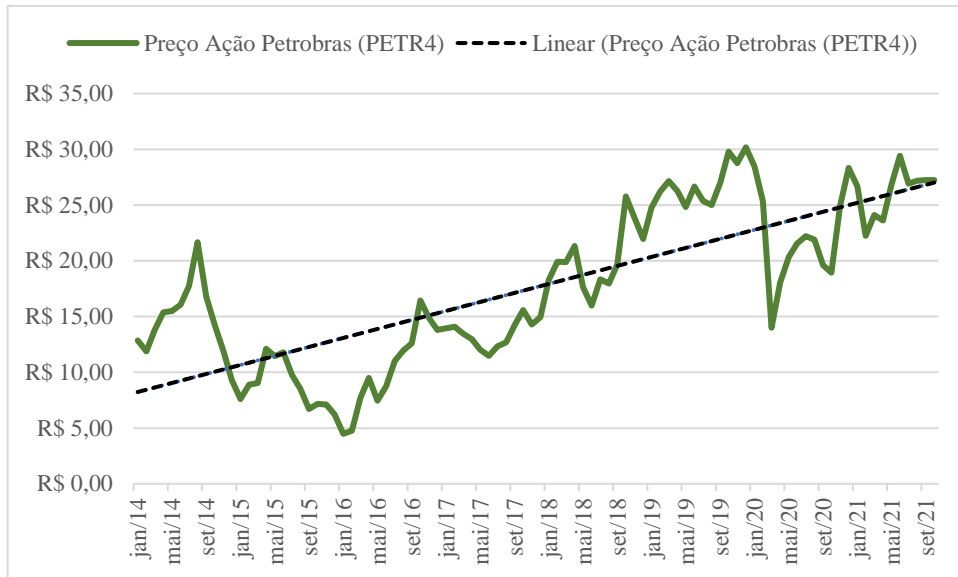
gastou somente cerca de US\$ 1,8 bilhão com programas de *share buyback* de 2005 a 2015. A prática de recompra pode inclusive ter auxiliado na recente trajetória de valorização da empresa nas Bolsas de Valores de São Paulo e Nova Iorque, ainda que o efeito seja mais atenuado nesta última, como evidenciado nas figuras 6.12 e 6.13.

A remuneração aos acionistas recebeu um grande impulso em 2021, um ano certamente atípico quando comparado ao padrão recente da distribuição dos lucros da companhia. Após 3 anos de repetidos prejuízos, a atual gestão visa recompensar os acionistas pela espera, pois desde já pagou cerca de R\$ 31,6 bilhões para o ano, e indicou um adiantamento adicional de R\$ 31,8 bilhões até o fim do quarto trimestre de 2021 (RAMALHO et al., 2021). Desta quantia distribuída, a maior parte será a dos investidores estrangeiros, que receberão uma soma de aproximadamente 25,7 bilhões de reais, enquanto a União terá direito a R\$ 23,3 bilhões e os investidores brasileiro a R\$ 14,4 bi (PETROBRAS, 2021d).

A atual forma de gestão patrimonial e financeira da empresa traz uma grande remuneração acionária, se efetivando enquanto uma estratégia de maximização do valor ao acionista. A diferença temporal e de administração, principalmente no tocante à prática de recompra de ações, indica os diferentes papéis atribuídos a Petrobras na visão de cada governo e projeto político.

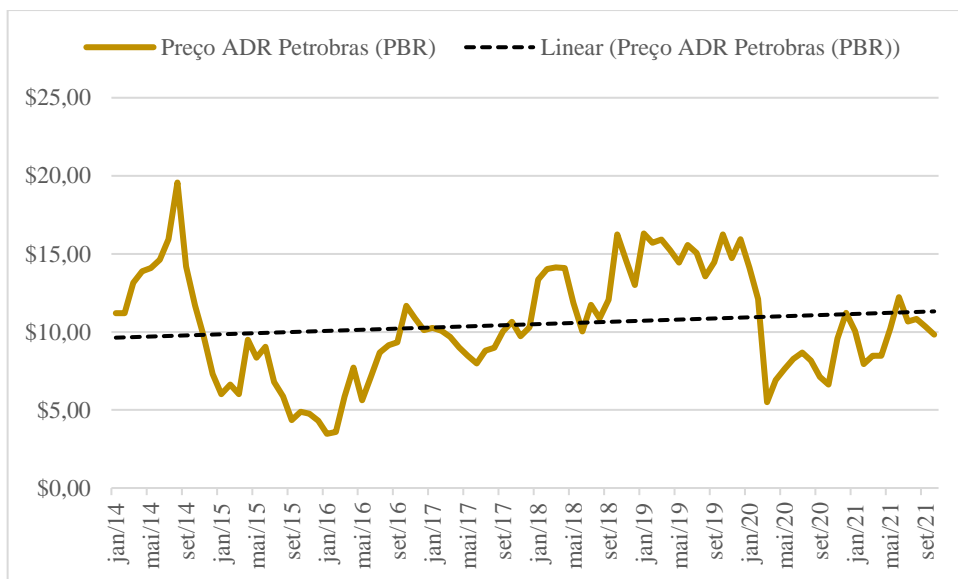
Os Governos de Lula e Dilma utilizavam a estatal petrolífera como um agente indutor do desenvolvimento econômico do país, além do esforço de nacionalização e de segurança energética, inclusive no tocante ao abastecimento de derivados (PINTO, 2020). Os Governos de Temer e Bolsonaro adotam radicalmente a estratégia do “reduzir e distribuir”, trazendo o horizonte de tempo da estratégia empresarial da Petrobras para o curto prazo, favorecendo a “finança impaciente”, efetivando um quadro de financeirização de empresa não-financeira na companhia (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2003). Esta forma de gestão, que favorece os acionistas em detrimento de uma estratégia nacional e produtiva de longo prazo, impactou no valor da firma nas Bolsas de Valores, como demonstrado nas figuras 6.12 e 6.13:

Figura 6.12 – Evolução do preço, em R\$, da ação preferencial (PETR4) da Petrobras na B3 (Bolsa de Valores de São Paulo), de 2014 a outubro de 2021, com linha de tendência linear



Fonte: B3. Elaboração própria.

Figura 6.13 – Evolução do preço, em US\$, da ADR (PBR) da Petrobras na NYSE (Bolsa de Valores de Nova Iorque), de 2014 a outubro de 2021, com linha de tendência linear



Fonte: NYSE. Elaboração própria.

As ações na Bolsa de Valores de São Paulo demonstram uma recuperação vigorosa, principalmente quando comparadas à ADR cotada na NYSE, que vinha se recuperando, mas com a crise da COVID-19 acabou retornando a baixos patamares de valorização. Um interessante indicativo das duas trajetórias é a temporalidade da recuperação do valor acionário perdido com a crise econômica e reputacional iniciada em 2014 com a Lava Jato e a desaceleração da economia brasileira. Este reestabelecimento de um patamar elevado da valorização da empresa se dá justamente no início da transição a uma gestão financeirizada, que incorpora uma postura patrimonial e financeira no comportamento da Petrobras, através da

recompra de ações e do esforço pela redução da dívida para poder distribuir em maior montante os dividendos. Evidência do caráter desta gestão corporativa financeirizada é a recente aprovação feita pelo Conselho Administrativo, em 24 de novembro de 2021, do aprimoramento da Política de Remuneração aos Acionistas para uma partilha trimestral, além de praticamente instituir ao Estatuto Social da Petrobras a obrigatoriedade de distribuição de dividendos em determinados contextos (PETROBRAS, 2021e). A nova política segue como:

A Companhia estabelece uma remuneração mínima anual de US\$ 4 bilhões para exercícios em que o preço médio do *Brent* for superior a US\$ 40/bbl, a qual poderá ser distribuída independente do seu nível de endividamento, desde que observados os princípios previstos na Política. [...] Em caso de dívida bruta igual ou inferior a US\$ 65 bilhões e de resultado positivo acumulado, a serem verificados no último resultado trimestral apurado e aprovado pelo Conselho de Administração, a Companhia deverá distribuir aos seus acionistas 60% da diferença entre o fluxo de caixa operacional e os investimentos, conforme equação abaixo, desde que o resultado desta fórmula seja superior ao valor previsto no item 1 e não comprometa a sustentabilidade financeira da Companhia. [...] Independentemente do seu nível de endividamento, a Companhia poderá, em casos excepcionais, realizar o pagamento de dividendos extraordinários, superando o dividendo mínimo legal obrigatório e/ou os valores estabelecidos nos itens 1 e 2, desde que a sustentabilidade financeira da Companhia seja preservada. [...] Além disso, a Companhia poderá excepcionalmente promover a distribuição de dividendos extraordinários mesmo na hipótese de não verificação de lucro líquido, uma vez atendidas as regras previstas na Lei 6.404/76 e observados os critérios definidos na Política (PETROBRAS, 2021e, p. 1-2).

O atual quadro financeirizado da Petrobras confirma a variável “distribuir” do notável conceito “reduzir e distribuir” de Lazonick e O’Sullivan (2000). Portanto, agora faz-se necessário aprofundar na variável “reduzir” e verificar a gestão operacional da companhia, e de que maneira esta lidou com sua alavancagem, endividamento, custos e despesas para conseguir obter um lucro líquido suficiente para aplicar a política de dividendos realizada em 2021.

6.4 PRÁTICAS DE REDUÇÃO

O contexto interno de uma empresa não-financeira que se encontra modificada pela financeirização, acaba por realinhar expectativas e objetivos da estratégia empresarial para a obtenção de lucro líquido. Engendra-se na gestão uma “impaciente” estratégia financeira de criação de riqueza ao acionista (CROTTY, 2003). Como foi observado na seção anterior, a recente transformação da estrutura acionária e de controle das firmas, como a Petrobras, permitiu a construção de uma organização empresarial que dá maior voz e relevância ao mercado financeiro. Esta mudança tem provocado o encurtamento do horizonte de tempo para obtenção do lucro, focando nos ganhos de curto prazo, através de medidas como o corte de custos no trabalho e desinvestimentos que elevam a margem de lucro imediata. Tal cenário afeta negativamente o investimento produtivo nas firmas e nas economias domésticas como um

todo, no que vem sendo identificado como uma desaceleração da acumulação de capital no quadro de um capitalismo financeirizado (PLIHON, 1999; BOYER, 2000; STOCKHAMMER, 2004).

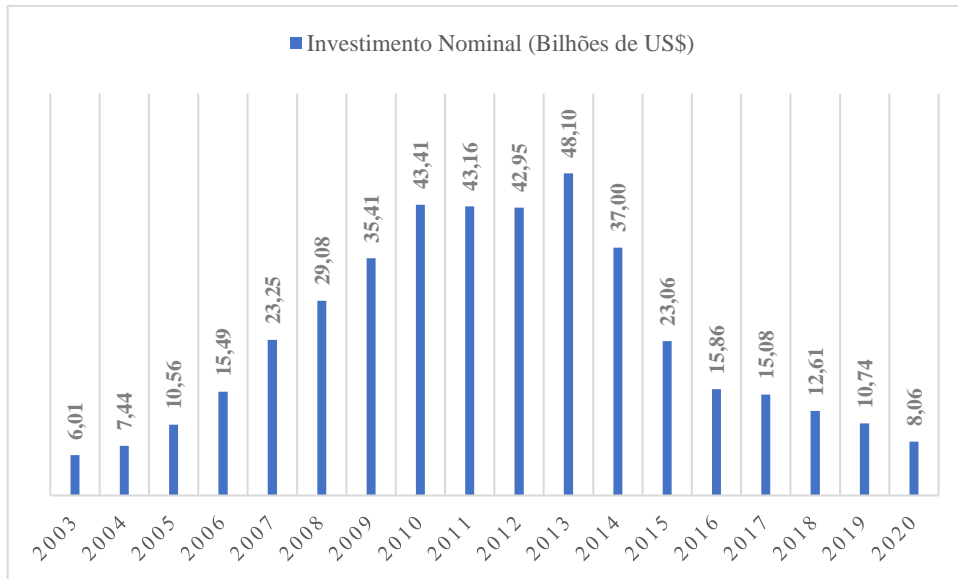
Lazonick e O’Sullivan (2000) apontam que este novo padrão de estratégia e prática empresarial está fundado no conceito de “reduzir e distribuir”. A seção anterior tratou de verificar o lado distributivo desta estratégia, em que os repasses e remunerações ao mercado de capitais tornam-se cada vez mais constantes, evidenciando uma das formas de transferência da riqueza produzida no capitalismo financeirizado. O outro lado, da redução, advém da construção de uma gestão focada na governança corporativa, e que busca atender as demandas do mercado financeiro, atendendo aos padrões de avaliação de performance (BOYER, 2000; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CUSHEN, 2013).

Esta literatura verifica três tendências nas economias e empresas, de forma que isto permite a criação das hipóteses a serem testadas para avaliar se há financeirização na Petrobras. Estas são: 1) Tendência de desaceleração do investimento produtivo em direção à aplicação financeira; 2) Concentração da mobilização de capital nas principais atividades econômicas da empresa em relação à sua rentabilidade (realinhamento em direção ao *core business*); 3) Pressão nos custos do trabalho e nos trabalhadores, visando elevar as margens de lucro através da redução das despesas trabalhistas (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2003; STOCKHAMMER, 2004; ORHANGAZI, 2008; THOMPSON, 2013).

Boyer (2000) identifica este novo padrão de economia financeirizada como um novo regime de acumulação liderado pelas finanças (*finance-led*). Nesta forma de organização econômica, a decisão de investimento não se fundamenta apenas no comportamento da demanda, do consumo, como ocorria nas economias fordistas, mas se fundamenta em diversas restrições impostas pelos acionistas advindos diretamente do mercado de capitais, tornando as empresas mais receosas e aversas às incertezas do investimento produtivo (BOYER 2000; STOCKHAMMER, 2004). Para verificar esta tendência de desaceleração do investimento produtivo, as figuras 6.14 e 6.15 demonstram os montantes totais de inversões da Petrobras como um todo e a razão entre as aplicações financeiras²⁴ de curto prazo e os investimentos:

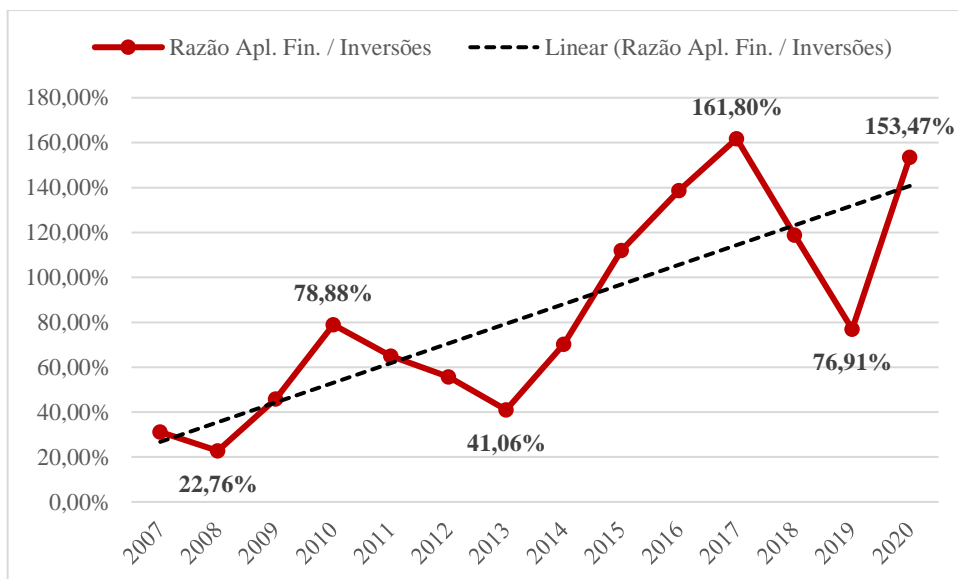
Figura 6.14 – Evolução do investimento nominal, em bilhões de US\$, feito pelo Petrobras, de 2003 a 2020

²⁴ Para o cálculo das aplicações financeiras, foram somados os equivalentes de caixa e respectivas aplicações em títulos mobiliários, como indicado nas demonstrações financeiras da companhia (PETROBRAS, 2020a).



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Figura 6.15 – Evolução percentual da razão das aplicações financeiras sobre os investimentos nominais da Petrobras, de 2007 a 2020, com linha de tendência linear



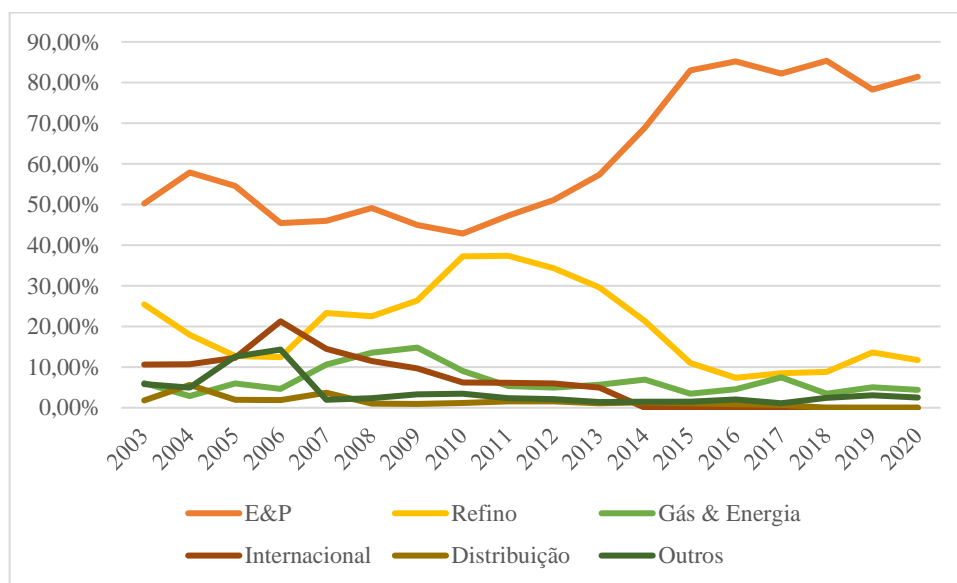
Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Acompanhando a evolução do investimento nominal da Petrobras é perceptível o contraste entre duas gestões com diferentes objetivos e estratégias, assim como a expressiva redução do montante aplicado ao longo dos anos. A queda de aproximadamente 83% das inversões da companhia indica a adoção radical do plano de desalavancagem da Petrobras, praticamente interrompendo qualquer projeto de expansão da capacidade produtiva da empresa, salvo o setor de exploração e produção (E&P), vide figura 6.16.

Esta movimentação se contrasta ainda mais ao verificar a razão entre o montante empregado nas aplicações financeiras sobre o volume investido. A tendência que se apresenta ao longo dos

anos é de ampliação da relevância da quantia aplicada em títulos mobiliários e outros ativos financeiros líquidos em detrimento das inversões, ultrapassando o patamar dos 100% pela primeira vez em 2015. Portanto, verifica-se nitidamente a hipótese de tendência da desaceleração do investimento produtivo em favor da estratégia de aplicação financeira na Petrobras. Esta perspectiva de redução de custos através do corte das inversões, elevando a margem de lucro em curto prazo, se encaixa no quadro desejado por uma gestão financeirizada. Porém, é fundamental também denotar: não há inexistência de expansão produtiva. O que pode ser verificado, em conjunto com a tendência de desaceleração, é a segunda hipótese colocada pela literatura, de concentração do capital empregado nas atividades econômicas principais. Para tal avaliação, a figura 6.16, que ilustra a evolução percentual de quais setores da Petrobras estão sendo abarcadas pelo montante ainda existente de investimento produtivo, poderá auxiliar nesta verificação:

Figura 6.16 – Evolução percentual do investimento nominal por setor, feito pelo Petrobras, de 2003 a 2020



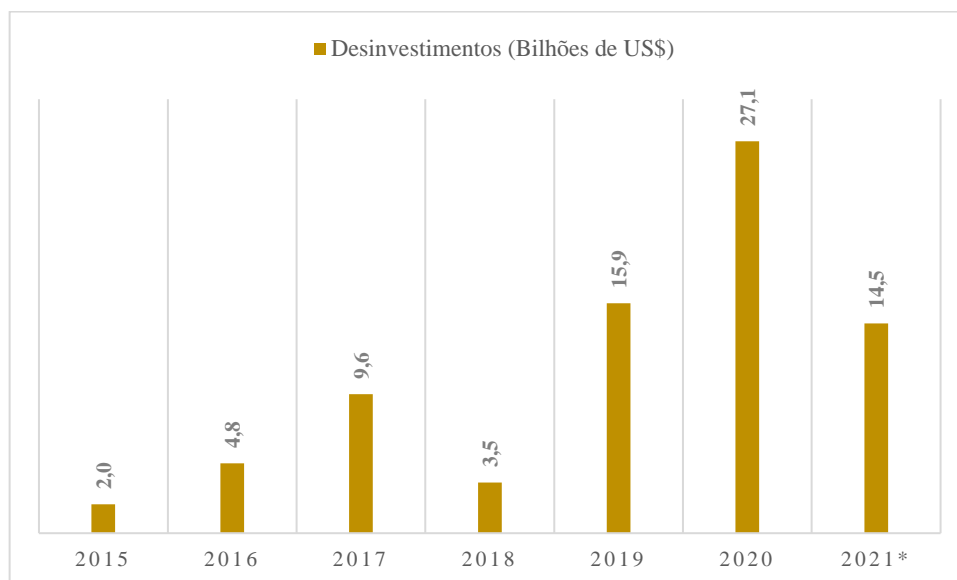
Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Há um claro foco na atividade de E&P, enquanto praticamente se abandonam outras áreas de negócio. Destaque especial à expressiva redução de inversões setor de refino, que durante o Governo Lula obteve tanto destaque em um sentido de uma política de abastecimento de derivados que atendesse a demanda interna (PINTO, 2020). O índice de 81,38% dos investimentos realizados serem direcionado a E&P constitui um quadro de realinhamento dos esforços de capital para o *core business*. Este é um movimento comum em um cenário de financeirização, pois, como indicam Lazonick e O'Sullivan (2000), a estratégia de *downsizing* leva as empresas a destinarem uma parte cada vez maior da sua capacidade de geração de fluxo

de caixa para a distribuição de dividendos e recompra de ações, afetando negativamente o montante reservado à expansão produtiva da companhia.

Neste sentido, o foco no *core business* também se traduz na desalienação das atividades mais secundárias e menos rentáveis. Plihon (2005) assinala que a redução é do tamanho da firma é vista com bons olhos pelo mercado de capitais pois permite um maior controle estratégico e decisório por parte dos acionistas minoritários. Desta forma, atende-se aos interesses dos investidores externos, há menor custo de monitoramento da companhia, assim como reduz-se o risco de expropriação da riqueza do acionista minoritário por parte da administração executiva ou do sócio majoritário (PLIHON, 2005; MIRANDA; CROCCO; SANTOS, 2015). Portanto, selecionar a atividade principal e se desfazer dos ativos produtivos não imediatamente relacionados à eficiência de capital e lucratividade do *core business* tem se verificado como uma tendência comum e concomitante ao avanço da financeirização sobre as empresas não-financeiras. A fim de verificar esta tendência, a figura 6.17 traz os valores absolutos obtidos com a privatização de ativos da estatal brasileira, e a tabela 6.1 detalha as principais desalienações:

Figura 6.17 – Valores nominais, em bilhões de US\$ obtidos com a desalienação de ativos da Petrobras, de 2015 a novembro de 2021



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Tabela 6.1 – As 10 maiores privatizações da Petrobras em valor nominal, em milhões de US\$, de 2015 a novembro de 2021 / *Ano de conclusão da venda, sendo a liquidação fracionada em diferentes anos

Ano	Ativo	Valor (milhões de US\$)	Sector
2020	9,87% das ações ordinárias da Petrobras sob controle do BNDES	22.000	Companhia

2021*	Desalienação total da Petrobras Distribuidora S.A. (BR)	15.411	Distribuição
2020*	Desalienação total da Transportadora Associada de Gás S.A. (TAG)	8.927	Transporte
2021*	Desalienação total da Nova Transportadora do Sudeste S.A. (NTS)	5.533	Transporte
2017	Cessão de 25% da participação no Campo de Roncador para a norueguesa <i>Statoil/Equinor</i>	2.900	E&P
2016	Desalienação da participação total no bloco BM-S-8 na Bacia de Santos	2.500	E&P
2018	Parceria com a francesa <i>Total</i> no Campo de Lapa e em segmentos <i>upstream</i> e <i>downstream</i>	2.200	Companhia
2021*	Desalienação total da Petrobras Gás S.A. (Gaspetro)	2.294	Distribuição
2021	Desalienação total da Refinaria Landulpho Alves (RLAM)	1.650	Refino
2020*	Desalienação total da Petrobras Oil & Gas B.V. (PO&GBV)	1.454	E&P

Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

A política de desinvestimentos da Petrobras, defendida ainda no Plano de Negócios e Gestão 2015-2019 da administração Bendine, é aprofundada a partir da gestão de Pedro Parente. Porém, o real avanço na agenda de privatizações ocorreu com a chegada do Governo Bolsonaro, em que os três anos, de 2019 a 2021, já atingiram um montante de US\$ 57,5 bilhões em desalienações, quase três vezes maior em valor do que foi obtido nos quatro anos anteriores. A soma obtida a partir da gestão Castello Branco é tão elevada que os valores dos desinvestimentos superam as inversões em todos os anos. Portanto, é inegável que a prática de “reduzir e distribuir” vem sendo efetivamente aplicada na Petrobras, caracterizando um inigualável e rápido quadro de financeirização.

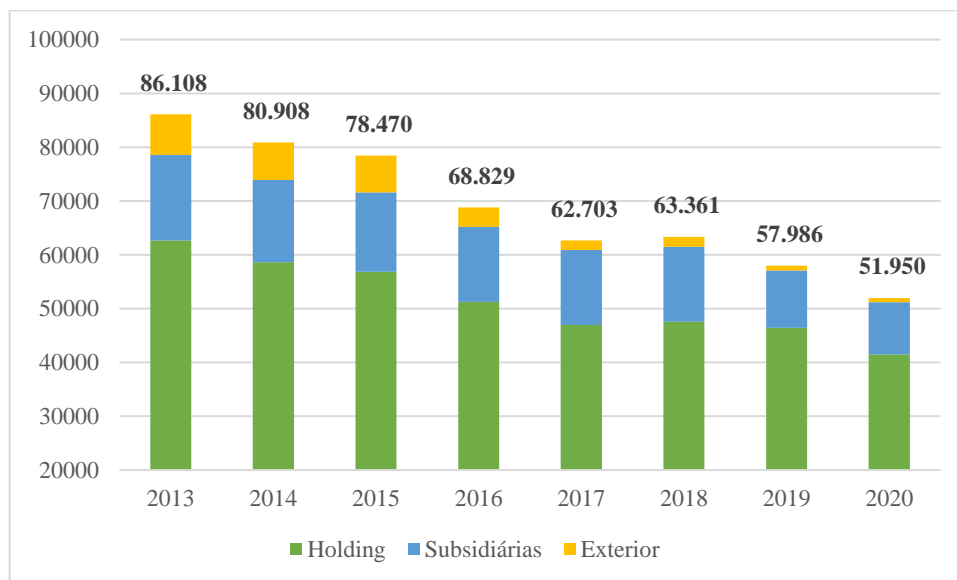
A análise das principais desalienações ocorridas no período permite verificar o impacto de cada venda na construção da atual estratégia da companhia. A venda da participação total nas ações ordinárias sob as quais o BNDES mantinha posse demonstra uma nítida perspectiva de reduzir o papel da União, e ampliar o poderio e capacidade decisória do investidor institucional na Petrobras. As liquidações de ativos nas áreas de distribuição, transporte e refino indicam o realinhamento da firma em direção a uma estratégia de curto prazo, abandonando investimentos rentáveis, assim como a adoção do planejamento focado no *core business*, que atualmente é o Pré-Sal (PINTO, 2020).

A última variável e hipótese que se coloca no conceito de “reduzir” no quadro financeirizantes de firmas não-financeiras é o trabalho. Neste sentido, a recente emergência prática de “governança por números” vem aprofundando o efeito da financeirização no trabalho, assim como tornar a redução de despesas trabalhistas um ponto focal de uma ativa gestão financeira da empresa. Essa “governança por números” se fundamenta na criação e avaliação da

performance de diferentes firmas por meio de *benchmarks* financeiros (BOYER, 2000; CUSHEN, 2013). Desta forma, formulam-se variáveis analíticas financeiras comparáveis mesmo entre empresas de diferentes setores de atividades econômicas, permitindo a ampliação da competição entre o desempenho das empresas no mercado de capitais.

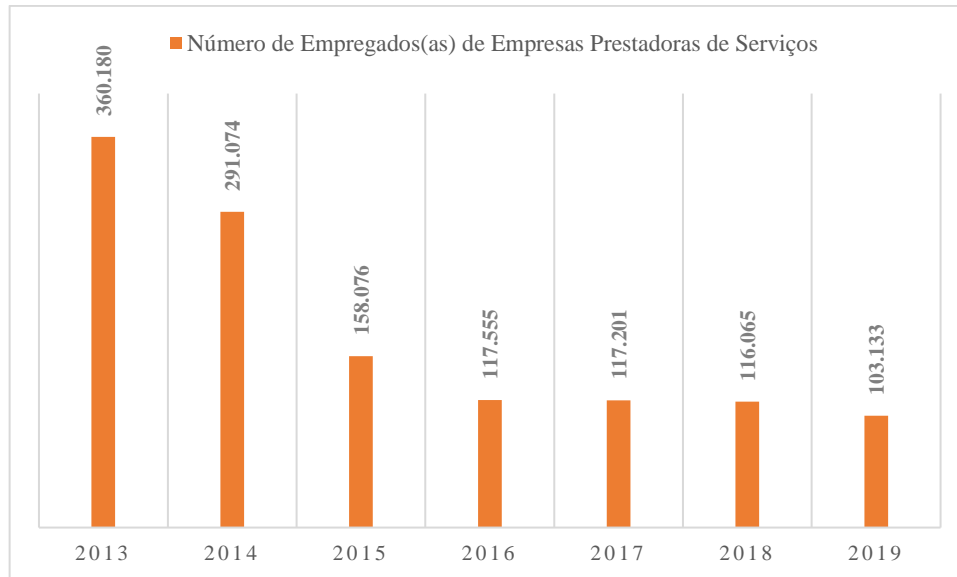
Como indica Lopes (2021), esta “governança por números” se estendeu ao mercado de trabalho, engendrando a quantificação e comparabilidade de metas de trabalho e de performance entre diferentes trabalhadores. Esta unificação analítica em um *benchmark* comparável acaba por introduzir o critério e avaliação financeira em todas as atividades empresariais e laborais. Isto não apenas condiz com o que este mercado de capitais deseja destas empresas, mas cria um forte mecanismo de controle dos custos, da produtividade e dos trabalhadores em si, permitindo ainda maior maleabilidade deste custo variável que são os funcionários (LOPES, 2021). Desta forma, os cortes acabam focalizando essencialmente no custo dos trabalhadores, reduzindo cada vez mais o número de empregados. A fim de verificar esta hipótese, as figuras 6.18 e 6.19 evidenciam a evolução da quantidade de trabalhadores diretos e terceirizados na Petrobras:

Figura 6.18 – Evolução do número de trabalhadores diretos no quadro efetivo da Petrobras, de 2013 a 2020



Fonte: Ministério da Economia. Elaboração própria.

Figura 6.19 – Evolução do número de trabalhadores terceirizados que prestam serviço à Petrobras, de 2013 a 2019

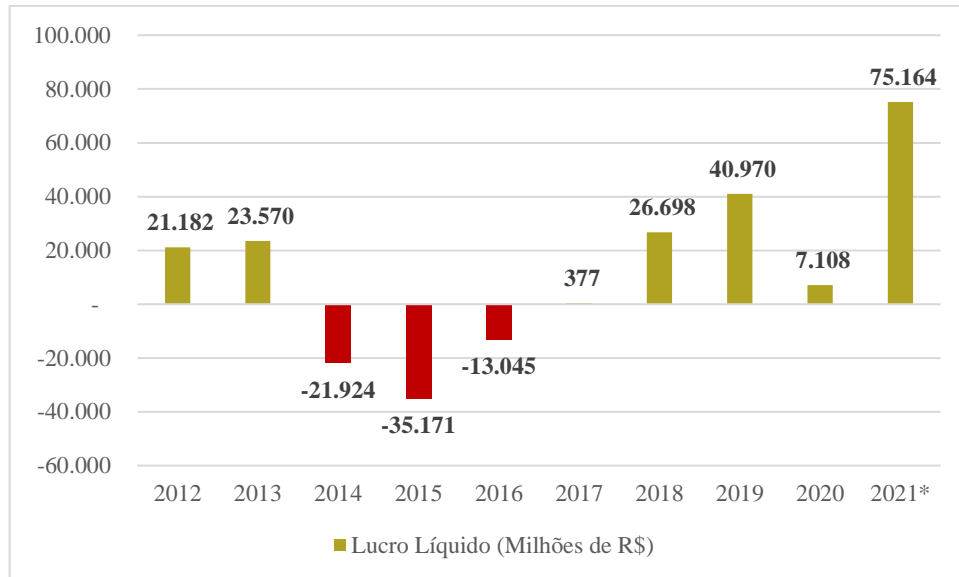


Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

As duas séries históricas demonstram a mesma tendência de queda ao longo do tempo, mas ainda assim evidenciam também suas especificidades e possíveis causas. O impacto da crise econômica iniciada em 2014 não é segredo, e a expressiva queda na quantidade de terceirizados prestando serviço a Petrobras, de 2013 a 2015, demonstra a severidade desta recessão econômica. Os trabalhadores terceirizados tendem a sofrer com maior rotatividade no mercado de trabalho, pois trata-se de um emprego que se fundamenta em uma gestão flexível e na maior facilidade em demissão (ANTUNES; DRUCK, 2015). Portanto, muito da queda inicial verificada está diretamente associada à crise econômica, que gerou um choque no mercado de trabalho, afetando primeiramente os postos mais flexíveis, como são os prestadores de serviços. A mesma tendência de impacto da recessão também se verifica no quadro de trabalhadores diretos da Petrobras, mas de forma muito mais atenuada, justamente devido à maior proteção laboral e rigidez existente nestes postos, em especial os atrelados ao serviço público.

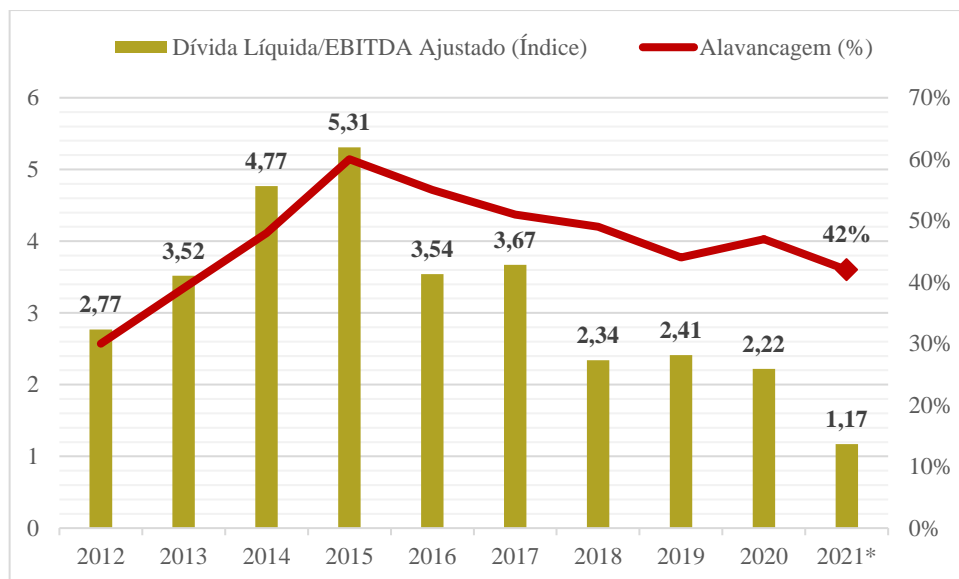
Ainda assim, a tendência se aprofunda em 2019 nos trabalhadores terceirizados e ela se mantém desde 2016 nos funcionários diretos da Petrobras. Porém, em termos de restrição financeira, a companhia já havia atingido um patamar satisfatório em seu lucro líquido e na redução do endividamento já no ano de 2018, como demonstram as figuras 6.20 e 6.21:

Figura 6.20 – Evolução do lucro líquido da Petrobras em valores nominais, em milhões de R\$, de 2012 ao terceiro trimestre de 2021



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Figura 6.21 – Evolução do índice Dívida Líquida/EBITDA Ajustado e do percentual de Alavancagem da Petrobras, de 2012 ao terceiro trimestre de 2021



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

A trajetória financeira da Petrobras já dava indícios de melhora em 2018, com a obtenção do primeiro lucro líquido acima dos 10 bilhões de reais desde 2013, além da redução do índice Dívida Líquida/EBITDA Ajustado para 2,34, com a alavancagem seguindo o padrão de queda, atingindo 49%. Mas a política de redução dos custos do trabalho continuou com forte implementação, principalmente direcionada aos funcionários diretos.

A Petrobras lançou diversos Programas de Desligamento Voluntário (PDVs), nos quais visa reduzir o número de trabalho no quadro efetivo, assim como diluir o impacto de rescisões trabalhistas, podendo atingir uma economia de até R\$ 4 bilhões até 2025 com os PDVs

(PETROBRAS, 2020b). Como indicam Moura, Ramos e Pessoa (2019), os programas, na ótica da Petrobras, tornam-se fundamentais para o equilíbrio e melhoria dos resultados financeiros da companhia. Inclusive, a própria Petrobras reafirma esta posição:

A Petrobras reforça o seu compromisso com a transparência e o respeito a todos os seus empregados. Essas medidas buscam a maximização de valor aos acionistas e estão alinhadas com os cinco pilares estratégicos da companhia: (a) maximização do retorno sobre o capital empregado; (b) redução do custo do capital; (c) busca incessante por custos baixos; (d) meritocracia; (e) respeito às pessoas e ao meio ambiente e foco na segurança de suas operações (PETROBRAS, 2020b, p. 2).

Como indicado pelo trecho, a atual estratégia posta na Petrobras é a da maximização do valor ao acionista, como também verificam o estudo de Jesus e Ferreira (2021). Adotando o modelo do “reduzir e distribuir”, a hipótese de pressão nos custos do trabalho se confirma enquanto uma evidente estratégia para um resultado financeiro positivo de curto prazo, como evidenciado pelos R\$ 75 bilhões de lucro líquido até o terceiro trimestre de 2021.

As três hipóteses aqui postas, relacionadas à estrutura analítica da maximização do valor ao acionista e do “reduzir e distribuir” se encontraram verificadas ao serem confrontadas com a evidência empírica. A atual prática e administração da Petrobras, especialmente após o Governo Temer e com um intenso aprofundamento no Governo Bolsonaro, dão indícios da ocorrência de um acentuado processo de financeirização da firma. Para concluir a análise aqui proposta, agora faz-se necessário reunir todas as testagens empíricas e suas respectivas hipóteses.

7 CONCLUSÃO

A mudança pela qual a gestão estratégica e corporativa da Petrobras passou em 2015, dando o tom para o atual quadro administrativo da companhia, reuniu nítidos indícios de um processo em curso de financeirização da firma não-financeira. A ascensão do acionista minoritário, em especial o investidor institucional estrangeiro, na estrutura de propriedade e controle da Petrobras, foi uma das causas provocadoras desta transformação, em direção a uma estratégia com um horizonte de tempo de curto prazo, de maximização do valor ao acionista.

Este redirecionamento trouxe a governança corporativa como uma estrutura central de administração empresarial, na perspectiva de ampliar a influência dos acionistas minoritários sobre o Conselho Administrativo e nas decisões da companhia. A Petrobras teve uma profunda transformação neste sentido a partir de 2016. A migração de suas ações para o Nível 2 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (B3), e o retorno ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), provocaram uma série de mudanças. Cabe destacar a equalização dos direitos de vendas de ações dos acionistas minoritários aos do sócio majoritário, além da ampliação do número de membros independentes compondo o Conselho, reduzindo a autonomia própria da companhia em sua gestão e estratégia.

A consolidação da ampliação de voz decisória e de controle do Conselho Administrativo da Petrobras permitiu também a efetivação da estratégia “reduzir e distribuir” na estatal. A elevação da remuneração aos acionistas e sua definição como prioridade tornaram-se fundamental nos últimos anos, evidenciada pela normalização da prática de recompra de ações, e principalmente explicitada pelo aprimoramento na Política de Remuneração feito em novembro de 2021, que instituiu oficialmente a distribuição trimestral de dividendos, além do dever de remuneração em determinados contextos econômicos.

O avanço da política de desinvestimento é explícito, tornando-se o lado mais evidente da estratégia de redução da companhia. Esta prática, indicativa do processo de financeirização que toma a Petrobras, leva à tendência de realinhamento dos esforços empresariais e de capital em direção à principal atividade econômica da empresa, focando no *core business*. A área de E&P no Pré-Sal tem se tornado praticamente a única atividade de interesse e que recebe investimentos da companhia, seguindo esta tendência identificada na literatura da financeirização de empresas não-financeiras. Por fim, a prática de redução de custos não se limitou à desalienação de ativos, mas atingiu também o trabalhador. A contínua reaplicação dos

Programas de Desligamento Voluntário já provocou a redução do quadro efetivo de funcionários diretos da Petrobras em aproximadamente 34 mil trabalhadores nos últimos anos. Esta estratégia é inclusive indicada pela própria empresa como uma prática fundamental para a elevação da margem de lucro, em um esforço de maximizar o retorno ao acionista.

A expansão do grau de envolvimento com os mercados de capitais na forma de endividamento da Petrobras, que se tornou o meio predominante a partir de 2017, também se constitui enquanto uma validação do processo de financeirização. A assimilação de capacidades financeiras por uma empresa não-financeira, como a estatal petrolífera brasileira, foi um evento crítico e intensamente moldado pela gestão que tomou posse a partir do Governo Temer, sendo esta estratégia continuada e aprofundada sob o Governo Bolsonaro. Adicionalmente, verifica-se a necessidade de transnacionalização como forma de redução dos danos advindos do ambiente macroeconômico periférico subordinado à financeirização do Brasil. Neste contexto, o estado se vê forçado a praticar uma política monetária restritiva, fundamentada no alto patamar de juros da dívida pública, que eleva o custo de captação da empresa. Estes impactos e recentes transformações no padrão de financiamento da Petrobras demonstram as particularidades do processo de financeirização de firmas não-financeiras em comparação ao que se verifica no centro do capitalismo.

O contexto atual da Petrobras, somado às evidências empíricas aqui reunidas, explicitam o quadro de financeirização da companhia. Esta transformação se dá não somente através da mudança da gestão e da organização de propriedade e controle, mas também é consequência da forma de inserção financeira a qual o Brasil se sujeita nos mercados de capitais internacionais. Portanto, as estruturas do ambiente macroeconômico brasileiro, assim como a transformação no cenário político, foram fundamentais no aprofundamento e concretização do processo de financeirização da Petrobras.

A financeirização da Petrobras tem um caráter profundamente político, visto a relevância da estatal para o desenvolvimento econômico do Brasil. A companhia se configura enquanto um espaço de constante embates dos interesses das diferentes classes e dos planejamentos econômicos de todos os governos. Este caráter se manifesta em toda a história da companhia, como evidenciado nos contrastes entre as estratégias e usos da Petrobras ao longo dos anos 1990, 2000 e 2010.

A agenda neoliberal imposta em 90, principalmente pelo Governo FHC, já dava indícios e possibilidades quanto ao avanço da financeirização sobre a economia doméstica e na Petrobras. Os anos 2000 até 2015, sob os Governos Lula e Dilma, conseguiram arrefecer o caráter mais político da financeirização da empresa, fundamentado principalmente na ascensão do acionista minoritário, ainda que o ambiente macroeconômico tenha continuado subordinado a este fenômeno, já provocando mudanças estruturais no padrão de financiamento da companhia. Mas, a volta e o aprofundamento da aplicação da agenda neoliberal, através dos Governos Temer e Bolsonaro, retomaram de forma intensa o quadro de financeirização de empresa não-financeira que se construía na Petrobras. A decisão de ampliação do poder decisório de investidores institucionais, constituídos principalmente por estrangeiros, tratou-se de uma decisão direta da gestão administrativa formada por estes governos. Portanto, reverter o quadro de financeirização da Petrobras trata-se não somente de uma atividade prática e empresarial, mas de um embate político e de conflito de classes.

A história da Petrobras sempre perpassou por um papel político e de elemento central nas políticas e estratégias de desenvolvimento do país. A financeirização atualmente posta na empresa e no ambiente macroeconômico brasileiro se refere a um processo muito mais global do que microeconômico. Tanto em suas visões mais internas referentes à gestão, quanto às restrições econômicas que a firma tem que lidar por conta da posição periférica da economia brasileira. A reversão deste quadro não se demonstra uma solução fácil: trata-se de provocar uma transformação no padrão de inserção financeira e internacional a qual o Brasil está sujeito. Porém, mesmo este contexto, passa também pela disputa no debate econômico e político, sobre qual a estratégia econômica do país e como tornar a Petrobras, novamente, uma agente nacional de desenvolvimento. Portanto, o futuro da financeirização da companhia, e dela própria e de seu respectivo papel para o Brasil, ainda está lançado, e será disputado, como em toda sua história, na política, na rua, nas classes, no povo.

REFERÊNCIAS

- AALBERS, Manuel. Financialization. **International Encyclopedia of Geography**, p. 1-12, 2019.
- AGLIETTA, Michel. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.
- ALVAREZ, Ignacio. Financialization, non-financial corporations and income inequality: the case of France. **Socio-economic review**, v. 13, n. 3, p. 449-475, 2015.
- ANP, Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis. **Rodadas Concluídas - Resultados**. ANP, 2021. Disponível em: <<https://www.gov.br/anp/pt-br/rodadas-anp/rodadas-concluidas/resultados>>. Acesso em 22/11/2021.
- ANTUNES, Ricardo; DRUCK, Graça. A terceirização sem limites: a precarização do trabalho como regra. **O Social em Questão**, v. 18, n. 33, p. 19-40, 2015.
- B3. **Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa**. B3, 2011. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%2019\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%2019).pdf)>. Acesso em: 22/11/2021.
- BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 14, p. 27-60, 2010.
- BAMBIRRA, Vânia. **O capitalismo dependente latino-americano**. Florianópolis: Editora Insular, 2013.
- BANCO MUNDIAL. **Global Development Finance: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries**. Washington: Banco Mundial, 2007.
- BARBOSA, Paula. O endividamento da Petrobras com o BNDES no período pós-2008 e impactos contábeis e econômico-financeiros. **Texto para Discussão - FGV/IBRE**, n. 36, p. 1-65, 2013
- BAYLISS, Kate. The financialization of water. **Review of Radical Political Economics**, v. 46, n. 3, p. 292-307, 2014.
- BECKER, Joachim et al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.
- BESEDOVSKY, Natalia. Financialization as calculative practice: the rise of structured finance and the cultural and calculative transformation of credit rating agencies. **Socio-economic review**, v. 16, n. 1, p. 61-84, 2018.
- BIONDI, A. **O Brasil privatizado: Um balanço do desmonte do Estado**. São Paulo: Perseu Abramo, 1996.
- BRAGA, José Carlos et al. For a political economy of financialization: theory and evidence. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 829-856, 2017.

BONIZZI, Bruno. Financialization in developing and emerging countries: a survey. **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013.

BONIZZI, Bruno; KALTENBRUNNER, Annina; POWELL, Jeff. Subordinate financialization in emerging capitalist economies. In: MADER, Phillip; MERTENS, Daniel; VAN DER ZWAN, Natascha (org.). **The Routledge International Handbook of Financialization**. Routledge, p. 177-187, 2020.

BORTZ, Pablo G.; KALTENBRUNNER, Annina. The international dimension of financialization in developing and emerging economies. **Development and Change**, v. 49, n. 2, p. 375-393, 2017.

BOYER, Robert. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

BOYER, Robert. From shareholder value to CEO power: The paradox of the 1990s. **Competition & Change**, v. 9, n. 1, p. 7-47, 2005.

BP. **Annual Report and Form 20-F 2020**. BP, 2020. Disponível em: <<https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/results-and-reporting/annual-report.html>> Acesso em: 22/11/2021.

BRASIL. **Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997**. Brasil, 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19478.htm>. Acesso em 18/11/2021.

BRASIL. **Decreto nº 4.925, de 19 de dezembro de 2003**. Brasil, 2003. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2003/d4925.htm>. Acesso em 18/11/2021.

BRASIL. **Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010**. Brasil, 2010. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/lei/112351.htm>. Acesso em 18/11/2021.

BRASIL. **Lei nº 13.365, de 29 de novembro de 2016**. Brasil, 2016. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113365.htm>. Acesso em 22/11/2021.

BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. SPE, p. 1025-1062, 2017.

BNDES. **Venda de ações da Petrobras reforçará investimentos sociais do BNDES**. BNDES, 2020. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/detalhe/noticia/Venda-de-acoes-da-Petrobras-reforcara-investimentos-sociais-do-BNDES/>>. Acesso em: 22/11/2021.

BOITO JR, Armando. Lava-Jato, classe média e burocracia de Estado. **Revista Lumen**, v. 2, n. 3, p. 1-9, 2017.

CARVALHO, Laura. **Valsa brasileira: do boom ao caos econômico**. São Paulo: Editora Todavia SA, 2018.

CEDRO, Rafael Rosa. A estratégia do pré-sal como política de desenvolvimento nacional. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 9, n. 14, p. 105-117, 2014.

CHANG, Ha-Joon. Globalization, global standards, and the future of East Asia. **Global Economic Review**, v. 34, n. 4, p. 363-378, 2005.

CHESNAIS, François. Mundialização: o capital financeiro no comando. **Revista Outubro**, v. 5, n. 2, 2001.

CNPE, Conselho Nacional de Política Energética. **Resolução nº 7, de 11 de abril de 2017**. CNPE, 2017. Disponível em: <<https://www.gov.br/mme/pt-br/assuntos/conselhos-e-comites/cnpe/>>. Acesso em 22/11/2021.

CONTI, Bruno Martarello De; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341-372, 2014.

CORBETT, Jenny; JENKINSON, Tim. How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States. **The Manchester School**, v. 65, n. S, p. 69-93, 1997.

CROTTY, James. The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. **Review of Radical Political Economics**, v. 35, n. 3, p. 271-279, 2003.

CUSHEN, Jean. Financialization in the workplace: Hegemonic narratives, performative interventions and the angry knowledge worker. **Accounting, Organizations and Society**, v. 38, n. 4, p. 314-331, 2013.

CUSHEN, Jean; THOMPSON, Paul. Financialization and value: why labour and the labour process still matter. **Work, Employment and Society**, v. 30, n. 2, p. 352-365, 2016.

DASGUPTA, Byasdeb. Financialization, Labour Market Flexibility, Global Crisis and New Imperialism - A Marxist Perspective. **Fondation Maison des sciences de l'homme Working Paper Series**, nº 34, p. 1-21, 2013.

DEMIR, Firat. The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries. **Review of Radical Political Economics**, v. 39, n. 3, p. 351-359, 2007.

DEUTSCHMANN, Christoph. Limits to financialization: Sociological analyses of the financial crisis. **European Journal of Sociology/Archives Européennes de Sociologie**, v. 52, n. 3, p. 347-389, 2011.

DIAS, José Luciano de Mattos; QUAGLINO, Maria Ana. **A questão do petróleo no Brasil: uma história da Petrobrás**. Rio de Janeiro: CPDOC, 1993.

DOURADO, Fernando Fellows. **Financeirização das firmas não-financeiras no Brasil**. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), 2019.

EPSTEIN, Gerald A. (Org.). **Financialization and the world economy**. Amherst: Edward Elgar Publishing, 2005.

EXXON. **2020 Annual Report**. Exxon, 2020. Disponível em: <<https://corporate.exxonmobil.com/investors/annual-report>>. Acesso em: 22/11/2021.

FARHI, Maryse; BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**, v. 23, p. 169-188, 2009.

FERNÁNDEZ, Ramón López-Suevos. Excedente económico e análise estrutural. **Boletim de Ciências Económicas**, n. 20, p. 1-13, 1977.

FILGUEIRAS, Luiz. **A história do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições**. São Paulo: Editora Boitempo, 2000.

FILGUEIRAS, Luiz. O neoliberalismo no Brasil: estrutura, dinâmica e ajuste do modelo econômico. **Neoliberalismo y sectores dominantes - Tendencias globales y experiencias nacionales**, p. 179-206, 2006.

FILGUEIRAS, Luiz; DRUCK, Graça. Para entender a conjuntura: Neoliberalismo, neofascismo e burguesia no Brasil. **CADTM**, 2019. Disponível em: <http://www.cadtm.org/Para-entender-a-conjuntura-Neoliberalismo-neofascismo-e-burguesia-no-Brasil?utm_source=dlvr.it&utm_medium=facebook>. Acesso em: 22/11/2021.

FOSTER, John Bellamy. The financialization of capitalism. **Monthly Review**, v. 58, n. 11, p. 1-12, 2007.

FRANCIS, Bill et al. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 57-71, 2013.

FURTADO, A. T.; MARZANI, B. S.; PEREIRA, N. M. “Política de compras da indústria do petróleo e gás natural e a capacitação dos fornecedores no Brasil: o mercado de equipamentos para o desenvolvimento de campos marítimos”. In: COELHO, Gilda (org.). **Projeto CTPETRO/Tendências Tecnológicas**, Rio de Janeiro, 2003.

GABRIELE, Alberto; BARATAV, Korkut; PARIKH, Ashok. Instability and volatility of capital flows to developing countries. **World Economy**, v. 23, n. 8, p. 1031-1056, 2000.

GHIRARDI, André Garcez. Petrobras: as causas da crise, além da Lava Jato. **OutrasPalavras**, Brasil, 2015. Disponível em: <<http://outraspalavras.net/brasil/petrobras-as-causas-da-crise-alem-da-lava-jato/>>. Acesso em: 22/11/2021.

GOLDSTEIN, Andrea. The emergence of multilatinas: The Petrobras experience. **Universia Business Review**, n. 25, p. 98-111, 2010.

HOBBSAWM, Eric. **Era dos extremos: o breve século XX**. São Paulo: Editora Companhia das Letras, 1995.

INESC. **Em meio à pandemia, governo federal mantém isenções a petróleo e gás**. Inesc, 2020. Disponível em: <<https://www.inesc.org.br/em-meio-a-pandemia-governo-federal-mantem-isencoes-a-petroleo-e-gas/>>. Acesso em 18/11/2021.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JESUS, Leonardo Bispo de; SARTI, Fernando; FERREIRA, Hamilton de Moura. Petrobras, política de conteúdo local e maximização de valor para o acionista: uma sugestão de interpretação. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 369-400, 2017.

JESUS, Leonardo Bispo de; FERREIRA, Hamilton de Moura. Petrobras SA, Estratégias, Fragmentação e Interesses: uma Análise do Período 2006-2018. **Economic Analysis of Law Review**, v. 12, n. 2, p. 77-109, 2021.

JÚNIOR, José Luiz Rossi. The use of currency derivatives by Brazilian companies: an empirical investigation. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, p. 205-232, 2007.

JÚNIOR, José Luiz Rossi. Hedging, selective hedging, or speculation? Evidence of the use of derivatives by Brazilian firms during the financial crisis. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 23, n. 5, p. 415-433, 2013.

KNAFO, Samuel; DUTTA, Sahil Jai. The myth of the shareholder revolution and the financialization of the firm. **Review of international political economy**, v. 27, n. 3, p. 476-499, 2020.

KRIPPNER, Greta R. The financialization of the American economy. **Socio-economic review**, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LAPAVITSAS, Costas. Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation. **Historical materialism**, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009.

LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. **Work, employment and society**, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LAPAVITSAS, Costas. **Profiting without producing: how finance exploits us all**. Londres: Verso Books, 2013.

LAPAVITSAS, Costas. **Marxist Monetary Theory: Collected Papers**. Londres: Brill, 2016.

LAPAVITSAS, Costas; POWELL, Jeff. Financialisation varied: a comparative analysis of advanced economies. **Cambridge journal of regions, economy and society**, v. 6, n. 3, p. 359-379, 2013.

LAZONICK, William; O'SULLIVAN, Mary. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

LOPES, Helena. Financialisation, work and labour relations. In: SANTOS, Ana Cordeiro; TELES, Nuno (org.). **Financialisation in the European Periphery**. Londres: Routledge, 2021.

MARTINS, F. C. **O Fundo CTPetro e o setor produtivo: análise de política científica e tecnológica para o desenvolvimento do fornecedor local de equipamentos e serviços para o setor de petróleo e gás natural**. Dissertação (Mestrado em Política Científica e Tecnológica) - Instituto de Geociências. Campinas: Universidade Estadual de Campinas, 2003.

MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **A ideologia alemã**. São Paulo: Editora Boitempo, 2021.

MELLO, Guilherme; ROSSI, Pedro. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. **IE/Unicamp - Texto para discussão**, n. 309, p. 1-36, 2017.

MINSKY, Hyman P. The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to "standard" theory. **Challenge**, v. 20, n. 1, p. 20-27, 1977.

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; CROCCO, Marco; DOS SANTOS, Fabiana Borges Teixeira. Impactos da Financeirização sobre o Padrão de Financiamento e a Governança das

Empresas Não-Financeiras Brasileiras de Capital Aberto: período de 1995-2008. **Revista de Economia**, v. 41, n. 2, 2015.

MIROWSKI, Philip; PLEHWE, Dieter (Ed.). **The road from Mont Pèlerin: The making of the neoliberal thought collective**, with a new preface. Boston: Harvard University Press, 2015.

MORAIS, José Mauro de. **Petróleo em águas profundas: uma história tecnológica da Petrobras na exploração e produção offshore**. Brasília: IPEA, 2013.

MOURA, Beatriz; RAMOS, Gerusa; PESSOA, Nathalia. O Programa de Incentivo ao Desligamento Voluntário (PIDV) dos empregados da Petrobrás no cenário das empresas estatais brasileiras (2014-2017). **Investigação Científica nas Ciências Humanas e Sociais Aplicadas**, v. 2, p. 205-219, 2019.

NALDIS, Guilherme. Real é a moeda mais desvalorizada dentre os países emergentes durante a pandemia. **IG**, 19 de abril de 2021. Disponível em: <<https://economia.ig.com.br/2021-04-19/real-desvalorizacao-pandemia.html>>. Acesso em: 18/11/2021.

NOZAKI, William. Caminhos e descaminhos da gestão do pré-sal: entre a soberania e a subordinação. **Texto de Discussão - INEEP/FUP**, n° 2, 2018.

ORHANGAZI, Özgür. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, n. 6, p. 863-886, 2008.

PAINCEIRA, Juan Pablo. From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation. **Research on Money and Finance**, Discussion Papers Series, n°4, 2008.

PALLEY, T. Financialization: What it is and why it matters. **Levy Economics Institute of Bard College Working Papers**, n. 525, 2007.

PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. Superintending global capital. **New Left Review**, v. 35, p. 101, 2005.

PAULANI, Leda Maria. O Brasil na crise da acumulação financeirizada. **Anales del Encuentro Internacional de Economía Política y Derechos Humanos**, v. 4, p. 1-12, 2010.

PEDROSA, Oswaldo; CORRÊA, Antônio. A crise do petróleo e os desafios do pré-sal. **Boletim de Conjuntura**, v. 2, p. 4-14, 2016.

PERES, Leandra. Governo americano quer menos conteúdo local no pré-sal. **Valor Econômico**, Brasil, 2012. Disponível em: <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2012/04/10/governo-americano-quer-menos-conteudo-local-no-pre-sal.ghtml>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Demonstrações Financeiras em R\$**. Petrobras, 2014. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/central-de-resultados/>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Fato Relevante - Plano de Negócios e Gestão 2015 – 2019**. Petrobras, 2015. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Plano Estratégico e Plano de Negócios e Gestão 2017-2021**. Petrobras, 2016. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Petrobras avança em governança corporativa e migra para o Nível 2 da B3**. Petrobras, 2018. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Demonstrações Financeiras em R\$**. Petrobras, 2020a. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/central-de-resultados/>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre Programas de Desligamentos**. Petrobras, 2020b. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/central-de-resultados/>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Investimentos - Relacionamento com Investidores**. Petrobras, 2021a. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/>>. Acesso em 18/11/2021.

PETROBRAS. **Ratings**. Petrobras, 2021b. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/acoes-dividendos-e-dividas/ratings/>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Petrobras retorna ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**. Petrobras, 2021c. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/petrobras-retorna-ao-instituto-brasileiro-de-governanca-corporativa-ibgc.htm>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Informes de Rendimento**. Petrobras, 2021d. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/servicos-ao-investidor/>>. Acesso em: 22/11/2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre aprimoramento da Política de Remuneração aos Acionistas**. Petrobras, 2021e. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/>>. Acesso em: 25/11/2021.

PLIHON, Dominique. As Grandes Empresas Fragilizadas pela Finanças. In: CHESNAIS, François. (org.) **A Finança Mundializada**. São Paulo: Editora Boitempo, p. 133-151, 2005.

PINTO, Eduardo Costa. Pré-sal: realidade, desafios e apropriação estrangeira. **Jornal dos Economistas**, n. 351, 2018.

PINTO, Eduardo Costa. Nacionalismo energético, Petrobras e desenvolvimento brasileiro: a retomada interdita. **OIKOS (Rio de Janeiro)**, v. 19, n. 1, 2020.

PIKE, Andy; POLLARD, Jane. Economic geographies of financialization. **Economic Geography**, v. 86, n. 1, p. 29-51, 2010.

PONSSARD, Jean-Pierre; PLIHON, Dominique; ZARLOWSKI, Philippe. Towards a convergence of the shareholder and stakeholder models. **Corporate ownership and control**, v. 2, n. 3, p. 11-18, 2005.

POWELL, Jeff. **Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations**. Tese de Doutorado. SOAS, University of London, 2013

PWC, PriceWaterhouseCoopers. **O conteúdo local nos empreendimentos de Petróleo & Gás natural**. São Paulo: PWC, 2012.

RAMALHO, André et al. Petrobras antecipa mais R\$ 31,8 bi em dividendos, mais que o lucro do 3º tri. **Valor Econômico**, Empresas, 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/10/29/petrobras-antecipa-mais-r-318-bi-em-dividendos-mais-que-o-lucro-do-3o-tri.ghtml>>. Acesso em 22/11/2021.

RÊGO, Elba Cristina Lima. **How technological catching up matters to economic development today**. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), 2014.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. Banking crises: an equal opportunity menace. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 11, p. 4557-4573, 2013.

REIS, João Montenegro da Silva Pereira. **A nova abertura do setor petróleo brasileiro: uma leitura geopolítica**. Dissertação (Mestrado em Economia Política Internacional) – IE/UFRJ, Rio de Janeiro, 2020.

RETHEL, Lena. Financialisation and the Malaysian political economy. **Globalizations**, v. 7, n. 4, p. 489-506, 2010.

RIBEIRO, Cassio Garcia; NOVAES, Henrique T. Da" Lei do Petróleo" ao leilão de Libra: Petrobras de FHC a Dilma. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 39, p. 34-58, 2014.

ROCHA, Frederico. **Recursos naturales como alternativa para la innovación tecnológica: petróleo y gas en Brasil**. Santiago, Chile: CIEPLAN (Estudios de la CIEPLAN), 2015.

RODRIGUES, Carlos Henrique Lopes; JURGENFELD, Vanessa Follmann. O Neoliberalismo no Governo Itamar Franco. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, v. 1, n. 60, p. 145-176, 2021.

SALOMON, Marta. União decide vender ações excedentes da Petrobrás. **Folha de São Paulo**, Brasília, 15 de agosto de 1997. Economia. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc150806.htm#:~:text=O%20governo%20decidiu%20vender%20a,a%C3%A7%C3%B5es%20com%20direito%20a%20voto>>. Acesso em: 18/11/2021.

SARTI, Fernando; HIRATUKA, Célio. Maximização do valor do acionista (MVA) e os impactos nas estratégias das grandes corporações não-financeiras: o caso da Vale. **Encontro Nacional de Economia Industrial e Inovação**, v. 4, p. 1-19, 2019.

SCHIPANI, Andres; WHEATLEY, Jonathan. Brazil's record outflows underline investors' fears of Bolsonaro. **Financial Times**, 2 de junho de 2020. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/9872c27b-689d-4a8b-a1e7-58a1b0bb50e1>>. Acesso em: 18/11/2021

SCHUTTE, Giorgio Romano. Panorama do pré-sal: desafios e oportunidades. **IPEA - Texto para Discussão**, n. 1791, p. 1-70, 2012.

SCHUTTE, Giorgio Romano. Petrobras em marcha forçada. **Textos Para Discussão - NEEDS/UFABC**, p. 1-97, 2016.

SCHUTTE, Giorgio Romano. A economia política do conteúdo local no setor petrolífero de Lula a Temer. **Economia e Sociedade**, v. 30, p. 115-140, 2021.

SERFATI, Claude. Financial dimensions of transnational corporations, global value chain and technological innovation. **Journal of Innovation Economics Management**, n. 2, p. 35-61, 2008.

SILVA, Cássio Garcia Ribeiro Soares da; FURTADO, André Tosi. Uma análise da nova política de compras da Petrobras para seus empreendimentos offshore. **Revista Gestão Industrial**, v. 2, n. 3, 2006.

SMITH, Murray EG; BUTOVSKY, Jonah. Profitability and the Roots of the Global Crisis: Marx's 'Law of the Tendency of the Rate of Profit to Fall' and the US Economy, 1950–2007. **Historical Materialism**, v. 20, n. 4, p. 39-74, 2012.

SOARES, Pedro; LIMA, Samantha. Petrobras não deve conseguir baixar endividamento até 2015. **Folha de São Paulo**, Mercado, 2014. Disponível em: <<https://m.folha.uol.com.br/mercado/2014/02/1418527-petrobras-nao-deve-conseguir-baixar-endividamento-ate-2015.shtml>>. Acesso em: 22/11/2021.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialization, income distribution and the crisis. **Investigación económica**, v. 71, n. 279, p. 39-70, 2012.

SWEEZY, Paul M; BARAN, Paul A. **Monopoly capital**. NYU Press, 1966.

SWEEZY, Paul M. The triumph of financial capital. **Monthly Review**, v. 46, n. 2, p. 1–11, 1994.

SYLLA, Richard. The breakdown of Bretton Woods and the revival of global finance. **Economic History Yearbook**, v. 43, n. 1, p. 81-88, 2002.

TELES, Nuno. **Financialisation in South Africa**: examining the financial conduct of non-financial enterprises, banks and households. Tese de Doutorado. SOAS, University of London, 2014.

TELES, Nuno. Variegated financialisation: How finance pervaded (and pervades) housing and water provisioning in Portugal. In: SANTOS, Ana Cordeiro; TELES, Nuno (org.). **Financialisation in the European Periphery**. Londres: Routledge, p. 190-211, 2020.

THOMPSON, Paul. Financialization and the workplace: extending and applying the disconnected capitalism thesis. **Work, Employment and Society**, v. 27, n. 3, p. 472-488, 2013.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **O BNDES em uma encruzilhada**: como evitar sua desmontagem. São Paulo: IEDI, 2018.

VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. **Socio-economic review**, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.

VAUGHAN, Adam. UK trade minister lobbied Brazil on behalf of oil giants. **The Guardian**, Oil and gas companies, 2017. Disponível em:

<<https://www.theguardian.com/environment/2017/nov/19/uk-trade-minister-lobbied-brazil-on-behalf-of-oil-giants>>. Acesso em: 22/11/2021.

WRAY, L. Randall. Minsky's approach to employment policy and poverty: employer of last resort and the war on poverty. **Levy Economics Institute Working Paper Series**, n. 515, 2007.