

Petrobras: de promotora do desenvolvimento nacional a maximizadora de riqueza para o acionista?

Dáphine Marcelle Terra Americano – Mestranda em Economia pela UFABC

Resumo

O artigo busca mostrar a trajetória da Petrobras durante os anos 2000 com o objetivo de responder à questão: a empresa passa por um processo de financeirização sob o enfoque do princípio de governança corporativa de maximização de riqueza acionária? Tem-se como características desse princípio a redução em investimentos com capital humano e em investimentos produtivos e a distribuição de renda favoráveis a acionistas. Com a hipótese de que a empresa passa por esse processo será realizada uma análise da evolução do gasto em investimento produtivo da empresa durante os anos 2000. Além disso, será efetuada uma pesquisa documental através dos Planos Estratégicos e dos discursos dos Presidentes e uma análise o comportamento dos gastos da companhia em P&D e em capital humano e da razão entre a remuneração dos *White collors* e dos *blue collors workers*.

Palavras-chave: Petrobras, financeirização, maximização da riqueza acionária.

Abstract

The article seeks to show Petrobras' trajectory during the 2000s in order to answer the question: does the company go through a financialization process under the focus of the corporate governance principle of maximizing shareholder wealth? The characteristics of this principle are the reduction in investments with human capital and in productive investments and the distribution of income favorable to shareholders. With the hypothesis that the company goes through this process, an analysis of the evolution of the company's productive investment spending during the 2000s will be carried out. In addition, a documentary research will be carried out through the Strategic Plans and the speeches of the Presidents and an analysis o behavior of the company's spending on P&D and human capital and the ratio between the remuneration of white collors and blue collors workers.

Keywords: Petrobras, financialization, maximization of shareholding wealth.

Introdução

O artigo tem como objetivo analisar a trajetória da Petrobras durante os anos 2000 a fim de verificar se a empresa passa por um processo de financeirização sob o enfoque da maximização de riqueza acionária. Por meio da análise de como se comportaram os gastos em investimentos produtivo da empresa, de uma pesquisa documental e da evolução dos gastos com P&D e com capital humano e da razão entre a remuneração dos *White collors* e dos *blue collors workers*, serão demonstrados indícios do processo de financeirização da estatal sob o aspecto da valorização de riqueza para o acionista.

A financeirização é um fenômeno que teve início na década de 1980 nos Estados Unidos e que se intensificou no Brasil a partir da década 1990. Segundo Crocco et al (2015), esse processo possui três características essenciais que seriam a expansão da globalização do mercado financeiro, a entrada das Empresas não-financeiras (ENFs) em atividades financeiras e a ascensão do princípio da governança corporativa de geração do valor para os acionistas. O foco do trabalho será sobre o princípio de Governança Corporativa.

De acordo com Lazonick e O'Sullivan (2000), uma das principais características do princípio de maximização de riqueza acionária é a redução do investimento produtivo por parte das empresas. Segundo os autores, houve uma mudança da estratégia de 'reter e reinvestir' para 'reduzir e distribuir'. Pela estratégia anterior, as empresas tinham como objetivos a retenção de lucros e o reinvestimento em capital produtivo e humano. Com a adoção do novo princípio, os objetivos migraram para a redução nos gastos trabalhistas e nos investimentos produtivos e para a distribuição de renda favoráveis a acionistas. Com isso, investimentos de curto prazo, cujos retornos são mais rápidos, são priorizados em detrimento a investimentos de longo prazo, os quais envolvem Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e aumento da capacidade produtiva.

A Petrobras pode ser considerada uma empresa dinamizadora do crescimento econômico e do desenvolvimento da estrutura pelo fato de a empresa ser responsável por uma parcela relevante dos investimentos totais realizados no país desde meados dos anos 2000 como será verificado adiante. A estatal possui uma capacidade de investir de forma autônoma e dar início a um ciclo expansivo de investimentos, o que é dinamizado pelo potencial de encadeamentos gerados pelo setor de petróleo (SILVA, 2020).

A companhia passou por diferentes fases durante os anos 2000. Teve um período de boom de investimentos em que impulsionou a economia do país atuando como promotora do desenvolvimento nacional. Sofreu uma crise de imagem e financeira devido a diversos fatores como os casos de

corrupção deflagrados pela Operação Lava Jato. No período atual, principalmente após o golpe de 2016, a empresa vem passando por um desmonte por meio de programas de desinvestimentos e privatizações.

Nesse contexto, sendo a Petrobras uma empresa com considerável importância para o desenvolvimento do país devido às maciças inversões realizadas por ela e aos encadeamentos gerados, pretende-se abordar o seu processo de financeirização sob a perspectiva da governança corporativa durante os anos de 2000 a 2019. A análise da evolução das variáveis escolhidas e a pesquisa documental serão utilizadas de forma complementar para buscar elementos que corroborem a hipótese de que empresa passa por esse processo.

Além dessa introdução, esse trabalho conta com mais cinco seções. A primeira aborda características do princípio da maximização do valor para os acionistas e algumas de suas falhas. A segunda faz um resgate da história da empresa, destacando eventos importantes desde a sua criação. Posteriormente, será feita uma análise da importância estratégica da empresa como promotora do desenvolvimento nacional durante os primeiros anos do século XXI. Serão examinados também os fatores que desencadearam sua crise a partir de 2014, que culminou em queda brusca de investimentos e em prejuízo para a companhia.

Na quarta seção será realizada uma análise da trajetória da evolução dos gastos em investimentos produtivos da empresa. Na última seção, por meio de uma pesquisa documental e da evolução de determinadas variáveis contábeis, serão demonstrados indícios do processo de financeirização da estatal sob o aspecto da valorização de riqueza acionária. Por fim, será realizada uma conclusão.

1) A geração do valor para o acionista como novo paradigma da governança corporativa – surgimento do princípio ‘reduzir e distribuir’

O princípio de geração de valor para o acionista pode ser considerado um dos elementos centrais do processo de financeirização. Ele surgiu nos anos 1980 nos Estados Unidos, período em que uma quantidade relativamente pequena de grandes corporações, as quais empregavam milhares de pessoas, dominava a economia estadunidense.

Segundo Lazonick e O’Sullivan (2000), as grandes corporações acumulavam imensas receitas e as alocavam de acordo com o princípio de governança corporativa “reter e reinvestir”, reter lucros e empregados e reinvestir em capital físico e humano. As retenções na forma de ganhos e consumo de capital forneceram as bases financeiras para o crescimento corporativo, enquanto a construção de formações gerenciais para desenvolver e utilizar recursos produtivos, possibilitou que investimentos em plantas, equipamentos e pessoal fosse uma estratégia bem-sucedida.

De acordo com os autores, os altos gerentes eram integrados dentro da organização em que trabalhavam e seus salários eram determinados predominantemente pelas estruturas de pagamento internas das organizações empresariais. Porém, desde os anos 1950, estes altos executivos começaram a receber opções de ações, as quais se tornaram mais atrativas após alterações em relação a cobrança de impostos. Como nessa década e na seguinte o mercado de ações permaneceu em alta, os ganhos e a manutenção das opções de ações se tornaram cada vez mais um importante componente da remuneração do alto corpo gerencial.

No início dos anos 1970, porém, houve uma queda no mercado de ações e muitos conselhos corporativos optaram por compensar essa perda de dinheiro das ações dos altos gerentes por meio de um aumento da remuneração assalariada, pois estes não poderiam ser responsabilizados pela desaceleração do mercado de ações. Tal ato teve como consequência o fato de o pagamento dos altos gerentes executivos se descolar muito em comparação a dos demais empregados da empresa, principalmente dos operários (LAZONICK e O'SULLIVAN 2000).

De acordo com os autores, havia um ambiente de otimismo que fez parecer aos altos executivos que um bom gerente podia administrar qualquer negócio e deu suporte para o conglomerado mania dos anos 1960. Essa onda de otimismo fez com que o princípio “reter e reinvestir” começasse a apresentar problemas por motivos relacionados ao crescimento das corporações, tanto internamente quanto por meio de fusões e aquisições, dando origem a muitas divisões e a diferentes tipos de negócios. O fato de os escritórios centrais estarem muito distantes dos processos produtivos reais, a tomada de decisão para “reter e reinvestir” se tornou cada vez mais difícil. Isso teve como consequências resultados ruins já na década de 1960 e, piores ainda, nos anos de 1970 devido à instabilidade macroeconômica e ao surgimento de concorrentes, especialmente o Japão.

Os altos executivos estavam diante, então, de uma encruzilhada estratégica: deveriam buscar maneiras alternativas de se obter ganhos através do princípio vigente, ou seja, reter e reinvestindo, ou capitular para o novo ambiente corporativo por meio da redução das corporações? Soma-se a isso o fato de que, na década de 1980, os altos gerentes darem preferência por alinhar seus interesses aos interesses financeiros externos ao invés dos interesses das organizações produtivas cujo controle possuíam, incentivados pelo ambiente financeiro desregulamentado e pela ascensão do investidor institucional como detentor de ações corporativas.

Manifestando esse alinhamento foi a explosão nos salários da alta gerência, enquanto o outro lado do mesmo salário foi a mudança na orientação estratégica da alta gerência de reter e reinvestir para reduzir e distribuir. Com a cooperação dos principais gerentes corporativos, o valor para os acionistas havia se tornado, na década de 1990, um princípio firmemente enraizado da governança corporativa nos EUA. (LAZONICK e O'SULLIVAN, 2000, p.27)

A forte diversificação das corporações norte americanas e a concorrência por elas enfrentadas, juntamente com o apoio dos altos executivos fez com que a estratégia de “reter e reinvestir” não

correspondesse satisfatoriamente às demandas de diversos agentes. Com o apoio dos investidores institucionais, a estratégia anterior foi sendo substituída pela estratégia de “reduzir e redistribuir” e a geração do valor para o acionista foi conquistando cada vez mais espaço como princípio de governança corporativa.

Sob o princípio de ‘reduzir e distribuir’, estratégias comerciais e financeiras buscam aumentar a taxa de retorno sobre o capital empregado por meio de duas maneiras. A primeira, é a redução do custo do trabalho, com consequente aumento da participação nos lucros por parte dos acionistas na forma de dividendos. E o segundo, é a redução da relação capital/produto por meio da poupança de capital produtivo. (AGLIETTA, 2000).

A fim de justificar essa mudança de estratégia, a teoria da agência afirma que os acionistas são os agentes mais propensos a alocar recursos de forma eficiente, pois como a posse de ações não representa qualquer tipo de direito contratual, eles podem realocar seus investimentos financeiros como desejarem. A possibilidade da venda de ações por parte dos investidores motiva, então, os gerentes a gerarem valor para os acionistas otimizando a alocação de recursos das empresas (LAZONICK, 2006).

A teoria também considera que os mercados de capital, trabalho e produto são perfeitos e garantem a melhor alocação dos recursos escassos a fim de alcançar o desempenho econômico mais eficiente. E a instituição de governança corporativa capaz de promover essa alocação é o mercado de ações, que também é capaz de resolver o problema da agência¹. E isso porque o preço das ações reflete as decisões internas em relação à alocação de fluxos de caixas futuros e correntes (LAZONICK, 2006; AGLIETTA, 2000).

Economistas defensores dessa estratégia alegam que com a adoção da maximização do valor para o acionista, todos os agentes ganharão: trabalhadores, consumidores, fornecedores e distribuidores. De acordo com eles, os acionistas são os ‘proprietários’ ou os ‘principais’ cujos interesses a empresa deveria perseguir, por outro lado, os acionistas devem confiar nos gerentes para o desempenho de certas funções. Argumenta-se também que quando as empresas seguem a busca do valor para o acionista, a performance da economia como um todo pode ser aprimorada. Em uma versão do argumento, os retornos dos acionistas são devidos à sua espera e ao risco assumido. Em

¹ Problemas de agência podem surgir para os principais que investiram na firma podem surgir ao se admitirem imperfeições de mercados. Limitações cognitivas e comportamentais estão relacionadas à capacidade humana de tomar decisões sobre a alocação de recursos, são derivadas do problema de agência. Limitação comportamental, também conhecida como risco moral, diz respeito ao fato de os agentes (gerentes) alocarem recursos de modo a maximizarem sua função utilidade de modo individualista sem se importar com a função utilidade dos principais (investidores). Já a limitação cognitiva, conhecida como seleção adversa ou racionalidade limitada, refere-se à impossibilidade de os investidores saberem previamente se os gerentes irão alocar recursos de forma eficiente ou não. (LAZONICK, 2006).

outra versão, tais retornos seriam recompensas pelos acionistas monitorarem os gerentes (LAZONICK e O'SULLIVAN, 2000).

Porém, Lazonick (2006) apresenta algumas falhas representadas por essa abordagem, como o desincentivo por parte dos gerentes que buscam maximizar valor para os acionistas de investirem em projetos inovadores, pelo fato de eles carregarem muita incerteza. Eles dão preferência a projetos de curto prazo que oferecem retornos de forma mais rápida aos acionistas, mesmo que eles não pretendam gerar valor para os demais agentes.

O autor também destaca como falha o fato de somente os acionistas serem considerados *residual claimants*. Além disso, há uma redistribuição de rendas corporativas do trabalho para o capital quando gerentes promovem o aumento do valor das ações, sem que ocorra efetivamente uma capacidade produtiva acumulada pelas rendas. Para Aglieta (2000), o princípio de maximização do valor para o acionista ajuda a promover a legitimidade do protagonismo dos acionistas em detrimento dos demais agentes e propaga a ideia de que a visão de mercado de capital da firma é superior em relação à visão industrial.

Chesnais (2005) corrobora a preocupação dos demais autores quanto ao investimento produtivo, pois, por preferirem investimentos que deem rendimentos a curto prazo, o tempo do investidor financeiro parece não acomodar projetos inovadores, que demandem longos processos de aprendizagem e onde haja acumulação tecnológica. Desse modo, esse investimento produtivo, variável que em última instância garante o emprego e a renda e é determinante do crescimento a longo prazo, é preterida em relação a investimentos financeiros, que trazem retornos em um curto espaço de tempo.

Segundo o autor, os investimentos, nos setores privados, são financiados pelos lucros retidos de modo que estes, quando não reinvestidos, são distribuídos na forma de juros, dividendos e rendimentos para acionistas. Com a redução da participação dos salários nos resultados produtivos e a diminuição da parte dos lucros destinada ao investimento, a taxa de reinvestimento é atingida de duas maneiras: por meio da reduzida propensão a investir e pela desaceleração do consumo dos trabalhadores ganhando menos. A taxa de crescimento torna-se, então, lenta e há aumento do desemprego, o que reforça o círculo vicioso.

Defensores do princípio de maximização da riqueza acionária argumentam que todos os agentes podem ganhar e a performance econômica seria aprimorada com a adoção da teoria. Contudo, algumas falhas são levantadas como o fato de se priorizar os ganhos de acionistas em detrimento dos demais agentes, sendo que acionistas, de maneira geral, querem retornos rápidos e não incentivam gerentes a realizarem projetos de longo prazo, que envolvam P&D e inovação, por exemplo.

2) Petrobras: breve histórico

A trajetória da Petrobras pode ser dividida em períodos determinados pela condução governamental e pelo papel estratégico que ela desempenhou. O período inicial, que vai da sua criação, passa pela ditadura e chega até o início dos anos 1990, no qual a companhia se expandiu consideravelmente. A fase do período neoliberal, dos anos 1990 até os primeiros anos da década de 2000, na qual ela se tornou efetivamente uma empresa de capital aberto e sofreu ameaças de privatização. O período que engloba os governos do PT, de 2003 a 2014, em que ela desenvolveu o papel estratégico de promotora do desenvolvimento nacional. E, por fim, o período atual, em que há o direcionamento para desinvestimentos e privatizações, privilegiando os retornos de curto prazo.

A Petróleo Brasileiro S.A. surgiu na década de 1950 durante o governo de Getúlio Vargas como resultado do movimento popular denominado “O petróleo é nosso”. Ele durou cerca de sete anos e contou com o apoio de diversos setores da sociedade. À estatal foi conferido o monopólio da pesquisa, exploração e refino do petróleo no Brasil e a comercialização de derivados.

A Petrobras é uma das empresas nacionais de maior relevância para o país. De acordo com Dias & Filho (2009), desde a criação da empresa, em 1953, o Estado procurou atingir um objetivo estratégico através da exploração de petróleo em todo o território nacional e da construção de um sistema capaz de garantir o abastecimento interno de petróleo e derivados. Havia outro objetivo de cunho econômico em que a empresa seria geradora de renda nacional além de ser uma grande investidora, gerando efeito multiplicador na economia.

Durante os governos militares houve o fortalecimento e a ampliação da empresa, resultando na construção de nove refinarias durante as décadas de 60, 70 e 80. Um ano antes do golpe militar, em 1963, foi criado o Centro de Pesquisas e Desenvolvimento – o Cenpes – um centro de pesquisas direcionado ao desenvolvimento tecnológico nas áreas de exploração, produção e refino de petróleo e gás natural. (PETROBRAS, s.d.).

O centro também contaria com pesquisas destinadas a energias renováveis e ao desenvolvimento sustentável e, “alguns anos depois, ele se torna um dos mais importantes complexos de pesquisa aplicada do mundo.” (PETROBRAS, s.d.). Ainda no período militar, em 1971, foi criada a primeira subsidiária da companhia, a Petrobras Distribuidora (BR) que tinha como objetivo a administração de seus postos de gasolina. (EXAME, 2013)

Nos anos 1990, com o país já redemocratizado, houve a ascensão da política neoliberal no país e com ela veio à tona a discussão a respeito da privatização das estatais nacionais. Segundo Carra (2014), já em 1990 durante o Governo Collor, o Banco *Credit Suisse First Boston* entregou ao presidente um documento que continha um capítulo intitulado “*Petrobrás: Estratégias para a*

Privatização”. Tais estratégias foram aplicadas logo a seguir e consistiam em privatizar as subsidiárias existentes e dividir a Petrobras em diversas subsidiárias para privatizá-las. Em 1992, houve o *impeachment* de Collor, e com a entrada de Itamar Franco, que se identificava com a fração mais nacionalista, foi suspenso o debate em torno das privatizações mais polêmicas, como a da Petrobras.

No governo de Fernando Henrique Cardoso, o tema acerca da privatização da estatal petrolífera volta à tona e, de acordo com Carra (2014, p.87), “os oito anos de governo FHC provariam ser os mais críticos nos 60 anos da mais poderosa e bem-sucedida estatal brasileira”². Houve um intenso debate que envolveu intelectuais, partidos políticos, imprensa e população com argumentos contrários ou favoráveis a quebra do monopólio de petróleo e a privatização. Após alguns fatores determinantes, como uma das mais fortes greves de petroleiros ocorrida em 1995, a privatização da empresa não se concretizou.

Em 1997³ foi promulgada a Lei 9.478/97 que conferiu a mudança do regime de monopólio para o de livre iniciativa em relação às concessões de exploração e produção (E&P). Foi nesse ano também que o setor passou a ser regulado pela Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustível (ANP), vinculada ao Ministério de Minas e Energia. Nesse cenário, a empresa passaria a competir diretamente com as companhias estrangeiras e as áreas concedidas seriam arrematadas em leilões públicos. (EXAME, 2013)

Em 2000, ainda sob o governo FHC, a Petrobras passou a ter papéis negociados na Bolsa de Nova York. Em 12 de agosto de 2000, primeiro dia de vendas, foram atraídos 13 mil investidores que pagaram 2,6 bilhões de dólares pelas ações da companhia (PIAÚÍ, 2016).

Em 2002, o candidato do Partido dos Trabalhadores, Luiz Inácio Lula da Silva, é eleito Presidente, se reelege em 2005 e faz de sua sucessora Dilma Rousseff, que preside até o ano de 2015. Durante grande parte dos governos do PT, a Petrobras prestaria o papel de indutora do desenvolvimento nacional, sobretudo no setor industrial. Com a criação do Programa de Mobilização da Indústria Nacional de Petróleo e Gás Natural (Prominp), em 2003, a estatal poderia atingir um de seus objetivos que seria o de aumentar o conteúdo nacional na cadeia de fornecedores

² Não há de se negar que os anos 90 foram bem conturbados para a empresa, mas os problemas que ela vem enfrentando desde os anos 2014 com o advento da Operação Lava Jato, os quais o referido autor ainda não tinha vivenciado na construção de sua tese, deixam dúvidas sobre o momento de maior criticidade enfrentado pela estatal.

³ Foi nesse ano também que houve a abertura maciça de capital quando 180 milhões de ações foram vendidas na Bolsa de São Paulo. Lembrando que a estatal possui parte de suas ações negociadas no mercado desde 1957. (PIAÚÍ, 2016)

Segundo relato da empresa, “o programa viabilizou, em 2006, a criação do Plano Nacional de Qualificação Profissional, como forma de atenuar um mal crônico no Brasil: a falta de mão de obra qualificada.” Além disso, foram firmados acordos para desenvolver micro e pequenas empresas como fornecedores secundários da cadeia de petróleo e gás e houve uma política de substituição competitiva de importações, que ocasionou a nacionalização crescente de guindastes *offshore* e dos sistemas de automação e controle (PETROBRAS, s.d.).

Em 2007, houve a descoberta de petróleo e gás no pré-sal da costa brasileira, um dos descobrimentos mais relevantes na história da indústria de petróleo mundial. Um dos encadeamentos desse achado é que a empresa deveria encomendar de estaleiros nacionais a maior parte dos navios a serem utilizados na prospecção do petróleo com o objetivo de estimular a indústria naval brasileira. Em 2011, a Transpetro recebeu o navio de produtos, primeiro do Programa de Modernização e Expansão da Frota da companhia. Batizado de Celso Furtado, a embarcação é usada para o transporte de derivados de petróleo entre os estados brasileiros. (EXAME, 2013)

Pode-se dizer que a empresa vivenciou um momento de expansão e desempenhou o papel de impulsionadora do desenvolvimento nacional nesse período, como será mais detalhado na seção seguinte. Porém, no ano de 2014 foi deflagrada a Operação Lava Jato que, conforme o Ministério Público Federal (MPF), é considerada “a maior investigação de corrupção e lavagem de dinheiro que o Brasil já teve”. Ela investigou casos de desvios monetários na Petrobras ao longo dos anos 2000. Tal esquema de corrupção fez com que, segundo Pinto (2017), fosse criado um mito de que a corrupção teria gerado uma crise financeira estrutural na empresa.

Segundo o autor, o então Presidente da Petrobras, Pedro Parente, em uma entrevista ao Correio Braziliense em dezembro de 2016 afirmou: “a corrupção destruiu a Petrobras. Faz seis meses que estou na empresa. Acabou a bandalheira.” Desse modo, o presidente à época reforçou a narrativa de corrupção na empresa, a qual já tinha um grande apelo popular, criando o mito de que a crise financeira da empresa foi gerada pela corrupção e só a venda de ativos poderia resolvê-la.

Para Moraes (2017), a crise financeira em que a companhia entrou em meados de 2014 começou a dar indícios já em 2012. O autor aponta como fatores responsáveis para os prejuízos da empresa e para a tendência crescente da dívida as falhas nos projetos da Comperj e da Refinaria Abreu e Lima, a política de preços de combustíveis e os casos de corrupção da empresa descobertos por meio da Operação Lava Jato.⁴

⁴ Autores como Feijó et al (2017) e Almeida et al (2016) destacam outras variáveis, as quais atingiram o conjunto das empresas não financeiras no Brasil, principalmente após a crise global de 2008. Dentre as variáveis, pode-se citar, a retração do preço das commodities, incluindo o petróleo, a desvalorização da taxa de câmbio e a elevação da taxa de juros. Estas últimas impactaram negativamente a dívida das empresas, fazendo com que seu refinanciamento se desse em piores condições.

O fato é que a companhia teve seu balanço contábil do terceiro trimestre recusado pela empresa responsável pela auditoria dos seus balanços, a qual exigiu que fossem feitas investigações internas para evidenciar o tamanho das perdas ocorridas com as primeiras denúncias de corrupção na estatal. No ano seguinte, a nota de crédito da Petrobras foi rebaixada para grau especulativo pelas empresas de classificação de riscos de crédito *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch*. Segundo Moraes (2017, p. 20), “A crise financeira passou a ser também uma crise de credibilidade da Petrobras no mercado.”

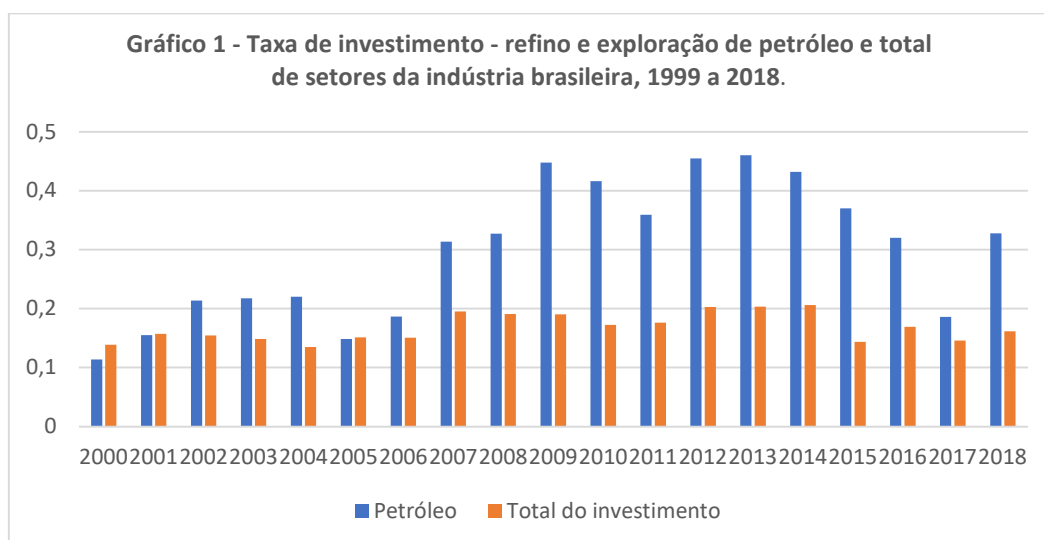
Em 2018, Jair Bolsonaro é eleito presidente e, sob a tutela do ultraliberal Ministro da Economia Paulo Guedes, Roberto Castelo Branco assume a presidência da estatal. Nesse momento, fica nítida a mudança de direcionamento estratégico da empresa com a intensificação dos planos de desinvestimentos, iniciados em 2015, e a promessa de privatizações. Um exemplo disso é a pretensão de reduzir a participação no setor de refino dos atuais 98% para menos de 50%, por meio da venda de algumas refinarias. (PETROBRAS, 2019).

O presente artigo engloba, principalmente, dois dos períodos citados: a era dos governos petistas e o período mais recente, do pós-golpe ao governo de Jair Bolsonaro. Nas próximas seções serão analisados a importância do papel estratégico da empresa e como seus investimentos evoluíram durante o período.

3) Petrobras: importância estratégica

A Petrobras possui em papel estratégico para a economia do país com uma participação significativa em todas as etapas da cadeia produtiva de petróleo e gás. Alguns fatos que exemplificam esse papel podem ser destacados. O primeiro é a importância do petróleo e seus derivados como fonte energética a nível mundial. O segundo tem relação com o potencial de encadeamentos gerados pelo setor de petróleo. O terceiro se refere à capacidade que a companhia tem de definir sua política de preços devido a sua condição monopolista. E, por fim, sua capacidade de investir de forma autônoma e iniciar um ciclo expansivo de investimentos, realizando inversões à frente da demanda potencializando os encadeamentos. (LOURAL e FERRARI, 2018)

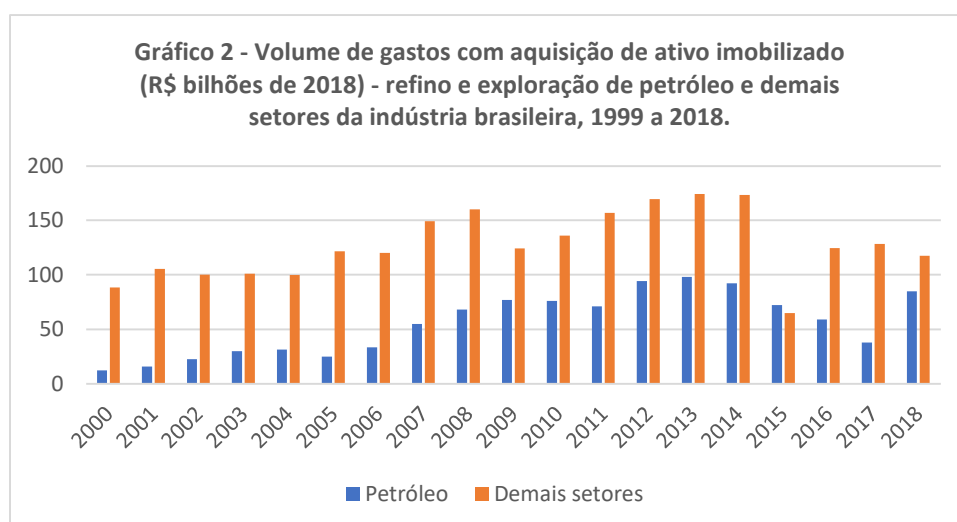
A Petrobras pode ser considerada uma empresa dinamizadora do crescimento econômico e do desenvolvimento da estrutura pelo fato de a empresa ser responsável por uma parcela relevante dos investimentos totais realizados no país desde meados dos anos 2000. Os gráficos abaixo dão uma dimensão dessa importância.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA/IBGE

O Gráfico 1 mostra a taxa de investimento, medida pela razão entre os gastos com aquisição de ativo imobilizado e o Valor da Transformação Industrial (VTI)⁵. Na análise foram consideradas o conjunto do setor petrolífero, extração e refino somados, e o total da indústria brasileira. Com exceção do ano 2000, observa-se que no período analisado a taxa de investimento do setor de petróleo é superior à do total da indústria. Sendo que de 2007 em diante, ela se torna substancialmente maior.

Verifica-se que o investimento no total da indústria não representa mais que 20% de seu valor adicionado, enquanto no setor petrolífero essa razão chega a picos de mais de 40%. E mesmo quando essa razão é menor, como no início e no final da série, situa-se acima dos demais setores em conjunto.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA/IBGE

⁵ VTI considerado como proxy setorial da taxa de investimento.

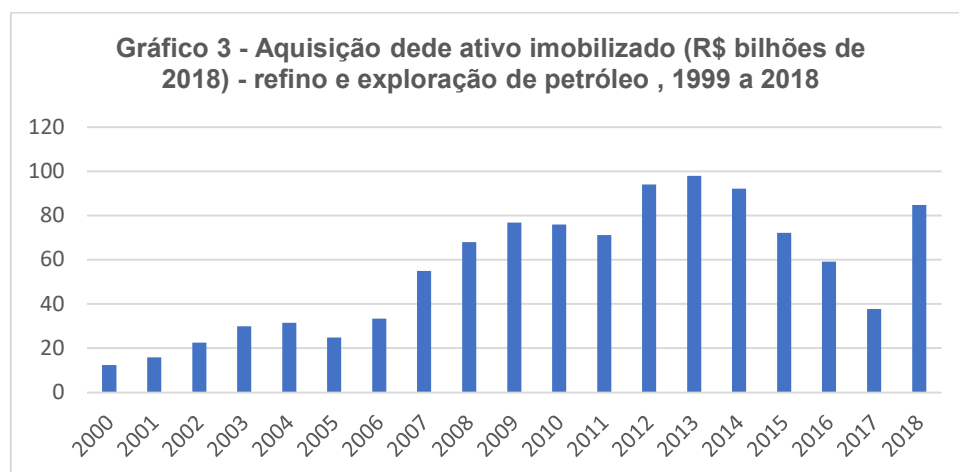
O Gráfico 2 complementa a análise. Por meio dele observa-se que de 2009 até 2018, com exceção de 2011 e 2017, os gastos com aquisição de ativo imobilizado do setor petrolífero foi próximo ao da soma de todos os demais setores da indústria brasileira. Em 2009, ano de maior impacto da crise internacional no país, nota-se que houve uma queda do volume de gastos nos demais setores enquanto o volume de gastos do setor de petróleo superou o do ano anterior. Ou seja, a companhia permaneceu com sua política de investimentos, reiterando a importância da Petrobras como investidora autônoma.

Os dados acima evidenciam, então, a importância estratégica da Petrobras nos investimentos industriais realizados no país e dos impactos no nível da atividade econômica. Além disso, devido a relevância do setor e da estatal, a empresa possui alto potencial de gerar dinamismo em atividades complementares à extração de petróleo. Nota-se uma mudança de direcionamento a partir de 2014, reforçada nos anos seguintes, evidenciada por meio da queda da aquisição de ativos imobilizados, puxando para baixo o conjunto da economia.

4) Evolução da variável investimento durante o período analisado

Durante esses anos foram observados posicionamentos estratégicos distintos por parte da Petrobras. Tem-se que de meados da década de 2000 até 2013, principalmente após a descoberta do pré-sal, a companhia teve um papel ativo na realização de investimentos. Em certos momentos, como na crise de 2008/2009, ela manteve o nível elevado de atividade econômica do país ou impediu uma recessão maior.

A partir de 2014, essa estratégia se inverte e o volume de investimentos se reduz de forma significativa e uma estratégia de desinvestimentos passa a ser adotada em 2015 (LOURAL e FERRARI, 2018). Nesse contexto, essa seção busca analisar a trajetória do investimento durante o período de interesse da pesquisa.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA/IBGE

O gráfico 3 mostra a evolução da aquisição de ativo imobilizado da Petrobras, variável representativa do investimento produtivo. Baseando-se em Cerqueira (2016), esse período pode ser dividido em três fases: compressão de 2000 a 2005, aceleração entre 2006 a 2013 e regressão entre 2014 e 2018⁶.

A fase de compressão (2000 a 2005), segundo o autor, pode ser explicada pela política econômica ortodoxa adotada pelos governos. A agenda adotada foi focada no tripé macroeconômico priorizando o superávit primário e reformas microeconômicas.

Na segunda fase do ciclo (2006 a 2013), houve recuperação e maior autonomia em relação aos investimentos efetuados pela Petrobras. De acordo com Silva e outros (2020), nesse período a empresa teve um papel preponderante na política de desenvolvimento do Brasil através de seus investimentos. Tais inversões se deram tanto no E&P, principalmente após a descoberta do pré-sal em 2007, quanto na área de refino, com adequação e modernização das refinarias e construção de três novas nas regiões Norte e Nordeste do país.

A ampliação da capacidade de refino da Petrobras se justificava pelo aumento da demanda brasileira por derivados de petróleo, consequência do crescimento econômico do país e o aumento da frota de veículos (MORTARI, 2019).

Os investimentos tiveram por objetivo adaptar as unidades de refino da empresa para o processamento do óleo pesado extraído dos reservatórios brasileiros, melhorar a qualidade dos derivados produzidos nas plantas de refino da empresa, além de ampliar sua capacidade de refino. Tais investimentos trouxeram maior flexibilidade à Petrobras, de maneira a permitir que ela definisse sua cesta de derivados de petróleo produzidos a partir do perfil de demanda e do comportamento dos preços de mercado (PETROBRAS, 2007 e 2008).

Diversos outros fatores também auxiliam a explicar esse período de boom de investimentos: como a retomada do planejamento estratégico setorial de longo prazo em energia, o alto preço do barril de petróleo no mercado internacional e a descoberta da camada de pré-sal em 2007 (CERQUEIRA, 2016).

Além disso, foi importante a liberação das restrições impostas pela meta de superávit primário aos investimentos da empresa com a retirada da Petrobras do resultado fiscal do setor público no ano de 2009. E, por fim, a operação de capitalização realizada em 2010, que ampliou o controle da União e injetou recursos na companhia ⁷ (CERQUEIRA, 2016).

Orair (2014), corrobora com os motivos apontados para a expansão de investimentos da companhia nesse período e acrescenta o fato de a Petrobras ter se tornado operadora única com

⁶ O referido autor faz a análise de 2003 a 2015, portanto a incorporação dos demais anos se referem a análises próprias baseadas nos dados disponíveis.

⁷ Segundo Orair (2014, p.94), “a operação de capitalização da empresa resultou em R\$ 124,7 bilhões no ano de 2010 (ou R\$ 45,2 bilhões líquidos da cessão onerosa de cinco bilhões de barris da União para a Petrobras).”

participação não inferior a 30% dos consórcios após a mudança no marco regulatório nos campos do pré-sal a serem licitados.

Nesse período, foram importantes também as políticas de conteúdo local no setor de petróleo e gás com destaque para o Programa de Mobilização da Indústria Nacional de Petróleo e Gás Natural – Prominp, criado em 2003. Este Programa é o responsável por implementar o Sistema de Certificação de Conteúdo Local desde 2007, que impõe que uma parcela dos bens e serviços comprados pelas empresas concessionárias ganhadoras das rodadas de licitações possuam certificação de comprovação de origem nacional do produto. (CERQUEIRA, 2016)

Vale destacar que dentro esse período, foram adotadas medidas anticíclicas para o enfrentamento da crise financeira mundial de 2008.

A crise econômica internacional, que acarretou escassez de crédito e forte instabilidade nas cotações do petróleo no segundo semestre, não afetou nosso potencial de investimento. Expandimos os recursos previstos no novo Plano de Negócios, mantendo metas agressivas. (PETROBRAS, 2008, p. 6)

No ano de 2011 houve uma queda do investimento, como pode ser observado no gráfico. Isso pode ser explicado pela mudança de política econômica do primeiro ano de Governo Dilma, no qual foi feito um ajuste fiscal creditício e monetário a fim de controlar a inflação e recompor o resultado primário. A agenda econômica foi marcada, então, pelo aprisionamento dos preços administrados, como o dos combustíveis, e estímulos fiscais por meio de desonerações. Os investimentos da Petrobras deram lugar aos subsídios e desonerações devido à mudança de política fiscal. (CERQUEIRA, 2016)

Cabe destacar a política de preços de combustível adotada entre 2011 e 2014 em que houve uma compressão deliberada dos preços internos dos derivados de petróleo a fim de conter a inflação. As defasagens nos reajustes ajudaram a controlar a variável, mas afetaram a capacidade de investimento da empresa por causarem prejuízo no setor de refino (Silva e outros, 2020). A contenção da alta dos preços de petróleo foi feita por meio do adiamento do reajuste do preço da gasolina nas refinarias⁸ o que reduziu as margens de lucro do refino, prejudicando a capacidade de investimento. (CERQUEIRA, 2016)

Essa política de preços é considerada um dos fatores explicativos da queda de investimento observada no período mais recente. Demais elementos podem ser apontados como responsáveis pelo colapso das inversões da companhia e o ano de 2014 é essencial para se compreender essa mudança de direcionamento estratégico. Nele, o preço do barril de petróleo teve uma queda brusca de

⁸ “O preço da gasolina comum ao consumidor compõe-se do preço da gasolina nas refinarias da Petrobras (ou do produto importado), mais o preço do álcool anidro misturado ao combustível, mais impostos (ICMS, PIS/COFINS e CIDE), mais margem de revenda” (CERQUEIRA, 2016, p.52)

US\$100,00 para US\$30,00, impactando o caixa da empresa e causando prejuízo. (LOURAL e FERRARI, 2018).

Somam-se a esses fatores, o alto endividamento praticado nos anos anteriores, as descobertas dos esquemas de corrupção pela Operação Lava Jato e o aumento da taxa de câmbio. O trecho abaixo selecionado retirado do relatório anual da empresa exemplifica isso:

Adicionalmente, mudanças no contexto dos negócios da Petrobras, em função do declínio dos preços do petróleo, apreciação do dólar e necessidade de reduzir o nível de endividamento, estimularam uma revisão das perspectivas futuras da Companhia e, consequentemente, levaram à necessidade de redução no ritmo de nossos investimentos. (...) Estamos revendo nossos investimentos com o objetivo de priorizar a área de exploração e produção de petróleo e gás, nosso segmento mais rentável. Almejamos construir um plano sustentável sob a ótica do fluxo de caixa, levando em consideração os potenciais impactos na cadeia de suprimentos e, por conseguinte, na nossa curva de produção. Gostaria de finalizar esta mensagem enfatizando minha convicção de que a Petrobras é e se manterá uma Companhia rentável e eficiente, com significativos aprimoramentos em sua governança corporativa e cada vez mais centrada em retornos para seus acionistas e investidores. (PETROBRAS, 2014, p. 3).

Em 2015, houve mudança na política de preços da empresa. Ela buscava alinhar os preços internos do petróleo e seus derivados aos praticados no mercado externo. Esse alinhamento se daria no longo prazo para evitar repassar a volatilidade do câmbio e das cotações do preço no curto prazo. (PETROBRAS, 2015). Porém, demais fatores permaneceram impactando o resultado da companhia: “[...] a despeito dos progressos obtidos, nosso resultado foi notadamente impactado pela queda do preço da commodity e pela desvalorização cambial.” (PETROBRAS, 2015, p. 5).

No ano de 2016, a política de preços se altera novamente e passa a ter como base dois fatores: a paridade com o mercado internacional (PPI) e uma margem para remunerar riscos inerentes à operação, como a volatilidade da taxa de câmbio. A principal diferença dessa política é o prazo para os ajustes que passa a ser dada no curto prazo, pelo menos uma vez por mês. (PETROBRAS, 2016).

Com a entrada de Roberto Castelo Branco na presidência da companhia em 2018, é reafirmada a mudança estratégica adotada pela empresa. De forma a priorizar o retorno de curto prazo e intensificar a política de desinvestimentos e privatização, especialmente no setor de refino:

a Petrobras assinou um Termo de Compromisso de Cessação (TCC) com o CADE, órgão que tem como missão zelar pela concorrência do mercado, se comprometendo a vender 50% do parque de refino (oito refinarias de petróleo, incluindo os ativos relacionados a transporte de combustível) (PETROBRAS, 2019, p. 70).

Houve motivos para a mudança de orientação da empresa em relação aos investimentos realizados, como seu nível de endividamento, as investigações de corrupção, as mudanças nos preços internacionais no barril de petróleo e a política de preços adotada até 2014. Porém, devido ao papel estratégico da estatal como promotora do desenvolvimento nacional e dinamizadora da economia sua estrutura e patrimônio precisam ser conservados. (LOURAL e FERRARI, 2018)

5) Petrobras: maximizadora de valor para o acionista

De acordo com que foi visto na seção 1, a partir da década de 1980 a estratégia de governança corporativa de valorização de riqueza para o acionista surgiu e se tornou uma característica fundamental do processo de financeirização. Pelo fato de a Petrobras possuir parte de suas ações negociadas na Bolsa de Valores, o conflito agente-principal se faz presente na companhia. Porém há algumas particularidades, como o fato de o Estado brasileiro ser o acionista majoritário⁹ e controlador da empresa de modo que as estratégias e a indicação da presidente sejam definidas pelo governo, mesmo tendo que passar pelo Conselho de Administração.

A fim de complementar a análise e corroborar a hipótese de que a empresa passa por um processo de financeirização sob o enfoque da estratégia de valorização de riqueza acionária, serão avaliados os Relatórios Anuais disponibilizados pela companhia a partir de 2005. Estes documentos têm o objetivo de informar aos acionistas o Plano Estratégico, as ações tomadas, os resultados e perspectivas da empresa. Ademais, serão analisadas as trajetórias de certas variáveis disponibilizadas pela companhia em seus relatórios contábeis.

As mudanças dos Planos Estratégicos, que englobam a Missão e a Visão da companhia, assim como o discurso dos presidentes ao longo dos anos de 2005 a 2019 serão analisados para se captar elementos que indiquem que a Petrobras vem passando pelo processo de financeirização.

A Missão e Visão anunciadas no ano de 2005 foram as seguintes:

[...] a Petrobras tem por Missão atuar de forma segura e rentável, com responsabilidade social e ambiental, nas atividades da indústria de óleo, gás e energia, nos mercados nacional e internacional, fornecendo produtos e serviços adequados às necessidades dos seus clientes e contribuindo para o desenvolvimento do Brasil e dos países onde atua. (PETROBRAS, 2005, p. 6)

[...] em sua Visão 2015 com a perspectiva de que a Petrobras será uma empresa integrada de energia com forte presença internacional e líder na América Latina, atuando com foco na rentabilidade e na responsabilidade social e ambiental. (PETROBRAS, 2005, p. 6)

Por meio da Missão, que permanece inalterada até o ano de 2014, e da Visão, inalterada até 2012, nota-se que a empresa possui uma preocupação com a contribuição para o desenvolvimento dos locais onde atua. Ademais, pode-se observar nesse período que a empresa possui uma visão de

⁹ A Petrobras é uma companhia de sociedade mista, sendo que 50,26% de suas ações ordinárias que correspondem ao capital votante são da União. A maioria das ações ordinárias é detida pelo Governo Federal Brasileiro através do bloco de controle composto pelo próprio Governo Federal, BNDESPar e o Fundo de Participação Social, que em conjunto detêm 50,50% das ações com direito a voto. Demais ações com direito a voto estão distribuídas entre pessoas físicas e jurídicas residentes no Brasil e no exterior. As ações preferenciais, que não conferem a seus proprietários o direito a voto, também têm sua propriedade dividida entre esses agentes, porém com uma menor participação da União. (PETROBRAS, 2019).

longo prazo com uma estratégia para fortalecer todas as etapas da cadeia produtiva, como pode ser observado no excerto abaixo extraído do Relatório de 2008.

A manutenção de uma estrutura integrada faz parte da estratégia de longo prazo da Petrobras. Por isso, investimos em todos os segmentos da cadeia de petróleo e gás para valorizar nossa produção. A área de Abastecimento recebeu 22,5% dos investimentos, destinados basicamente à adaptação de unidades de refino para processamento do óleo pesado nacional, aos programas de qualidade dos derivados e à ampliação da capacidade de refino. A companhia também consolidou sua presença na área petroquímica – segmento estratégico para diversificar a oferta de produtos – por meio de novas incorporações. (PETROBRAS, 2008, p.7)

A partir dos anos 1980, a estratégia que passou a predominar foi a de redução das companhias, de modo a tornar a estrutura mais enxuta. Mas o setor petrolífero possui características específicas que o leva a adotar a integração das atividades de E&P, refino, transporte e distribuição de petróleo e seus derivados. Tal estratégia de se manter um portfólio diversificado visa reduzir riscos e incertezas e possibilita às petroleiras resiliência e flexibilidade quanto à tomada de decisões. (SILVA e outros, 2019)

No ano de 2013, a Visão anunciada pela empresa se modifica: “Ser uma das cinco maiores empresas integradas de energia do mundo e a preferida dos seus públicos de interesse” (Petrobras, 2013, p.12). Ou seja, não consta mais os objetivos anteriores de forte presença internacional e de liderança na América Latina. Mas é no ano de 2015, que se observa uma mudança de direcionamento no Plano Estratégico por meio inclusão de um programa de desinvestimentos:

Nosso Plano 2015-2019 inclui, entre outras iniciativas, um programa de desinvestimento que contempla a venda de US\$ 15,1 bilhões em ativos para o período 2015-2016, com o objetivo de melhorar a nossa liquidez de curto prazo (aumentando o saldo de caixa) e permitir nossa desalavancagem. [...] Até 22 de abril de 2016, venderemos aproximadamente US\$ 700 milhões de ativos do nosso programa de desinvestimento para o período 2015- 2016. (PETROBRAS, 2015, p.22)

Nesse ano se destacam elementos de governança corporativa de valorização de riqueza acionária, refletida na mensagem aos acionistas e investidores, de priorização de seus retornos na gestão da companhia. Ademais, nota-se o direcionamento do foco para E&P em detrimento do aprimoramento de uma estrutura vertical integrada que marcou os anos anteriores.

Permanecemos absolutamente comprometidos com os objetivos de redução da alavancagem e de geração de valor aos acionistas. E é por esta razão que, nas revisões do nosso Plano de Negócios e Gestão, priorizamos investimentos que maximizam o retorno sobre o capital empregado, focando especialmente na exploração e produção do pré-sal. Também seguimos trabalhando para atingir as metas do programa de desinvestimentos, um dos componentes para a consecução destas metas. (PETROBRAS, 2015, p.6)

Em 2016, com Pedro Parente na presidência, foram reafirmados os planos de desinvestimento e a priorização do retorno de curto-prazo para os acionistas o que pode ser verificado pelos quatro pilares visados e por seu recado aos acionistas:

[...] (1) uma nova política de preços para a gasolina e o diesel, baseada na paridade internacional e com a definição de que, em nenhum momento estaremos praticando preços

abaixo da paridade internacional; (2) maior eficiência em nossos investimentos, traduzindo-se em redução de nossos investimentos com aumento de nossa produção; (3) redução de nossos custos, também sem qualquer prejuízo à nossa segurança e aos nossos objetivos de produção; e (4) realização de parcerias e desinvestimentos com transações que totalizem US\$ 21 bilhões no biênio 2017/18. (PETROBRAS, 2016, p. 8)

Uma mensagem especial dirijo aos nossos acionistas. Os resultados da empresa em 2016 infelizmente não nos permitiram pagar dividendos como gostaríamos. Mas, no conceito de retorno total para o acionista, que inclui a variação do valor de nossas ações no mercado, fomos a empresa que maior retorno apresentou em 2016 no setor de óleo e gás. (PETROBRAS, 2016, p. 9)

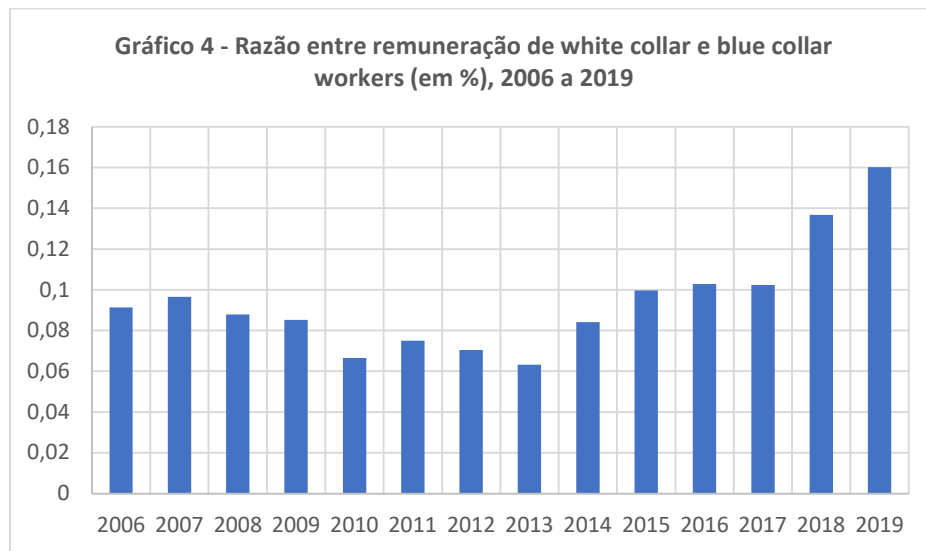
Em 2019, a empresa demonstra explicitamente seu alinhamento à governança corporativa de valorização de riqueza acionária através de sua Visão: ser “a melhor empresa de energia na geração de valor para o acionista, com foco em óleo e gás e com segurança, respeito às pessoas e ao meio ambiente.” (Petrobras, 2019, p.23). Os trechos abaixo, retirados da Mensagem do Presidente aos acionistas, corroboram esse posicionamento:

É com satisfação que compartilho com todos o resultado de um ano de trabalho intenso caracterizado pela implementação de uma nova estratégia para a Petrobras, baseada em agenda transformacional sustentada por cinco pilares: maximização do retorno sobre o capital empregado, redução do custo do capital, busca incessante por custos baixos, meritocracia e respeito às pessoas e ao meio ambiente e foco na segurança das operações. (PETROBRAS, 2019, p. 1).

A transação de follow-on da BR Distribuidora foi a primeira privatização de empresa estatal via mercado de capitais na história do Brasil, realizada de forma transparente e concorrendo para o desenvolvimento do mercado de capitais, extremamente relevante para o desenvolvimento econômico. Em lugar de empresa com único dono, emerge uma companhia com capital diluído entre milhares de acionistas, democratizando o capitalismo. (PETROBRAS, 2019, p. 2).

Observa-se, então, que a Petrobras direciona seu projeto estratégico para a maximização da riqueza acionária, um dos elementos que caracterizam o processo de financeirização. Destacam-se dois elementos que dão suporte a essa hipótese. O primeiro é a intenção de se reduzir a área de atuação da empresa por meio do programa de desinvestimentos, que culminou com a privatização da BR distribuidora, priorizando o setor de E&P. O segundo, é a intenção clara de priorização dos acionistas, com conseqüente escolhas de investimentos de curto prazo que oferecem retornos de forma mais rápida em detrimento dos de longa maturação.

Os gráficos abaixo complementam a análise da pesquisa documental e fornecem elementos adicionais que respaldam a hipótese de financeirização da empresa. O Gráfico 4 mostra que a razão entre a remuneração dos *White collors* e dos *blue collors workers* vem aumentando desde 2013, sendo que nos dois últimos anos essa diferença aumentou consideravelmente.



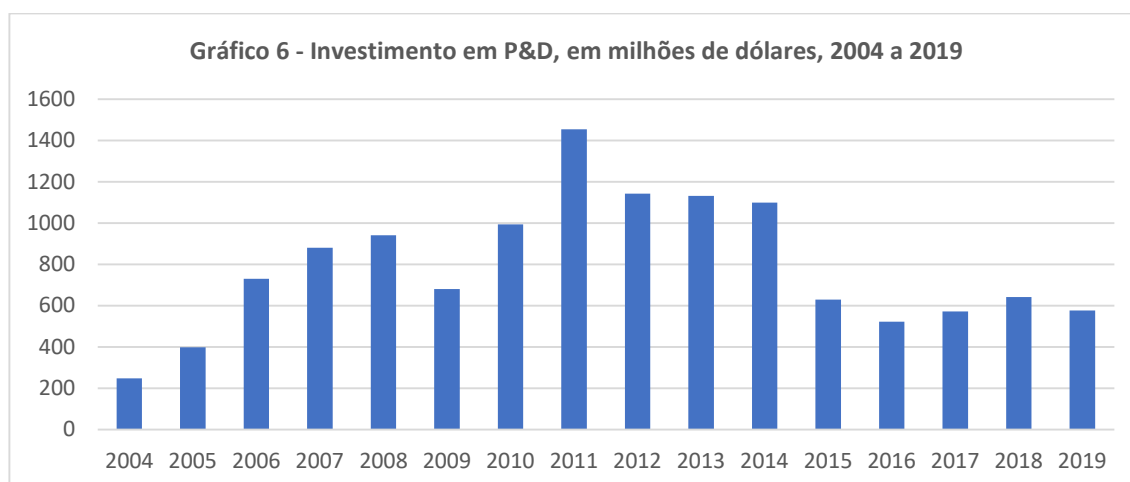
Fonte: Elaboração própria a partir da Petrobras

Por meio do gráfico 5 observa-se a queda do gasto em desenvolvimento do capital humano, representado pelo gasto em treinamento de pessoal. A redução desse investimento se inicia em 2013 e sofre uma queda brusca em 2016.



Fonte: Elaboração própria a partir da Petrobras

Por fim, o gráfico 6 indica o corte em gastos em P&D, que ocorrem desde 2012 e se intensificaram a partir de 2015.



Fonte: Elaboração própria a partir da Petrobras

A trajetória desses dados é coerente com a mudança de direcionamento estratégica da empresa e representam características constituintes da governança sob a valorização de riqueza acionária como a diferença salarial cada vez maior entre os altos executivos e o restante dos empregados.

A redução de investimento em P&D e capital humano são indícios também que corroboram a hipótese da pesquisa, pois está relacionada diretamente com a estratégia de adotada pela empresa. A retração nesses gastos indica que companhias não estão focadas no longo prazo, dando prioridade para os retornos de curto prazo.

Conclusão

A Petrobras é a estatal de maior relevância para o país e passou por diferentes fases desde o início dos anos 2000. Por meio das análises efetuadas observa-se que há indícios de que a empresa passa por um processo de financeirização sob a perspectiva do princípio de governança corporativa de maximização de valor para o acionista.

Por meio da pesquisa documental foi possível observar que houve uma mudança no direcionamento estratégico da empresa. No início do período a Petrobras tinha como Visão desenvolver os países onde atua, privilegiando um crescimento verticalmente integrado. Já de 2015 em diante, especialmente nos últimos três anos, o foco foi direcionado para programas de desinvestimentos culminando na privatização de sua subsidiária BR distribuidora e no plano de privatização no setor de refino. Além disso, a visão da empresa se torna claramente o de valorização da riqueza para o acionista.

O aumento da diferença salarial entre os altos executivos e o restante dos empregados é um dos elementos desse princípio de governança corporativa abordado pelo referencial teórico e que pode ser observado na empresa. Além disso, houve uma redução de investimento em P&D e em capital humano, indícios que também corroboram a hipótese da pesquisa, pois está relacionada diretamente

com a estratégia visada pela empresa. A retração nesses gastos indica que companhias não estão focadas no longo prazo, dando prioridade para os retornos de curto prazo.

Por fim, nota-se a queda substancial do investimento produtivo realizado pela companhia durante o período analisado. Tem-se que essa é uma das principais características do princípio de valorização de riqueza acionária e está essencialmente relacionada com os demais dados observados. A priorização de investimentos de curto prazo em detrimento das inversões em projetos de longa maturação tem como consequência a redução em gastos com P&D e em capital humano. Ademais, o foco em empresas mais enxutas, direciona o plano estratégico para programas de desinvestimentos e privatizações.

O artigo evidenciou que a Petrobras passou de promotora de desenvolvimento nacional para maximizadora de riqueza acionária. Esse processo pode ser prejudicial para a economia brasileira como um todo, pois os investimentos da estatal possuem um elevado efeito multiplicador, gerando encadeamentos em todo o setor de petróleo de gás.

Referências Bibliográficas

ALMEIDA, J. S.G.de; NOVAIS, L.F.; ROCHA, M.A. A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise. Campinas: Unicamp. IE, set. 2016. (Texto para Discussão,n. 281).

AGLIETTA, M. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and society*, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.

BARBOSA, D. Os 60 anos da Petrobras contados em 60 imagens. *Revista Exame*. Outubro, 2013. Disponível em: <https://exame.com/negocios/os-60-anos-da-petrobras-contados-em-60-imagens/>. Acesso em 04 de fevereiro de 21.

CARRA, M. A Petrobras e a Integração da América do Sul: as divergências com o governo brasileiro (1995-2010), 2014. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Instituto de Filosofia e Ciências Humanas. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

CERQUEIRA, B.S. Política fiscal, demanda agregada, crescimento e crise: o investimento federal e o investimento da Petrobras no período 2003-2015. Rio de Janeiro: UFRJ .IE,ago. 2016. (Texto para discussão 027).

CHESNAIS, F. “O Capital Portador de Juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos”. In: CHESNAIS, F. (org). *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.

CROCCO, M.; MIRANDA, B. P. J.; DOS SANTOS, F. B. T. 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 da UFPR*, v. 41, n. 2, p. 7-30, 2015.

DIAS, José Luciano & FILHO, Raimundo de Araújo Castro. Verbete temático: Petrobrás. Disponível em <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbetes-tematicos/petrobras-1> >. Acesso em 14 de maio de 2020.

FEIJÓ, C.; CORRÊA, M. F.; LEMOS, P. de M. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, vol. 26, número especial, p. 1127 – 1148, dez. 2017.

IBGE -Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Pesquisa Industrial Anual (PIA). Vários anos. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/industria/9042-pesquisa-industrial-anual.html?=&t=downloads>. Acesso em 15 de fevereiro de 2021.

KAZ, Roberto. O Petróleo é deles – A história do processo de bilhões de dólares movido contra a Petrobras nos Estados Unidos. *Revista Piauí*. Edição 118, julho, 2016. Disponível em: <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-petroleo-e-deles-2/>. Acesso em 04 de fevereiro de 2021.

LAZONICK, W. Corporate governance, innovative enterprise, and economic development. UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER). 2006. (Research paper, n. 71). Disponível em: <https://www.wider.unu.edu/publications/rps/rps2006/rp2006-71.pdf> . Acesso: Julho de 2020.

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

LOURAL, M. S.; FERRARI, V. E. O conflito entre acionistas e gestores e o caso da Petrobrás. In: III Encontro Nacional de Economia Industrial e Inovação, Uberlândia: 2018.

LOURAL, M. S.; RIBEIRO, C. G.; MORTARI, V. S. A Petrobras como agente do desenvolvimento produtivo no Brasil: importância e esvaziamento. In: IV Encontro Nacional de Economia Industrial e da Inovação, Campinas: 2019

MORAIS, J. M., Petrobras: Crise financeira e de credibilidade e recuperação recente, Relatório IPEA – Radar n53, outubro, 2017.

ORAIR, R.O. A dinâmica recente dos gastos públicos brasileiros (III): a retomada do investimento público no Brasil e os desafios do padrão de financiamento. In DOS SANTOS, C.H.M. & GOUVÊA, R.R. (org.) *Finanças públicas e macroeconomia no Brasil: um registro da reflexão do IPEA (2008-2014)*, vol. 2. Brasília: IPEA: 2014.

PETROBRAS. Petrobras, s.d. Nossas Atividades. Disponível em: <https://petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/principais/operacoes/refinarias>. Acesso em: 02 de fevereiro de 2021.

PETROBRAS. Petrobras, s.d. Quem somos: Trajetória. Disponível em: <https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/trajetoria/>. Acesso em: 02 de fevereiro de 2021.

PETROBRAS. Petrobras, s.d. Exposição 60 anos. Disponível em: <http://exposicao60anos.agenciapetrobras.com.br/decada-2000-momento-40.php>. Acesso em: 14 de março de 2019.

PETROBRAS. Relatório anuais. Vários anos. Disponível em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/relatorios-anuais/>. Acesso em 28 de novembro de 2020.

PINTO, E. C. Endividamento da Petrobras: mitos e verdades. Disponível em: <https://jornalggn.com.br/petroleo-e-gas/mitos-e-verdades-sobre-o-endividamento-da-petrobras-por-eduardo-costa-pinto/>. Acesso em: 28 ago. 2019.

SILVA, C. G. R.; LOURAL, M. S.; MORTARI, V. S. Reflexões sobre os desinvestimentos da Petrobras no segmento de refino de petróleo. In: *Anais do XIII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Anais (SP) Online, 2020. Disponível em:

<<https://www.even3.com.br/anais/akb2020/281995-REFLEXOES-SOBRE-OS-DESINVESTIMENTOS-DA-PETROBRAS-NO-SEGMENTO-DE-REFINO-DE-PETROLEO>>.
Acesso em: 20/01/2021 18:09

SITE DO MPF. Grandes Casos. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-lava-jato/entenda-o-caso>. Acesso em 25 ago. 2019.