

Financeirização subordinada: O caso da Petrobrás

Cinthia de Souza

Introdução

A Petrobrás foi, nas últimas décadas, o alvo de uma série de debates públicos. Passando pela Lava Jato e, principalmente a partir de tal, por uma série de ataques que incentivaram a redução do caráter estatal da empresa, houve uma forte mudança na gestão da mesma, a qual passou fundamentalmente pela mudança em sua política de preços. Atualmente, o impacto de tal política de preços na inflação brasileira tem novamente chamado a atenção para a empresa, para além da reversão na trajetória de uma série de indicadores financeiros diante da disciplina que o capital efetuou à mesma. Tais modificações estão relacionadas com mudanças mais estruturais que dizem respeito às particularidades do capitalismo financeirizado no Brasil e de seu atual momento de crise, o que se expressa também nos demonstrativos financeiros, indicadores e participação acionária na empresa.

Autores evidenciam que as mudanças observadas na gestão da Petrobrás são o resultado de uma adequação mais plena da empresa à lógica da maximização do valor para o acionista (JESUS; SARTI; FERREIRA, 2017; JESUS; FERREIRA, 2021). A maximização do valor para o acionista é evidenciada pela literatura como um princípio de governança corporativa que surgiu nos Estados Unidos, marcando uma mudança de uma estratégia voltada para “reinvest and reinvest”¹ para uma estratégia de “downsizing and distribution”², a qual teve origem na década de 1970 (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). A maximização de valor para o acionista é um dos componentes que teóricos evidenciam como chave para a compreensão da financeirização, em especial a Escola da Regulação. Por outro lado, a literatura também aborda outros elementos enquanto chaves para compreender a financeirização nas corporações não-financeiras para além da maximização de valor para o acionista, como por exemplo: um aprofundamento do endividamento destas corporações (CORREA; LEMOS; FEIJÓ, 2017); o direcionamento das mesmas para os mercados financeiros internacionais (BONIZZI; KALTENBRUNNER; POWELL, 2020); o crescente peso do endividamento em moeda estrangeira (POWELL, 2013; BORTZ; KALTENBRUNNER, 2018; KALTENBRUNNER; KARACIMEN, 2016; CALOMIRIS et al., 2019); o direcionamento dos seus ativos para ativos financeiros de curto

¹ “These corporations tended to retain both the money that they earned and the people whom they employed, and they reinvested in physical capital and complementary human resources” (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000, p.5).

² “Under the new regime, top managers downsize the corporations they control, with a particular emphasis on cutting the size of the labour forces they employ, in an attempt to increase the return on equity.” (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000, 2000, p.18).

prazo, aumentando a posse destes ativos tanto para fins de proteção como se especulação (DEMIR, 2007; KALTENBRUNNER; KARACIMEN, 2016, p.295); o envolvimento destas corporações em operações de *carry trade* (BRUNO; SHIN, 2015); seu crescente envolvimento nos mercados de derivativos (FARHI; BORGHI, 2009, p. 169; CHUI; KURUC; TURNER, 2016, p. 26), e etc.

As corporações não-financeiras dos países periféricos se inserem no capitalismo financeirizado de maneira substancialmente distinta daquela existente nas corporações não financeiras dos países centrais. O debate recente a respeito da financeirização nos países periféricos tem buscado explicar as particularidades deste fenômeno nessas regiões, bem como a forma que os diversos agentes destas economias se inserem nesta nova fase do capitalismo.

Dentre estas teorias, uma sistematização destas particularidades da financeirização nos países periféricos foi feita através da elaboração recente do conceito de financeirização subordinada. Nestes trabalhos a subordinação é, de forma geral, compreendida como a necessidade que o capitalismo impõe para os países periféricos de se adequarem às dinâmicas globais, as quais são em grande parte externas a estes países e determinadas de forma assimétrica pelos países centrais – em especial, pelos Estados Unidos. Esse conceito busca captar uma generalidade na financeirização destes países, abstraindo as diversas particularidades existentes entre os países periféricos e englobando-as a partir da marca comum da subordinação (POWELL, 2013; LAPAVITSAS, 2013; BONIZZI; KALTENBRUNNER; POWELL, 2020; KVANGRAVEN; KODDENBROCK; SYLLA, 2021; CHOI, 2018; KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018).

O presente artigo tem como objetivo analisar os fundamentos das modificações na gestão da Petrobrás e investigar suas relações com a financeirização subordinada existente no Brasil, buscando ilustrar tais modificações através de um resgate histórico e da análise dos indicadores e demonstrativos financeiros da empresa. A hipótese deste trabalho é de que as modificações existentes na gestão da Petrobrás visaram adequar mais plenamente a empresa à financeirização subordinada, sendo um caso que exemplifica o caráter subordinado que a mesma adquire nos países periféricos.

O artigo está estruturado da seguinte forma. Na primeira seção será analisada a literatura que abarca a temática da financeirização subordinada, tendo como foco a manifestação do fenômeno nas corporações não-financeiras, buscando evidenciar quais são os impactos da mesma nestes agentes. Na segunda seção iremos analisar historicamente as modificações ocorridas na gestão da Petrobrás e na Indústria Mundial do Petróleo nas últimas décadas, buscando resgatar os

elementos que evidenciam as modificações ocorridas na empresa nas últimas décadas, relacionando tais mudanças com a emergência e consolidação da financeirização. Por fim, a terceira seção visará realizar uma análise dos principais indicadores financeiros e econômicos, bem como dos demonstrativos financeiros da empresa, buscando assim analisar o impacto da financeirização na evolução de tais séries históricas. Por fim, serão realizadas as conclusões, em que avaliaremos a pertinência de nossa hipótese inicial, buscando evidenciar as possíveis relações entre o conceito de financeirização subordinada e as modificações recentes ocorridas na Petrobrás.

1. A financeirização subordinada e as corporações não-financeiras periféricas

A financeirização é um fenômeno global que se apresenta em cada país com uma série de particularidades geográficas, havendo uma diferença marcante entre os países centrais e os periféricos. Buscando apreender a particularidade da financeirização nos países periféricos, foi elaborado pela primeira vez o conceito de financeirização subordinada por Powell (2013). Powell argumenta que a financeirização se estabelece a partir de uma relação imperial entre Estados, estando no imperialismo³ as raízes da distinção entre a financeirização ocorrida nos países centrais e nos periféricos. No caso destes últimos a financeirização se caracteriza por ser “shaped by the exercise of international power manifested through productive and financial, as well as political (and military) means” (POWELL, 2013, p. 111).

A subordinação pode, de forma geral, ser compreendida como a necessidade que o capitalismo impõe para os países periféricos de se adequarem às dinâmicas globais, as quais são em grande parte externas a estes países e determinadas de forma assimétrica pela dinâmica do capitalismo nos países centrais – em especial, pelos Estados Unidos –, passando fundamentalmente pelo papel do dólar enquanto moeda mundial. A financeirização subordinada pode assim ser compreendida como “a relation of domination, inferiority and subjugation between different spaces across the world market, expressed in and through money and finance” (ALAMI *et al.*, 2021), relação essa que se dá em prejuízo dos países periféricos. Parte desta literatura evidencia os impactos e expressões da financeirização subordinada em diversos níveis, apontando também sua expressão nas corporações não-financeiras.

A internacionalização das corporações “não-financeiras” periféricas é mediada pelas desigualdades produtivas que são constituintes do capitalismo global. Nesse sentido, os impactos da financeirização, por se relacionarem à internacionalização destas corporações, estão

³ Com relação ao imperialismo, a compreensão do autor é a seguinte: “Wary of essentialism, I maintain that in a world market marked by deep and complex trade, finance and production linkages, an understanding of imperialism must be sought in the multi-faceted way that the forces and relations of production in the periphery respond to the imperatives of the capitalist classes of powerful nations in the core” (POWELL, 2013, p. 137-8)

interligados à dependência produtiva destes países. Bonizzi, Kaltenbrunner e Powell (2020, p. 178) afirmam que a financeirização subordinada se entrelaça às diferenciações produtivas estabelecidas nas cadeias globais de valor, onde as firmas dos países “emergentes” contam com desvantagens a nível produtivo e financeiro. A posição subordinada destes países nas redes globais de produção⁴, marcada pelo fornecimento de mão de obra barata, de matérias primas ou de produtos intermediários, media a sua inserção nos mercados financeiros. A posição de firmas líderes nas redes de produção globais a permite captar lucros que podem ser usados para pagar dividendos, recomprar ações, dentre outras práticas financeiras. Essa posição de liderança é, contudo, geralmente desempenhada pelas firmas sediadas nos países centrais. Consequentemente, as firmas sediadas nos países periféricos possuem uma capacidade geralmente limitada de se apropriar do valor nessas redes produtivas globais, ao mesmo tempo que arcam com o ônus de “pay more to hedge macroeconomic risk” (BONIZZI; KALTENBRUNNER; POWELL, 2020, p. 178). Neste sentido, através destes mecanismos estes autores indicam uma transferência de recursos da periferia com direção ao centro que se dá, dentre outros canais, através das relações entre as corporações “não-financeiras”.

Mesmo diante das diferenciações acima mencionadas algumas firmas dos países periféricos estão entre as líderes globais em seus setores. Tal posição as permitiu obter maiores lucros no interior destas cadeias, possibilitando direcionar tais recursos para os mercados financeiros (BONIZZI; KALTENBRUNNER; POWELL, 2020, p. 179). A concorrência internacional exige que as firmas líderes se orientem para os mercados financeiros para manterem ou avancem em suas posições. Ao mesmo tempo, a inserção destas firmas no mercado financeiro internacional também as impulsiona a adotar estratégias de internacionalização de maneira a maximizar o valor do acionista (HIRATUKA; SARTI, 2011). Enquanto as corporações dos países centrais podem realizar tal orientação através dos mercados domésticos ou/e em moeda nacional, no caso dos países periféricos essas firmas têm se financiado crescentemente em moeda estrangeira e nos mercados financeiros internacionais (POWELL, 2013, p. 144). Em consequência destas diferenças, o envolvimento destas firmas nos mercados globais é marcado por uma maior volatilidade e instabilidade, com impactos na vulnerabilidade externa dos países periféricos (BONIZZI; KALTENBRUNNER; POWELL, 2020, p. 178).

⁴ Estes autores partem da literatura das Cadeias Globais de Valor para analisar as relações entre financeirização e internacionalização produtiva. Este conceito refere-se às modificações ocorridas no pós 1980 que resultaram em uma desverticalização produtiva acompanhada de uma terceirização a nível internacional de diversas etapas da produção, resultando em uma rede internacional que integra diversos estágios da produção em diferentes países e corporações, sobre a coordenação das grandes corporações. Embora a literatura convencional das Cadeias Globais de Valor destaque os benefícios de uma maior integração produtiva mundial, há também substanciais críticas que buscam rever este conceito levando em conta as assimetrias decorridas desta chamada integração produtiva para os países periféricos, como por exemplo em Scholvin *et al.* (2019).

Mediadas pelas particularidades de sua internacionalização, a financeirização das corporações não-financeiras dos países periféricos se expressou em modificações nos seus balanços patrimoniais. Com relação aos seus passivos, tornou-se expressiva a parcela do endividamento em moeda estrangeira, com um direcionamento para emissões de títulos em mercado aberto e nos mercados internacionais (*offshore*), principalmente após a crise de 2008 (BORTZ; KALTENBRUNNER, 2018, p. 9; KALTENBRUNNER; KARACIMEN, 2016, p. 295; CALOMIRIS et al., 2019). Já com relação aos ativos destas corporações, destaca-se o crescimento dos investimentos em ativos financeiros líquidos ou de curto-prazo, tanto para fins de proteção como para fins especulativos (DEMIR, 2007, p. 353; KALTENBRUNNER; KARACIMEN, 2016, p. 295; KARWOWSKI, 2015).

As corporações não-financeiras podem adquirir divisas ou se conectar aos mercados financeiros internacionais através de uma série de canais, como por empréstimos bancários de bancos domésticos ou internacionais, e pela emissão de títulos, a qual pode se dar pelas matrizes com residência no país, ou ser emitida *offshore* pelas filiais. O acesso a moeda mundial e a conexão com o mercado financeiro internacional também ocorrem pelas modificações no patrimônio líquido as quais podem se dar através da abertura do capital no exterior, ou da participação dos estrangeiros nas bolsas locais. Esse entrelaçamento ao mercado financeiro global e a subordinação ao dólar está relacionada a maiores pressões à maximização do valor do acionista para os países periféricos. Uma vez que tais investidores internacionais possuem uma maior possibilidade de saída diante dos seus vastos portfólios internacionais (BONIZZI; KALTENBRUNNER; POWELL; 2020), o cenário característico dos países periféricos em que impera a alta volatilidade e um elevado risco produzido sobre os seus ativos, fazem do movimento das expectativas de tais agentes um elemento abrupto de disciplina às corporações não-financeiras.

As desvantagens que as corporações não-financeiras dos países periféricos encontram comparativamente às dos países centrais estão relacionadas a uma disciplina do capital mais intensa a estes países (ALAMI *et al.*, 2021), cuja expressão macroeconômica é a volatilidade cambial e as maiores taxas de juros, diante dos riscos atribuídos às moedas nacionais e aos mercados periféricos. No caso das corporações não-financeiras tal disciplina se capilariza através de sua interconexão com o mercado financeiro global, e é efetuada principalmente através da trajetória do preço das ações, da avaliação das agências de *rating* sobre as mesmas, e por variações no custo e na disponibilidade do acesso a capitais de terceiros. Neste sentido, um dos mecanismos mais descritos pela literatura para disciplinar as corporações não-financeiras é efetuado através da busca pela maximização de valor para o acionista.

O setor do petróleo também expressa as modificações ocorridas no capitalismo a partir dos anos de 1970 com a financeirização, e suas particularidades nos países periféricos igualmente evidenciam a subordinação destes países aos centrais. Através da maximização do valor para o acionista, da produção de um risco sobre estes mercados, do custo de financiamento e da trajetória nos preços das ações passaram a ser crescentemente controladas as grandes petrolíferas (DUARTE; NABARRO, 2021; BRIDGE; LE BILLION, 2013), como é o caso da Petrobrás.

2. O setor do Petróleo e a Petrobrás: do desenvolvimentismo ao neoliberalismo

2.1. A indústria mundial do petróleo

A indústria mundial do petróleo (IMP) possui uma relevância econômica e geopolítica central para a dinâmica capitalista, de forma que as mudanças internas a mesma geram fortes impactos generalizáveis para toda a sociedade. Marcada globalmente por uma relação intrincada entre instituições, tecnologia e políticas governamentais, o setor é dominado por oligopólios diante das características produtivas próprias ao mesmo, em que pesam os elevados riscos, as barreiras de entrada, a alta tecnologia e intensidade de capital. As atividades desenvolvidas neste setor são divididas em dois grandes grupos, denominados de *upstream* e *downstream*. Enquanto aquele se refere às etapas primárias da cadeia produtiva – com as atividades de prospecção, exploração, perfuração, completação e produção –, este se refere às etapas posteriores da cadeia produtiva – como o transporte, o refino e a distribuição.

A IMP se desenvolveu principalmente através de duas modalidades de organização industrial: as grandes corporações privadas que evoluíram rapidamente para a internacionalização, as quais tiveram como precursores os EUA; e as centradas nas empresas estatais, e que tiveram como precursores o Reino Unido, a Argentina e o México (PINTO JÚNIOR, 2007). Uma das primeiras e mais proeminentes companhias criadas foi a Standard Oil, comandada por Rockefeller. A Standard Oil apostou nas economias de escala e na integração vertical, gerando dificuldades para as suas concorrentes e ampliando o seu poder de monopólio. Em 1870 a empresa controlava 10% do segmento de refino, enquanto nas duas décadas que se seguiram o controle da mesma se estendeu para 20% da capacidade de refino e 90% da rede de distribuição e venda de produtos, contando também com uma ampla internacionalização de suas atividades e tornando-se *price maker* (PINTO JUNIOR, 2007).

No início do século XX houve um forte avanço dos grupos anglo-holandeses, por exemplo com a Shell Transport e a Royal Dutch Petroleum, que passou a dominar parte do mercado anteriormente monopolizado pela Standard Oil. O petróleo foi central para a Primeira Guerra Mundial diante da importância dos motores a combustão, de forma que a sua importância geopolítica passava a se evidenciar, levando a disputas pela posse das jazidas no Oriente Médio

(PINTO JUNIOR, 2007). Foi assim inaugurando um momento de forte presença de uma competição oligopolista na IMP. Neste momento imperou, por um lado, o sistema de concessões para regular a relação entre os governos dos países com reservas de petróleo e as grandes empresas internacionais; por outro, a articulação entre as grandes empresas foi feita através da criação de consórcios, que viriam a se transformar em cartéis. O evento de Achnacarry e acordos que se seguiram aos mesmos iniciaram a predominância das chamadas “Sete Irmãs”, o cartel das sete empresas *majors* da IMP, e que viria a marcar a forma de expansão deste setor até o primeiro choque do petróleo. Durante este período o cartel das Sete Irmãs em grande medida dominava a expansão da oferta e a fixação de preços, chegando em 1950 a dominar cerca de 65% das reservas mundiais de petróleo (PENROSE, 1968). Desta forma, até o fim da década de 1950 o controle que essas grandes empresas verticalmente integradas possuem das operações upstream as permitiram determinar em grande medida o preço internacional do petróleo (BRIDGE; BILLION, 2013).

Durante os anos de 1920 a 1950 também houveram importantes inovações que se fizeram presentes para além das grandes corporações internacionais e se disseminaram pelo mundo. Fizeram-se presentes inovações institucionais que estiveram centradas na participação do Estado, como através das empresas estatais – como a YPF na Argentina e a CPF na França -, bem como da aquisição majoritária das ações das empresas pelo governo, ou pela nacionalização do petróleo – como no México em 1938 (JAVIER; PABLO, 2014). Na Venezuela, por exemplo, foi revisto os regimes de concessões com as grandes corporações que lá operavam, e implantado um sistema de divisão de metade dos lucros entre tais empresas e o governo. Essas tendências impulsionaram modificações também no Oriente Médio, e que culminaram em 1960 na criação da OPEP enquanto uma tentativa dos países possuidores de reservas em contrapor o poder oligopolista das *majors*. Houve, assim, principalmente após a Segunda Guerra Mundial um declínio relativo do controle das *majors* sobre a IMP, cujos desdobramentos se dariam no primeiro choque do petróleo em 1973 (PINTO JUNIOR, 2007).

Os países da OPEP fortalecem a sua presença da IMP, e os países produtores passam a ter grande influência sobre o preço internacional do petróleo. Por isso, é possível afirmar que após os anos de 1950 até a metade dos anos de 1980 a definição do preço do óleo foi em grande medida feita por esses países exportadores de petróleo, os quais anteriormente eram feitos primordialmente pela companhias americanas e europeias (BRIDGE; BILLION, 2013). No primeiro choque do petróleo a quadruplicação do preço do barril levou a um impulsionamento da renda dos países produtores, as quais eram depositadas nas principais praças financeiras internacionais e deram origem aos petrodólares (PINTO JUNIOR, 2007). Por outro lado, a elevação dos preços levou os principais países consumidores a buscarem a diversificação da

matriz energética.

Com o conflito entre o Irã e o Iraque, a queda na produção do petróleo destes grandes produtores aliados a política do dólar forte de Volcker gerou fortes instabilidades econômicas e políticas, e marcaram o segundo choque do petróleo. Nesse contexto retomam a força a busca dos países consumidores em diversificar a matriz energética, e os países da OPEP, embora lucrassem com os altos preços, passavam a apresentar dificuldades internas de coordenação de interesses. Na segunda metade dos anos de 1980 há a ampliação da produção dos países na OPEP bem como nos demais países produtores. Destaca-se neste momento a presença de inovações tecnológicas e financeiras que se fizeram presentes na IP, as quais as empresas internacionais americanas e europeias obtinham maior facilidade em se adaptar. No que diz respeito as inovações financeiras, o desenvolvimento dos mercados de futuros passou a ser cada vez mais importante para a IMP, proporcionando um elemento ao mesmo tempo de hedge e de especulação, em um cenário marcado por maiores instabilidades no preço do petróleo (PINTO JUNIOR, 2007). A emergência destas modificações marca uma mudança na fixação dos preços do petróleo, havendo o colapso do sistemas de preços administrados da OPEC (BRIDGE; BILLION, 2013).

Este momento, que coincide com a disseminação da financeirização a nível mundial, marca um direcionamento do sistema de definição de preços do petróleo orientado agora para um processo “market-based”, definidos através de interações nos mercados à vista e, de importância cada vez maior, nos mercados futuros (BRIDGE; BILLION, 2013). Todavia, esse processo é muito menos espontâneo do que parece⁵, e é necessário ter em vista que apenas uma parcela muito pequena das trocas são realizadas nos mercados a vista, e o volume de trocas e de agentes envolvidos nesse processo é muito maior nos mercados futuros onde são negociados papéis. Os mercados futuros foram progressivamente se tornando uma força autônoma com influência significativa no preço do petróleo e nas estratégias de investimento das petroleiras (BRIDGE; BILLION, 2013).

A consolidação e dominância do mercado de derivativos sobre a determinação dos preços do petróleo é parte do que é descrito pela literatura como financeirização das commodities (AKYUZ, 2020). Nesse contexto, grande parte das transações no mercado de petróleo ocorre de forma especulativa, sem envolver de fato a entrega da mercadoria. A financeirização interligou-se a IMP e contribuiu para aumentar as incertezas e a volatilidade de preços no setor. Ao mesmo tempo, as estratégias adotadas pelas petroleiras passaram a priorizar a distribuição de dividendos para os acionistas e a recompra de ações, podendo isso ocorrer às expensas do investimento

⁵ Por exemplo, é citado por Bridge e Billion (2013) o papel de agências na identificação e divulgação dos preços do petróleo, como a Platts. Dessa forma, essas agências acabam desempenhando um forte papel na operação destes mercados.

produtivo (BRIDGE; BILLION,2013).

2.2. A Petrobrás

No Brasil, a indústria do petróleo (IP) surge intrinsecamente ligada às estratégias de desenvolvimento, como a estratégia de substituição de importações. A criação da Petrobrás em 1954 durante o Governo Vargas fez parte desta estratégia de desenvolvimento, também impulsionada pelo processo de disseminação mundial de estratégias com forte presença do Estado visando fomentar nacionalmente a IP. A empresa foi criada como uma sociedade por ações de economia mista e sob controle acionário do Governo Federal. Manter essa posição em um cenário de carteis internacionais e enfrentar o poder destas corporações foi possível a partir de uma série de modificações institucionais.

Uma série de leis acompanharam a consolidação da Petrobrás e se inserem neste contexto de buscar integrar a indústria brasileira de petróleo (IBP) com as estratégias de desenvolvimento nacional. A busca pela consolidação nacional da IBP se reflete na lei 2.004 de 1953, que data da criação da Petrobrás. A lei restringia os agentes privados ao limitar a posse de no máximo 1% das ações com direito a voto. Também instituía o monopólio da União sobre todas as atividades da cadeia petrolífera, com exceção da distribuição (DUARTE; NABARRO, 2021; PINTO JUNIOR; 2007). Neste momento que data da sua criação, evidentemente os mercados financeiros ainda não possuíam a consolidação que vieram a conquistar mundialmente a partir dos anos de 1970. Essa pulverização da posse das ações e o monopólio da união sobre todas as atividades ilustram o papel que a Petrobrás cumpria nas primeiras décadas de sua existência, em um contexto no qual o mercado financeiro ainda não possuía robustez para influir tão significativamente sobre a trajetória do setor. Nesse contexto o desenvolvimento da IBP esteve intrincado a busca de superar os entraves estruturais ao desenvolvimento, os quais eram manifestados em uma industrialização *sui generis* e ainda incipiente.

A estatal petrolífera brasileira passou por um forte crescimento após a primeira década de sua criação, impulsionada no governo JK com o Plano de Metas. Nesse contexto o preço em queda do petróleo diante do declínio do cartel das *majors* impulsionou as atividades de refino, que faziam parte de estratégia de verticalizar horizontalmente a indústria petrolífera nacional – seguindo, em certa medida, a estratégia das próprias *majors*. Dessa forma, nas duas primeiras décadas que se seguiram a sua criação a Petrobrás focou os seus investimentos no *downstream*, nas atividades de refino e transporte (JESUS; FERREIRA; 2021). No início da década de 1970 a Petrobrás já havia completado a verticalização interna da indústria e cumprido as metas de crescimento e eficiência buscadas pelos governos da ditadura militar, e passou a prosseguir

almejando o crescimento da petroquímica e dando início a abertura de filiais com o objetivo de formas conglomerados (PINTO JUNIOR, 2007). A partir do segundo choque do petróleo as iniciativas passam a se direcionar para as atividades *upstream*, aumentando a parcela de investimentos em E&P da empresa (JESUS; FERREIRA, 2021; ORTIZ NETO, 2006).

A reversão do modelo de desenvolvimento brasileiro ocorreu no contexto do alinhamento com o Consenso de Washington e da consolidação do neoliberalismo que foi característico da década de 1990. Foi a partir dessas reformas que os países periféricos foram inseridos de maneira mais plena na financeirização, sendo a liberalização financeira um marco deste nova fase do capitalismo na periferia do sistema.

Uma série de mudanças regulatórias passaram a surgir no setor petrolífero de maneira a adequá-lo a esta nova realidade. Todavia, ao contrário do que ocorreu em outras indústrias, no caso da IBP as reformas implantadas foram graduais e assentada na interrelação entre o Estado e o setor privado, a despeito de uma privatização tradicional (PINTO JUNIOR; 2007). A Lei 9.478 de 1997 - a Lei do Petróleo - foi uma das mais marcantes destas transformações, aprovada durante o governo do FHC e tendo como uma de suas mais impactantes medidas o fim do monopólio da Petrobrás. A Lei do Petróleo permitiu a contratação de outras empresas para a atuação em diferentes segmentos da cadeia petrolífera, como nas atividades de EP, refino, exportação, importação e transporte – que eram anteriormente monopólio da Petrobrás. Além disso, a lei criou uma a Agencia Nacional do Petróleo (ANP), órgão que passaria a exercer função reguladora sobre a exploração de petróleo por entes privados. A entrada de outras empresas no setor passaria a ocorrer através de licitações, nas quais passou a ser concedido o direito à exploração por parte de outros agentes. Também por esta lei foi criado o Conselho Nacional de Política Energética, que teria uma atuação pequena durante o governo FHC (MACHADO; ROCHA, 2020). A lei de 1997 foi um marco para a emergência da lógica da maximização do valor para o acionista no interior da empresa (DUARTE; NABARRO, 2021). Subsequentemente, nos anos 2000 é feito um IPO na Bovespa e na NYSE, sendo a primeira vez que no Brasil as ações eram oferecidas para além dos investidores institucionais. Fez parte deste contexto também a aprovação da Lei 8.987/95, que discorria sobre a atuação da iniciativa privada em projetos energéticos. Com esta lei, a Petrobrás passou a ter de realizar licitações a empresas nacionais e estrangeiras para aquisições de bens e serviços que antes ela possuía maior liberdade para a aquisição, o que contribuiu para uma perda de competitividade para a empresa nacional (JESUS; FERREIRA, 2021).

Para além dos fatores acima citados, a indústria nacional interligada a IBP foi desfavorecida também pela criação do Regime Aduaneiro Especial para a Indústria do Petróleo (Repetro) e pelo contexto macroeconômico vigente ao longo dos anos 90 (JESUS;

SARTI; FERREIRA; 2017). A Repetro facilitava as importações destinadas a E&P ao eximir as de tributação federal, sendo um forte estímulo para a entrada de empresas estrangeiras. Com relação ao cenário macroeconômico a sobrevalorização cambial e a abertura comercial tornavam a opção pela indústria internacional mais atrativa e viável.

O novo marco implantado no bojo das reformas neoliberais também alterou a política de preços do combustível no país. Anteriormente, estava presente de forma usual o tabelamento de preços dos derivados, bem como o estabelecimento de limites máximos para os preços. Tal tabelamento era baseado nos custos de produção e de refino, uniformizados através dos Valores Médios de Referência e pelo Frete de Uniformização de Preços (FUP) (SATHLER; TOLMASQUIM, 2001). Após 1998 e com a implementação do novo marco regulatório o preço dos derivados passam a depender dos custos de produção e de refino ajustados ao preço internacional.

Os danos para a indústria nacional viriam a ser contrabalanceados com a fixação de um valor mínimo de conteúdo local (CL). Tais valores eram dispostos nos contratos de concessão e nos processos de licitação pela ANP, e ainda que estivessem previstas desde a primeira rodada de licitações, foi apenas em 2003 que passou a ser exigido um percentual mínimo global de CL para a concessão de atividades de E&P (ALMEIDA, 2015). A eleição de Lula em 2003 marcou um novo período com rupturas e continuidades com a agenda neoliberal, trazendo também consequências para a IPB. O contexto de elevação dos preços das commodities se estendia para o preço do barril de petróleo, favorecendo os países exportadores.

Mesmo diante desta busca ativa por adequar o setor petrolífero brasileiro às exigências próprias ao neoliberalismo, a Petrobrás prosseguiu como hegemônica na IPB (MACHADO; ROCHA, 2020). Ainda que as reformas liberalizantes não tenham tido êxito em retirar o poder do Estado neste setor estratégico, tais modificações contribuíram para fragilizar a indústria nacional, em especial os fornecedores e a indústria para-petrolífera nacional. Com relação à política de preços, tais reformas culminaram na implementação de um sistema de preços livres no setor de derivados a partir de 2002, mas que permaneceu sendo fortemente influenciado pelo poder de mercado da Petrobrás. Essa política de preços que na prática era administrada durou até 2016, em que a nova política de preços da Petrobrás determinou o alinhamento dos preços internos aos preços internacionais.

O anúncio do pré-sal em 2007 ocorreu em um contexto muito distinto daquele existente no início da implantação do sistema de concessão, e impulsionou a formulação de um novo marco regulatório que dava mais força para a ação do Estado (MACHADO; ROCHA, 2020). Os principais fatores que favoreceram esta mudança foi o baixo risco e o grande tamanho dos campos de exploração, em um contexto de preços internacionais crescentes. O novo marco

regulatório foi estabelecido em 2010 por três leis: a Lei 12.276/10, a Lei 12.304/10 e a Lei 12.351/10, que, respectivamente, legislavam sobre a Cessão Onerosa, a criação da Pré-Sal Petróleo S.A e o regime de partilha. O regime de partilha foi introduzido na exploração do pré-sal, deixando o regime de concessões para blocos não estratégicos, e reservando 30% de participação mínima da Petrobrás na exploração do pré-sal (MACHADO; ROCHA, 2020). A Cessão Onerosa buscava fornecer recursos para o investimento da Petrobrás através da cessão da União de um valor equivalente a até 5 bilhões de barris, além de permitir a subscrição de ações da Petrobrás pela União na oferta pública de setembro de 2010, em troca de títulos públicos (MACHADO; ROCHA, 2020). Já a PPSA foi criada para gerir os contratos do regime de partilha de produção.

Em 2010 foi feita uma nova oferta de ações, na qual houve uma forte presença da união e entes federais na compra destas ações (BNDES, BNDESPar, FPD e FFIE). O Estado não apenas reforçou o controle acionário marjoritário, como também reafirmou a presença dos entes federais no impulsionamento de inovações financeiras. Estas tinham um papel contraditório, pois ao mesmo tempo que contribuía para a captação de recursos necessários para os novos investimentos da empresa, tais instrumentos “acabam criando outros pontos a partir dos quais o investimento e a aplicação do capital na Petrobras são comandados, controlados e vigiados” (DUARTE; NABARRO, 2021, p.14).

A descoberta do pré-sal trouxe desafios tecnológicos para o Brasil, com necessidade de superar obstáculos tecnológicos e elevar a competitividade na indústria para-petrolífera nacional. De acordo com Jesus, Sarti e Ferreira (2017) os problemas relacionados a tais obstáculos tecnológicos e de competitividade eram elementos que faziam da política de CL incompatível com a lógica de maximização de valor para o acionista, lógica que passava a se fazer cada vez mais presente na Petrobrás. A partir da crise política e econômica intensificada em 2014 e que veio a culminar no impeachment de Dilma, os impactos sobre a Petrobrás foram expressivos. As quedas nos preços internacionais das commodities se somavam as tensões provocadas pela Operação Lava-jato, o que conjuntamente a deterioração dos indicadores econômico-financeiros da empresa trouxeram fortes pressões para a empresa. Com Temer, a busca de reformas de cunho neoliberal atinge novamente o setor petrolífero. Deu-se início a uma reversão do marco regulatório, com alterações nas políticas de conteúdo local e com um programa robusto de desinvestimentos (MACHADO; ROCHA, 2020).

Em 2016 a Lei 13.365 alterou a Lei 12.351/10 e retirou a obrigação da Petrobrás participar da totalidade dos contratos do pré-sal, bem como de ser operadora dos mesmos e de possuir a participação mínima de 30% nos consórcios. Em 2018 foi ainda possibilitado que a ANP adotasse políticas de conteúdo local distintas das vigentes nos Contratos de Concessão, de maneira que as

novas rodadas passaram a possuir metas globais de conteúdo local inferiores (JESUS; FERREIRA, 2021). Além disso, é principalmente a partir de 2015 que a Petrobrás passa a levar a cabo um programa de desinvestimentos, justificado na busca por reduzir a alavancagem da empresa, melhorar os indicadores econômico-financeiros e concentrar as atividades em investimentos prioritários (ibid).

Foi também em 2016 que a política de preços da Petrobrás se alterou substancialmente, passando a ser determinada de acordo com a evolução internacional dos preços. De acordo com a diretoria da Petrobrás:

A nova política terá como base dois fatores: a paridade com o mercado internacional - também conhecido como PPI e que inclui custos como frete de navios, custos internos de transporte e taxas portuárias - mais uma margem que será praticada para remunerar riscos inerentes à operação, como, por exemplo, volatilidade da taxa de câmbio e dos preços sobre estadias em portos e lucro, além de tributos. A diretoria executiva definiu que não praticaremos preços abaixo de paridade internacional.⁶

A nova política de precificação alinhou os preços domésticos a paridade internacional, reajustando inicialmente os valores mensalmente e posteriormente, em julho de 2017, ajustando os valores diariamente. A elevação do preço internacional do petróleo e o impacto da desvalorização cambial na conjuntura recente veio acompanhada de uma tendência de alta no preço das ações e na distribuição de dividendos. Em contrapartida, a elevação dos derivados do petróleo é uma das principais causas que explicam a elevação da inflação atualmente no Brasil, que fechou o ano de 2021 no patamar de 10,06% no ano, medida pelo IPCA.

3. Análise econômico-financeira da Petrobrás (2010-2021)

Os indicadores econômicos e financeiros da Petrobrás expressos na tabela 1 para o período de 2010⁷ a 2020 expressam, no geral, uma deterioração ao longo do período analisado, a qual tem se revertido nos últimos anos diante das modificações ocorridas na gestão da empresa, combinadas com o cenário macroeconômico e a elevação dos preços internacionais do petróleo. A avaliação destes indicadores ilustra a forma que a Petrobrás buscou reverter a crise política e econômica que a atingiu, buscando alinhar sua gestão com os interesses dos seus acionistas. Por outro lado, a análise desses indicadores também indicam que tais modificações vieram acompanhadas de uma maior dependência produtiva e subordinação financeira.

Os indicadores de Liquidez Geral, Liquidez Corrente e Liquidez Seca demonstram uma tendência de queda ao longo do período analisado, conforme exposto na tabela 1. No caso da

⁶ <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/adoptamos-nova-politica-de-precos-de-diesel-e-gasolina.html>.

⁷ A análise se inicia em 2010 pela disponibilidade de dados no Economática, que a partir de tal ano segue uma metodologia distinta.

Liquidez Corrente e da Seca, os indicadores sugerem que o passivo circulante vai tornando-se relativamente mais robusto em comparação ao ativo circulante, descontando ou não os estoques – estes últimos são robustos e determinam a diferença significativa destes dois indicadores.

Ainda que a deterioração dos indicadores de liquidez tenha-se feito persistente também nos últimos anos, ao deslocar a análise das variáveis de estoques para uma análise de variáveis de fluxo, percebe-se uma mudança significativa na trajetória do fluxo de caixa livre da empresa. Conforme evidencia o gráfico 1, a trajetória desse indicador percorre uma forte elevação desde os anos de 2016, passando por uma queda de rápida recuperação em 2020. Tal indicador representa o fluxo de caixa gerado das atividades operacionais após descontado as despesas de capital, correspondendo a um caixa que está livre para se direcionar ao pagamento de dividendos aos acionistas da empresa.

A dívida bruta e a dívida líquida apresentam um forte crescimento durante os anos de 2010 a 2015, em que neste último ano atinge um pico e passa a se reduzir, conforme demonstra a tabela 1. Durante esse período a elevação do endividamento é tão acentuada que a dívida bruta e a dívida líquida mais do que triplicam, crescendo, respectivamente, a uma média de 25% e 30% ano a ano. O crescimento da dívida combinado com uma queda no Patrimônio Líquido levou a uma deterioração do indicador Dívida/(Dívida+PL) durante este mesmo período, evidenciando que o peso da dívida na estrutura de capital da empresa, de maneira que o capital de terceiros vai se tornando proeminente e representando mais de 65% da estrutura de capital da empresa. A redução do endividamento de 2015 a 2020 geram uma posterior redução neste indicador, evidenciando que a parcela do capital próprio na estrutura de capital volta a se reforçar. A redução no endividamento nos anos recentes foi realizada por meio do desinvestimento, da venda de ativos e pela elevação no preço do petróleo (PINTO, 2021).

Ainda que os indicadores evidenciem um aumento na quantidade da dívida, ao analisarmos o perfil da dívida verificamos por meio da tabela 1 que esta possui um perfil onde o longo prazo é fortemente presente, e que houve também uma tendência geral de alongamento do prazo da dívida ao longo do período analisado, ainda que de forma instável. Todavia, um exame mais detalhado torna necessário levar em consideração o prazo médio da dívida. De acordo com Pinto (2021), dos anos de 2007 a 2011 houve uma expansão da dívida de prazo superior a 4 anos, tendência que se reverte de 2012 a 2015. A desaceleração do crescimento da dívida de prazo superior a 5 anos foi resultado da dificuldade da Petrobrás em acessar os mercados de capitais no exterior diante da situação adversa em que se encontrava (PINTO, 2021). Posteriormente, em 2016 e 2017 houve novamente um direcionamento da dívida para dívidas de vencimento mais longo.

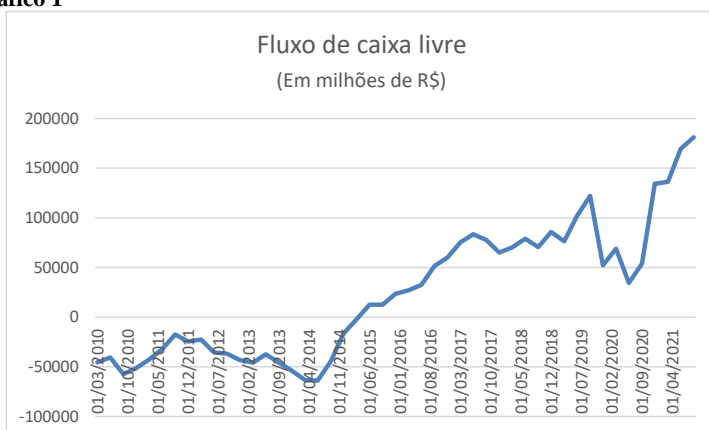
Tabela 1: Indicadores econômico-financeiros da Petrobrás (2010-2020)

Em milhões de R\$, valores constantes de 2021					
Indicadores	2010	2011	2012	2013	2014
Liquidez Geral	0,69	0,61	0,50	0,41	0,38
Liquidez Corrente	1,88	1,78	1,70	1,49	1,63
Liquidez Seca	1,53	1,36	1,27	1,09	1,27
Dívida bruta	219,79	274,10	331,46	428,20	528,88
Dívida líquida	161,73	209,82	284,53	368,57	462,19
PL	587,45	593,07	582,84	558,11	465,57
EBIT	87,27	79,53	53,47	55,11	-33,04
Dívida/(PL+Dívida)	27,23%	31,61%	36,25%	43,41%	53,18%
DívidaCP/Dívida bruta	13,22%	11,17%	7,69%	6,92%	8,98%
EBIT/Dívida	39,71%	29,01%	16,13%	12,87%	-6,25%

Em milhões de R\$, valores constantes de 2021						
Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez Geral	0,38	0,38	0,40	0,40	0,29	0,37
Liquidez Corrente	1,52	1,80	1,89	1,48	0,97	1,04
Liquidez Seca	1,26	1,46	1,55	1,12	0,68	0,83
Dívida bruta	671,02	493,36	449,03	391,35	293,31	308,21
Dívida líquida	537,75	404,80	356,30	326,73	259,13	241,23
PL	346,96	320,67	328,61	332,63	339,97	339,44
EBIT	-17,96	21,12	47,02	77,84	93,98	54,61
Dívida/(PL+Dívida)	65,92%	60,61%	57,74%	54,06%	46,32%	47,59%
DívidaCP/Dívida bruta	11,64%	8,26%	6,42%	4,36%	7,06%	7,77%
EBIT/Dívida	-2,68%	4,28%	10,47%	19,89%	32,04%	17,72%
ROIC (IC fim)	-1,17%	1,59%	3,61%	5,95%	6,59%	3,91%

Fonte: Economática.

Gráfico 1

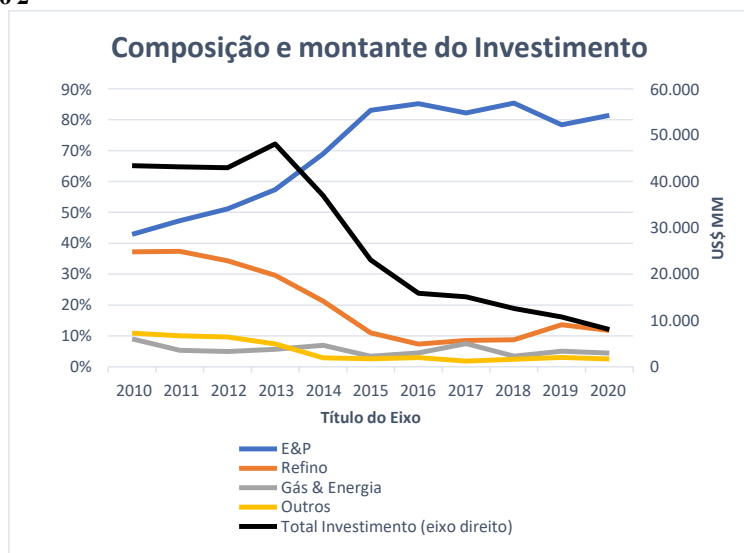


Fonte: Economática.

O aprofundamento da subordinação financeira da empresa teve como um de seus sintomas o aumento na participação da dívida em moeda estrangeira no endividamento total da empresa. O endividamento em moeda nacional se reduziu de 27% em 2010 para 20% em 2017, alargando sua dependência com relação ao dólar e outras moedas estrangeiras (PINTO, 2021). Isso faz com que o estoque da dívida varie com modificações na taxa de câmbio, de maneira que a desvalorização do real foi um dos fatores que contribuiu crescentemente para explicar o aumento da dívida bruta no período analisado.

A reversão dos indicadores de rentabilidade e de endividamento foram realizados por uma estratégia de curto prazo de venda de ativos e redução dos investimentos. Até 2013 o investimento manteve uma tendência de alta, caindo bruscamente a partir de então, conforme evidencia o gráfico 2. Essa queda no investimento ocorreu de maneira muito desigual entre os segmentos da cadeia produtiva, de maneira que em 2016 cerca de 85% dos investimentos se direcionaram para E&P, as quais tem sido as atividades mais lucrativas da Petrobrás (JESUS; FERREIRA, 2021). Em contrapartida, houve uma forte queda do investimento em refino, o que ilustra uma tendência a regressão produtiva no período analisado.

Gráfico 2

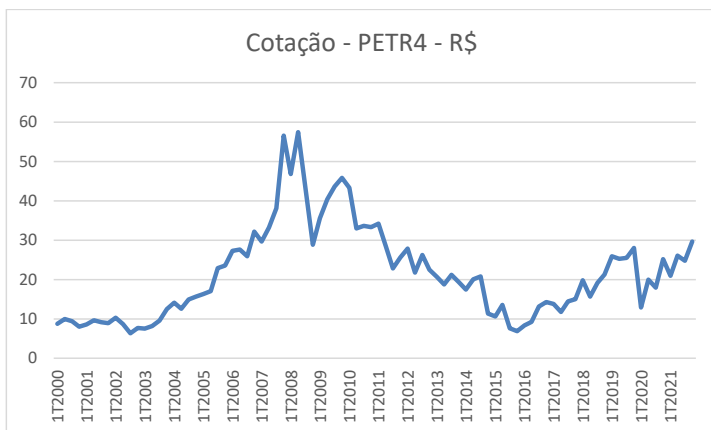


Fonte: Relatórios da Petrobrás.

Comentado [c1]: Fonte disso

O processo histórico que desembocou na aproximação da Petrobrás com diversos agentes financeiros deu poder aos mesmos diante de suas influências no preço das ações da empresa, bem como no custo do endividamento. A trajetória do preço das ações é um elemento disciplinante para a empresa, uma vez que a União tem que arbitrar entre os diversos interesses vigentes mesmo que tenha a posse majoritária das ações. A força que tais agentes passaram a desempenhar no financiamento da empresa fez da alocação da carteira dos principais acionistas um instrumento poderoso para influenciar nos preços das ações da Petrobrás. O gráfico 3 evidencia a trajetória no preço das ações preferenciais, que passa a ter uma tendência ascendente a partir de 2016. A política de dividendos explica em partes o movimento do preço das ações da Petrobrás no período. Desde os anos 2000 a remuneração distribuída aos acionistas se dava de forma superior aos mínimos estabelecidos em estatuto, todavia nos anos de 2012 e de 2013 essa situação se modificou, reduzindo os dividendos por conta da necessidade de gerar caixa para o plano de investimentos (JESUS; FERREIRA, 2021). A companhia não distribuiu dividendos entre os anos de 2014 e 2017, voltando a distribuir em 2018.

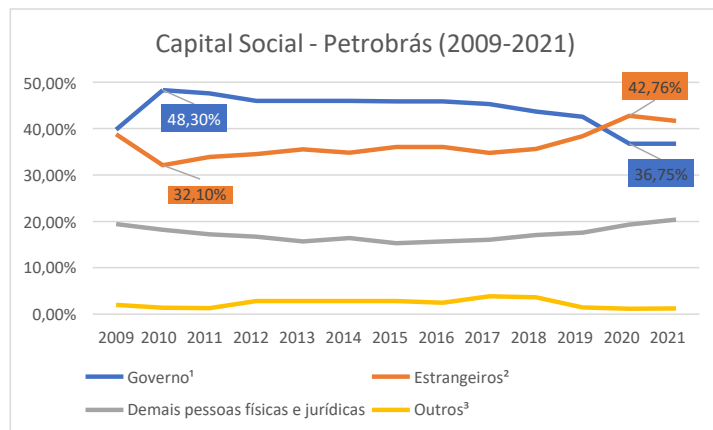
Gráfico 3



Fonte: Economática

A estrutura do capital social da Petrobrás, que engloba tanto os detentores de ações preferenciais como ordinárias, é ilustrada no gráfico 4. No ano de 2010 a União (que compreende também o BNDES e o BNDESPAR) sai da grande oferta de ações deste ano ampliando a sua participação total, enquanto há uma redução dos estrangeiros (ADRs e estrangeiros).

Gráfico 4



Fonte: Petrobrás (2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018; 2019; 2020; 2021)

Após 2010 há uma tendência de queda na participação da União no capital social da Petrobrás, que decorre principalmente da estrutura de propriedade das ações preferenciais, sem

direito a voto. Como resultado, a União passa de uma posse de 48,3% do capital social total da Petrobrás para 36,75% em 2021. Ao mesmo tempo, os estrangeiros aumentam a sua posse sobre o capital social de 32,1% para 41,63% no período em questão. Tais dados evidenciam que os agentes financeiros internacionais aumentaram a sua proximidade, tornaram-se beneficiários dos dividendos e da recente valorização nos papéis da Petrobrás e foram o principal setor que colocou pressões via mercado de ações na reversão da política da empresa. Destaca-se, por fim, o impacto que as agências de rating tiveram sobre a Petrobrás.

De 2013 a 2016 as agências Moody's, Fitch e Standard & Poor's rebaixaram as notas de crédito da petroleira. A justificativa para tal foi, dentre outros fatores, o grau de alavancagem financeira, os altos riscos atribuídos na E&P do pré-sal, a prática de preços máximos sobre derivados até 2014 (JESUS; FERREIRA, 2021). Isso dificultou o acesso a financiamentos de baixo custo que a Petrobrás havia adquirido nos anos anteriores, também por conta da elevação da sua nota por estas mesmas agências em 2005 e 2007. Desde 2016 estas agências passaram novamente a melhorar suas avaliações sobre o risco de fornecimento de crédito para a Petrobras.

4. Conclusão

As modificações que ocorreram na Petrobrás a partir dos anos de 1990 visaram adequar a IBP as modificações do capitalismo internacional, marcadas pela financeirização e pela necessidade de consolidar a dominância financeira nos países periféricos. Todavia, diante da força da Estatal e das próprias características deste setor no Brasil, essa conexão da Petrobrás com os agentes financeiros foi em certa medida inicialmente limitada. Nos anos dos governos petistas, a conjuntura econômica favorável bem como o conjunto de políticas adotadas permitiu retomar o papel da estatal no desenvolvimento do país. Esse processo ocorreu de forma contraditória, pois na medida em que a capitalização da empresa se disseminava a posse majoritária das ações se concentravam nas mãos da União, ao mesmo tempo em que se difundia um potencial de domínio crescente dos agentes financeiros sobre a empresa.

Após 2016, todavia, a disciplina efetuada pelo capital a fim de adequar de maneira mais plena a gestão da Petrobrás a lógica financeira encontrou uma economia debilitada, com um potencial de resistência política muito fragilizado. Além disso, também contou com uma empresa fragilizada pela crise política deflagrada pela Operação Lava Jato, bem como em um processo de forte deterioração dos indicadores econômicos e financeiros da petroleira.

Os elementos que contribuem para reafirmar a nossa hipótese de que tais modificações visaram adequar de forma mais plena a Petrobrás a financeirização, exemplificando o caráter subordinado que a mesma adquire na periferia foram os seguintes. O aprofundamento dos

vínculos entre a empresa e agentes do setor financeiro, como os detentores de ações, bem como os credores da Petrobrás. Por outro lado, tanto o endividamento da empresa em moeda estrangeira como a maior presença de estrangeiros na posse das ações traz importantes vínculos entre a financeirização e a subordinação. Além disso, a regressão da IBP diante da redução da parcela dos investimentos em refino e aumento em E&P também podem indicar um vínculo entre financeirização e subordinação, devendo estes fatores serem examinados com maiores detalhes em pesquisas futuras.

Bibliografia

- AKYÜZ, Y. The commodity-finance nexus: twin boom and double whammy. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 24, n. 1, 2020.
- ALAMI, I.; ALVES, C.; BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; KODDENBROCK, K.; KVANGRAVEN, I.; POWELL, J. *International financial subordination: a critical research agenda*. 2021.
- ALMEIDA, R. F. *Políticas de conteúdo local e setor para-petroleiro: uma análise comparativa entre Brasil e Noruega*. 2015. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; POWELL, P. Subordinate financialization in emerging capitalist economies. In: MADER, P.; MERTENS, D.; VAN DER ZWAN, N. (ed.). *The Routledge international handbook of financialization*. New York: Routledge, p. 177-187, 2020.
- BORTZ, P.G.; KALTENBRUNNER, A. The international dimension of financialization in developing and emerging economies. *Development and Change*, v. 49, n. 2, p. 375-393, 2018.
- BRIDGE, G.; LE BILLON, P. *Oil*. John Wiley & Sons, 2013.
- BRUNO, V.; SHIN, H.S. *Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis*. BIS Working Papers 510, Bank for International Settlements, 2015.
- CACIATORI, E. G. *A dependência brasileira no contexto da globalização: uma abordagem desde a política de preços da Petrobras adotada a partir de outubro de 2016*. 2019.
- CALOMIRIS, W.C.; LARRAIN, M.; SCHMUKLER, S.L.; WILLIAMS, T. *Search for Yield in Large International Corporate Bonds: Investor Behavior and Firm Responses*. Nber Working Paper Series, Working Paper 25979, 2019.
- CHOI, C. Subordinate financialization and financial subsumption in South Korea. *Regional Studies*, v. 54, n. 2, p. 209-218, 2018.
- CHUI, M.K.F.; KURUC, E.; TURNER, P. *A new dimension to currency mismatches in the emerging markets-non-financial companies*. BIS Working Papers, n. 550, 2016.
- CORRÊA, M. F.; LEMOS, P. M.; FEIJO, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade*, v. 26, p. 1127-1148, 2017.
- DEMIR, F. 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.
- DUARTE, L.; NABARRO, W. *Círculos financeiros e circuito do petróleo: instrumentos financeiros para investimento em atividades e fornecedores da Petrobras*. GEOUSP, v. 25, 2021.
- FARHI, M.; BORGHI, R.A.Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. *Estudos avançados*, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. *Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiros no período recente*. Texto para discussão, 2011.
- JAVIER, C.; PABLO, G. Empresas estatales en el proceso de reforma neoliberal: los casos de ypf y petrobras. *Hegemonia, estado y populismo*, p.102, 2014.
- JESUS, L. B.; FERREIRA, H. M. 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.
- JESUS, L. B.; SARTI, F.; FERREIRA, H. M. 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.
- KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J.P. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the Brazilian experience. *New Political Economy*, v. 23, n. 3, p. 290-313, 2018.

- KALTENBRUNNER, A.; KARACIMEN, E. The contested nature of financialization in emerging capitalist economies. In: SUBASAT, T. (ed.). *The great financial meltdown: systemic, conjunctural or policy created?* Cheltenham: Edward Elgar Publishing, p. 287-307, 2016.
- KARWOWSKI, E. The finance–mining nexus in South Africa: How mining companies use the South African equity market to speculate. *Journal of Southern African Studies*, v. 41, n. 1, p. 9-28, 2015.
- KVANGRAVEN, I.H.; KODDENBROCK, K.; SYLLA, N.S. Financial subordination and uneven financialization in 21st century Africa. *Community Development Journal*, v. 56, n. 1, p. 119-140, 2021.
- LAPAVITSAS, C. *Profiting without producing: how finance exploits us all*. London: Verso Books, 2013.
- LAPAVITSAS, C.; SOYDAN, A. Financialisation in Developing Countries: Approaches, Concepts and Metrics. SOAS Department of Economics, Working Paper nº. 240. London: SOAS University of London, 2020.
- LAVINAS, L.; ARAÚJO, E.; BRUNO, M. Brazil: from Eliticized-to Mass-Based Financialization. *Revue de la régulation: Capitalisme, institutions, pouvoirs*, n. 25, 2019. Disponível em: <https://journals.openedition.org/regulation/14491>. Acesso em: 24/02/2021.
- 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.
- MACHADO, J. V.; ROCHA, M. A. Nacionalismo dos Recursos no setor petrolífero brasileiro: desdobramentos e participação do Estado. *OIKOS*, v. 19, n. 2, 2020.
- ORTIZ NETO, J. B. O processo de aprendizado tecnológico na trajetória do sistema de produção flutuante empreendido pela Petrobrás em seu programa de capacitação tecnológica em águas profundas-PROCAP. 2006.
- PAINCEIRA, J.P. Central Banking in Middle Income Countries in the Course of Financialisation: a study with special reference to Brazil and Korea. 2011. Tese de Doutorado. SOAS University of London, Department of Economics, London.
- PAINCEIRA, J.P. Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation. SOAS Research on Money and Finance Discussion Paper, n. 4, 2009.
- PENROSE, E. *The theory of the growth of the firm*. 4. ed. Oxford: Oxford University Press, 1959. 249f.
- PETROBRAS S.A. Relacionamento com investidores: central de resultados. 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020. Disponível em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/central-de-resultados/>.
- POWELL, J. Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations. 2013. Tese de Doutorado. SOAS University of London, Department of Economics, London
- PINTO JUNIOR, H. Q. (Org.). *Economia da energia: fundamentos econômicos, evolução histórica e organização industrial*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- PINTO, E.C. *Economia Política do endividamento da Petrobrás: Evolução e determinantes (2006-2017)*. Texto para discussão, Inep, ano 4, número 23, 2021.
- SATHLER, M.; TOLMASQUIM, M. A formação de preços dos derivados de petróleo no Brasil. *Revista brasileira de Energia*, v. 8, n. 1, p. 1-15, 2001.
- SARTI, F.; HIRATUKA, C.. *Desenvolvimento industrial no Brasil: oportunidades e desafios futuros*. Campinas: IE. Unicamp, 2011.
- SCHOLVIN, S., FRANÇOSO, M. S., MELLO, P. A. S., BREUL, M., & HIRATUKA, C. (2019). Cidades gateway nas redes de produção globais: Um conceito ilustrado pelo setor de petróleo e gás na América do Sul e África Subsaariana. *Estudos Geográficos: Revista Eletrônica de Geografia*, 17(1), 91-114.
- SCHUTTE, G. R. *Petrobras em marcha forçada*. Textos Para Discussão. Núcleo de Estudos Estratégicos sobre Democracia, Desenvolvimento e Sustentabilidade (NEEDS), 2016.

SODRÉ, J. V. M. P. Indústria brasileira de petróleo: desinvestimentos e política de preços da Petrobrás para derivados de petróleo. 2021.