

ANÁLISE DA POLÍTICA DE INVESTIMENTO E DESINVESTIMENTO DA PETROBRAS DE 2002 A 2022 E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA A SOCIEDADE BRASILEIRA

Palavras-Chave: Investimento e desinvestimento Petrobras, Petrobras, Maximização do valor ao acionista.

Autores:

Vitor Kogake Ferreira – IE

Prof^(a). Dr^(a). Miguel Juan Bacic (orientador) – IE

INTRODUÇÃO:

O Setor de Petróleo e Gás Natural caracteriza-se por ser uma pedra angular na economia mundial, sustentando a demanda energética global de forma significativa. Segundo a Agência Internacional de Energia (IEA), em 2021, o petróleo representava 29,50% do total de oferta primária de energia, seguido pelo carvão com 27,22% e pelo gás natural com 23,63%. Nesse sentido, analisa-se que tal setor demanda uma elevada atenção política e econômica, já que a segurança energética é de fundamental importância para o crescimento e funcionamento da economia (BAUMANN, 2008). Ainda segundo o autor, a segurança energética engloba problemas multidimensionais, isso ocorre pela interdependência da energia no funcionamento da economia, de modo que a sociedade é totalmente dependente dos serviços energéticos. Complementando tal ponto, Felipe Botelho e Ronaldo Goulart (2014) dão ênfase nas dimensões econômicas afetadas por esse setor, que se estende da geração de renda, nível de atividade até o consumo final, de modo que variações no preço do petróleo, por exemplo, pode impactar os preços de diversos produtos da economia.

Dada a relevância do setor na matriz energética mundial, é interessante analisar qual a estratégia do Brasil nessa perspectiva. Segundo o Balanço Energético Nacional de 2023, há uma participação de 35,70% do petróleo na matriz energética brasileira, seguida por derivados da cana de açúcar, 15,40%, e pela hidráulica com 12,50% (EPE). O petróleo, então, apresenta grande impacto na sociedade brasileira, fornecendo aproximadamente um terço de sua demanda energética. Vale citar que o Brasil apresenta grandes reservas provadas, com 14.856 bilhões de barris de petróleo de reservas provadas em 2022 (ANP), representando grande potencial econômico.

A Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) detém, nesse sentido, um papel central na economia nacional. Isso porque, como pontuado antes, esse segmento apresenta grandes interdependências na economia e detém uma longa cadeia de produção que demanda investimentos elevadíssimos para a sua construção. Sendo o investimento um dos responsáveis por formar a demanda efetiva da sociedade, juntamente com o consumo (KEYNES, 1936). Desse modo, quanto maior o nível de investimento de uma economia, maior será a renda gerada e o nível de produção da sociedade, vale lembrar do multiplicador keynesiano em que o investimento potencializa o crescimento do produto em meio à propensão a consumir. O investimento, então, apresenta uma relevância central no crescimento econômico.

Dito isso, é evidente que a Petrobras exprime um potencial de desenvolvimento nacional em decorrência dos elevados investimentos históricos aplicados na economia. Tais características são essenciais para o crescimento econômico, assim como todo o aspecto de segurança energética para um bom funcionamento da economia. Esse setor, assim, evidencia grande relevância para os governos vigentes do país e demandam certos posicionamentos e projetos a fim de potencializar os benefícios que é capaz de oferecer à sociedade brasileira.

Nessa perspectiva, é possível analisar que a estatal foi por muito tempo potencializada durante os governos como um motor de desenvolvimento nacional, com diversas políticas voltadas para fortalecer o mercado interno, como, por exemplo, durante o governo petista (ALMEIDA, OLIVEIRA E SCHNEIDER, 2014). Como indicativo inicial foram realizados diversos programas de progresso nacional como o Programa de Mobilização da Indústria Nacional de Petróleo e Gás Natural em 2003, o Programa de Modernização e Expansão da Frota de Transpetro em 2004, o Programa de Aceleração do Crescimento em 2007, entre outros projetos.

Tal gestão com foco no investimento produtivo, desenvolvimento nacional e crescimento no longo prazo parece ter sido alterada a partir de 2015 em decorrência de uma mudança nas prioridades da empresa em favor de uma perspectiva de maximização do valor ao acionista.

A maximização do valor ao acionista (MVA), por sua vez, destaca-se por trazer uma alteração interna na estrutura de poder da firma, aumentando a importância do setor financeiro na definição da gestão estratégica da empresa. Isso se verifica com o aumento da participação da esfera financeira na estrutura acionária e de governança dessas corporações. A estratégia consiste em destinar uma parcela cada vez maior do caixa gerado pela operação da empresa para o pagamento de dividendos e recompra de ações, isso em detrimento do investimento da empresa (LAZONICK, O’SULLIVAN, 2000; STOCKHAMMER, 2004; GUTTMANN, 2017).

O objetivo central deste projeto consiste em analisar se houve uma mudança do direcionamento da gestão estratégica da Petrobras com foco na MVA a partir de 2015. Essa inflexão tem como características a redução dos investimentos produtivos e a busca pela distribuição de dividendos. A hipótese central deste trabalho de pesquisa é que houve uma importante alteração das prioridades da empresa em favor da maximização do valor ao acionista.

METODOLOGIA:

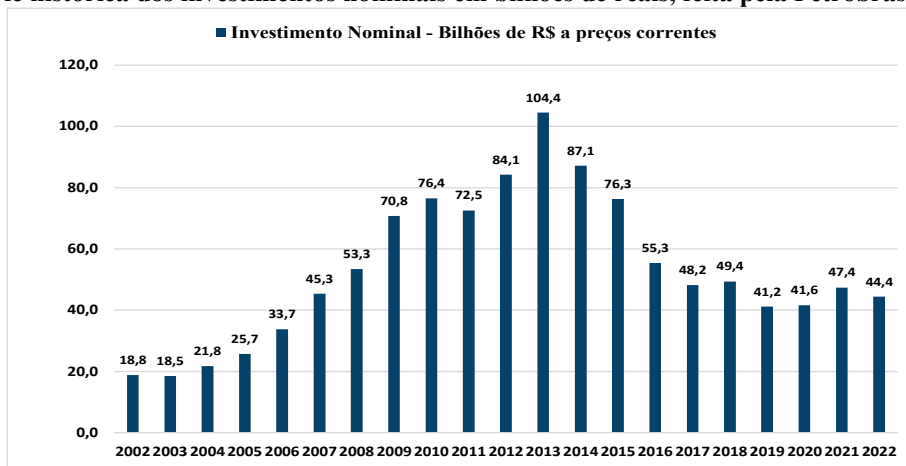
A pesquisa foi realizada através da análise dos relatórios disponibilizados pela Petrobras dos anos de 2002 até 2022 e de uma revisão bibliográfica de artigos, livros, notícias e outros documentos relevantes que tratam acerca do fenômeno da maximização do valor ao acionista, do setor de petróleo e gás e da Petrobras. Em relação aos relatórios analisados da Petrobras, vale destacar a análise quantitativa e qualitativa dos investimentos e desinvestimentos feitos pela estatal, a destinação dos lucros e o posicionamento de sua gestão estratégica.

Para examinar a hipótese central do projeto de que houve uma mudança na gestão estratégica da Petrobras a partir de 2015 voltada para a maximização do valor ao acionista, foram analisadas quatro características de sua gestão: 1) diminuição do investimento produtivo e downstream; 2) desinvestimentos; 3) prioridades no pagamento de dividendos; 4) aumento da influência dos investidores institucionais. A gestão estratégica, assim, passa de uma perspectiva de verticalização, reinvestimento e retenção dos lucros para uma gestão em consonância com o fenômeno de maximização do valor ao acionista, com foco na distribuição de dividendos e na diminuição da empresa, colocando seus esforços nas atividades mais rentáveis e distribuindo seus resultados.

RESULTADOS E DISCUSSÃO:

Durante o período de 2003 até 2014, sobretudo a partir de 2006 com a descoberta do Pré-sal, a Petrobras apresentou um direcionamento explícito acerca de sua estratégia de investimento em capital produtivo. Tendo um forte alinhamento do governo, acionista majoritário da estatal, na utilização da petroleira como um veículo de desenvolvimento nacional (ALMEIDA, OLIVEIRA e SCHNEIDER, 2014; SCHUTTE, 2016; RICETO, SILVA, 2021). A Petrobras em 2007 fez um investimento de R\$ 45,3 bilhões de reais (valor nominal), visando a manutenção da sua produção em níveis elevados e um crescimento sustentado no longo prazo, com grande esforço em pesquisa e desenvolvimento no pré-sal, no setor petroquímico e nos biocombustíveis (PETROBRAS, 2007). Ainda nos comunicados da petroleira, é possível analisar seu compromisso com a expansão produtiva upstream e downstream, com a geração de empregos e com geração de valor para os acionistas. Vale destacar que, em 2007, os investimentos da Petrobras tiveram uma participação de 9,3% da formação bruta de capital fixo no Brasil, chegando a 11,1% em 2009, por outro lado, com a queda contínua dos investimentos, em 2021 essa participação ficou com 2,8%¹.

Figura 1 - Série histórica dos investimentos nominais em bilhões de reais, feita pela Petrobras de 2002 a 2022



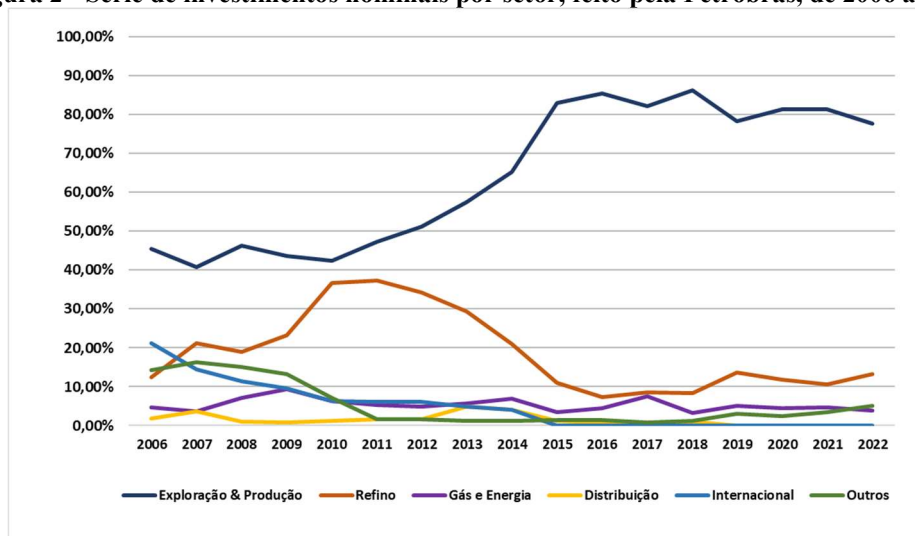
¹ Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23605/1/PRFol_215985_Os%20investimentos%20da%20Petrobras.pdf>. Acesso em 25 jul. 2024.

Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Entre o período de 2005 até 2014, houve um cenário crescente quanto aos investimentos realizados pela estatal. Essa lógica de reinvestimento na companhia com foco na expansão de sua capacidade produtiva enquadra-se dentro “retain and reinvest” de O’Sullivan & Lazonick (2000), enquanto após a “tempestade perfeita” (SCHUTTE, 2016) de 2014 até 2016, percebe-se uma mudança da estratégia da estatal com uma redução significativa de seus investimentos. A “tempestade perfeita” refere-se à queda significativa do preço do petróleo, de \$111 dólares em janeiro de 2014 para 44,62 dólares em dezembro de 2015, à desvalorização cambial, ao aumento da dívida interna da estatal e aos desdobramentos da lava jato. Completando essa tempestade, a companhia apresentou uma mudança de seu planejamento estratégico a partir de 2015.

De forma resumida, Aldemir Bendine, presidente da Petrobras em 2015/16, comunica aos acionistas que a estratégia da estatal será: 1) cortes de gastos; 2) redução de investimentos; 3) renegociação das dívidas; 4) foco na exploração e produção no Pré-sal; 5) desinvestimentos (PETROBRAS, 2015). Em relação aos investimentos totais estipulados pelo Plano de Negócios e Gestão (PNG) da Petrobras, vale destacar que foram definidos, no plano de 2012-2016, o valor de US\$ 236,5 bilhões de dólares. Tais planos, por outro lado, foram alterados após a mudança estratégica da gestão da estatal, o PNG, com isso, apresentou o valor de US\$ 98,4 bilhões para os anos de 2015-2019, redução expressiva quanto ao PNG de 2012-16 (PETROBRAS).

Figura 2 - Série de investimentos nominais por setor, feito pela Petrobras, de 2006 a 2022



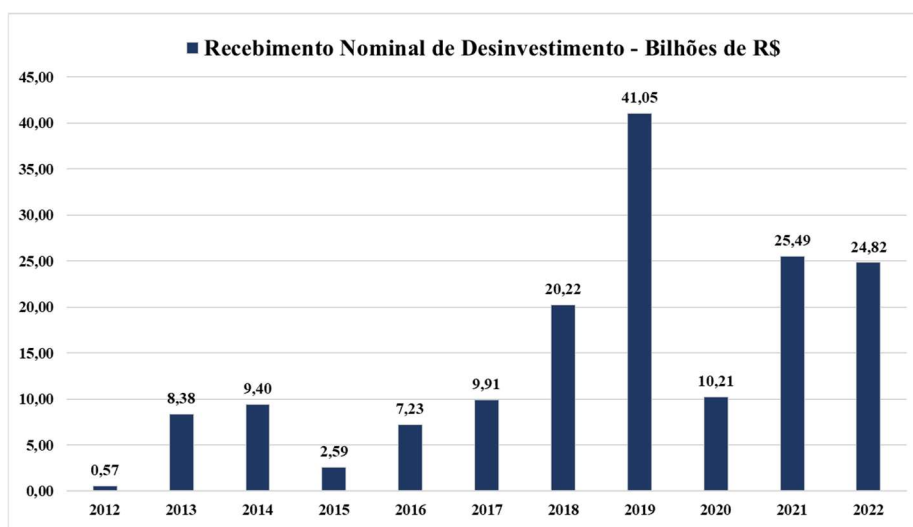
Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

Os investimentos da Petrobras, por sua vez, começaram a ser mais concentrados nas áreas de exploração e produção (E&P) de petróleo, sobretudo no Pré-sal. Tal mecanismo vai contra a estratégia de verticalização empregada pelas grandes companhias de petróleo privadas e estatais (MORTARI, et al., 2021). Isso porque, ainda segundo os autores, a atividade de refino, por mais que tenha margens de lucros reduzidas, mitiga os riscos associados à variação na taxa de câmbio e do preço do petróleo. O elevado patamar de investimento no segmento de E&P constitui um quadro de alinhamento estratégico voltado para o core business.

“Permanecemos absolutamente comprometidos com os objetivos de redução da alavancagem e de geração de valor aos acionistas. [...] 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 [...]. Outro destaque importante é o novo modelo de governança da companhia. [...]” (PETROBRAS, 2015)

Os mecanismos de otimização de custos, desinvestimento e foco no core business aparentam ter continuado nos anos seguintes e reforçado após 2016, com a venda de diversos ativos estratégicos. Entre os ativos estratégicos, destacam-se os dos setores de distribuição e de refino, como a Petrobras Distribuidora S.A. (BR) por US\$ 15.411 milhões de dólares, a Transportadora Associada de Gás S.A. (TAG) por US\$ 8.927 milhões, da Nova Transportadora do Sudeste S.A. (NTS) por US\$ 5.533 milhões, da Petrobras Gás S.A. (Gaspetro) por US\$ 2.294 milhões, da Refinaria Landulpho Alves (RLAM), além de cessões de ativos de exploração e produção, como a venda de 25% da participação no Campo de Roncador por US\$ 2.900 milhões. A fim de verificar essa tendência, a figura 3.3 traz os valores absolutos obtidos com as privatizações dos ativos da estatal petroleira.

Figura 3 - Recebimento nominal de desinvestimento realizado pela Petrobras, de 2012 a 2022



Fonte: Petrobras. Elaboração própria.

É perceptível, assim, a mudança de gestão da estatal. A estratégia pós 2015 aparenta ter iniciado o foco no seu core business, com um forte posicionamento de restrição dos investimentos e concentração na E&P. Após 2018, por sua vez, há uma intensificação dos desinvestimentos da estatal. Vale destacar que, com a diminuição da empresa, ocorre também a queda do número de trabalhadores efetivos da companhia. Em 2012, a Petrobras tinha 86.108 funcionários efetivos, por outro lado, em 2022, a estatal tinha 45.149 (PETROBRAS), o que representa uma queda de aproximadamente 48%. O número de empregados de empresas prestadoras de serviços também diminuiu, no ano de 2013 havia 360.180 enquanto em 2022 esse número caiu para 105.397 empregados (PETROBRAS). É perceptível, com isso, a gestão voltada para a diminuição da companhia, características da ideologia de maximização do valor ao acionista, pondo esforços em seu core business, reduzindo custos e buscando extrair mais resultados da companhia.

Tabela 1 – Dividendos pagos a acionistas da Petrobras e Lucro líquido (prejuízo) de 2006 a 2022, valores nominais em bilhões de reais

Lucro e Dividendos (RS bilhões)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dividendos pagos a acionistas Petrobras	6,75	7,47	6,21	15,44	9,41	10,66
Lucro líquido (prejuízo)	25,92	21,51	32,99	28,98	35,19	33,31
Relação Dividendo/Lucro	26,04%	34,72%	18,83%	53,27%	26,74%	32,00%
Lucro e Dividendos (RS bilhões)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dividendos pagos a acionistas Petrobras	6,18	5,78	8,73	0,00	0,00	0,00
Lucro líquido (prejuízo)	21,18	23,57	-21,59	-34,84	-14,82	-0,45
Relação Dividendo/Lucro	29,18%	24,52%	-40,44%	0,00%	0,00%	0,00%
Lucro e Dividendos (RS bilhões)	2018	2019	2020	2021	2022	Acum. (2006 - 2022)
Dividendos pagos a acionistas Petrobras	2,37	7,49	6,21	72,15	194,20	359,05
Lucro líquido (prejuízo)	25,78	40,14	7,11	106,67	188,33	518,98
Relação Dividendo/Lucro	9,19%	18,66%	87,37%	67,64%	103,12%	69,18%

Fonte: Petrobras. Elaboração própria.
* dividendos pagos no ano.

A remuneração dos acionistas apresentou um forte impulso a partir de 2020, com uma relação de dividendo/lucro de 87,37%. Os resultados mais expressivos enquadram-se no ano de 2021 e 2022, com uma relação de dividendo/lucro de 67,64% e 103,12% respectivamente. O ano de 2022, por sua vez, demonstra o forte interesse da gestão em maximizar o valor ao acionista, já que os dividendos distribuídos no ano foram maiores do que lucro líquido obtido em sua operação e a Petrobras foi a empresa que mais pagou dividendos no ano de 2022, com um dividend yield de 57,14% para as ações preferenciais e de 55,86% para as ações ordinárias². A distribuição de dividendos entre 2020 e 2022 apresenta uma proporção muito superior à definida como mínima (25%) pelo estatuto social da Petrobras, o que indica uma gestão voltada a geração de valor aos acionistas.

Em relação à composição do capital social da Companhia, vale destacar que, no ano de 2020, os investidores estrangeiros superaram o Grupo de Controle (União). Essa mudança ocorreu em fevereiro de 2020 com a venda de 9,87% das ações ordinárias pelo BNDES. Dessa forma, percebe-se um movimento de expansão dos acionistas,

² Disponível em: <<https://borainvestir.b3.com.br/tipos-de-investimentos/renda-variavel/15-empresas-melhores-pagadoras-de-dividendos-no-brasil-no-ultimo-ano/#:~:text=Com%20base%20nesse%20dado%2C%20um%20levantamento%20do%20TradeMap,PETR4%20e%20PETR3%2C%20com%20os%20maiores%20dividend%20yield>>. Acesso em: 20 jun. 2024.

sobretudo dos estrangeiros, na composição acionária da Petrobras. Isso pode ocasionar um aumento na influência desses grupos na gestão estratégica da petroleira, em meio ao poder de voto dentro do conselho administrativo da firma. A União detém 50,30% das ações ordinárias da Petrobras em 2022, enquanto os investidores estrangeiros apresentam uma participação de 41,30% e os investidores brasileiros de 8,40%. A união, dessa forma, continua como agente majoritário no quesito decisório da firma, por outro lado, isso reforça a influência que o capital estrangeiro apresenta dentro da gestão estratégica da petroleira, sobretudo dos investidores institucionais.

CONCLUSÕES:

A mudança da gestão estratégica da Petrobras após o ano de 2015 com a gestão de Aldemir Bendine aponta grandes indícios de uma adoção voltada para a maximização do valor ao acionista (MVA), confirmando a hipótese central posta nessa pesquisa. O aumento da influência dos acionistas minoritários, em especial os investidores institucionais, no conselho administrativo da Petrobras corroborou para adotar estratégias com um curto horizonte de tempo e de MVA. De fato, esse primeiro momento decorreu de fatores externos e internos, como a desvalorização cambial, queda significativa do preço do petróleo e a crise reputacional decorrente da Lava Jato.

A nova estrutura estratégica dentro da Petrobras possibilitou o posicionamento de “reduzir e distribuir” da companhia. Seu posicionamento estratégico, assim, passou de um caráter desenvolvimentista através de elevados investimentos para um com foco na maximização do valor ao acionista. Enquanto o Plano de Negócios e Gestão de 2012-16 detinha um valor de US\$ 236,5 bilhões de dólares, o de 2015-2019 apresentava o valor de US\$ 98,4 bilhões. A redução dos investimentos veio em conjunto com a prática de MVA de focar em seu core business, com grande parte dos seus investimentos sendo feito no segmento de E&P, sobretudo do pré-sal. A redução da companhia se intensificou entre os anos de 2019 e 2022, apresentando um aumento da venda de grandes ativos estratégicos da Petrobras. A busca pela diminuição dos custos e pelos desinvestimentos implicou também na redução drástica dos trabalhadores efetivos da companhia, ocasionando elevados impactos socioeconômicos.

O posicionamento de distribuição dos resultados é expressivo nos anos de 2021 e 2022, com valores exorbitantes que colocou a Petrobras entre as maiores pagadora de dividendos no mundo. Em 2022, a estatal distribuiu mais dividendos do que apresentou lucro líquido em seu exercício, proporção muito acima da mínima de 25% do lucro definida por seu estatuto social. Assim, os resultados desse apontam para uma estratégia de maximização do valor ao acionista entre os anos de 2015 e 2022, intensificadas a partir de 2019 com a gestão de Castello Branco.

BIBLIOGRAFIA

- ALMEIDA, M. F., OLIVEIRA, R. L. de; SCHNEIDER, B. R.. Política industrial e empresas estatais no Brasil: BNDES e Petrobras. In: GOMIDE, Alexandre de Avila; PIRES, Roberto (Edit.). Capacidades estatais e democracia: a abordagem dos arranjos institucionais para análise de políticas públicas. Brasília : IPEA, 2014. p. 323-347.
- ANP. Anuário estatístico. Disponível em: <<https://www.gov.br/anp/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/anuario-estatistico/anuario-estatistico-2022>>. Acesso em: 15/11/2023
- BAUMANN, F. (2008). Energy security as multidimensional Concept (CAP Policy Analysis, 1/2008). München: Universität München, Sozialwissenschaftliche Fakultät, Centrum für angewandte Politikforschung (C.A.P) Bertelsmann Forschungsgruppe Politik.
- EPE, E. D. P. E. Matriz Energética e Elétrica. Disponível em: <<https://www.epe.gov.br/pt/abcdenergia/matriz-energetica-e-eletrica#:~:text=Fontes renováveis como solar%2C eólica,as renováveis totalizam aproximadamente 14%25>>. Acesso em: 5 jan. 2023.
- GUTTMANN, R.; Financialization revisited: the rise and fall of finance-led capitalism. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 857-877, dez. 2017.
- IEA, I. E. A. [s.n.]. Disponível em: <<https://www.iea.org/data-and-statistics/data-tools/energy-statistics-data-browser?country=WORLD&fuel=Energy%20supply&indicator=TESbySource>>. Acesso em: 15/11/2023
- KEYNES, J. M. Teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- LAZONICK, W. e O’SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, Economy and Society, vol.29 n.1, 2000.
- MORTARI, V, S; RIBEIRO, C , G; LOURAL, M; OLIVEIRA, A.. A Petrobras como agente do desenvolvimento produtivo no Brasil: Importância e esvaziamento. Sine Loco: [s.n.], 2021.
- PETROBRAS. Investimentos - Relacionamento com Investidores. Petrobras. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/>>. Acesso em 15/02/2024.
- PETROBRAS. Apresentação, relatórios e eventos – Relatórios anuais. Petrobras. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/apresentacoes-relatorios-e-eventos/relatorios-anuais/>>. Acesso em 15/02/2024.
- RICETO, A; SILVA, RONALDO da. O papel da Petrobras na economia brasileira (2003/2018): Ascensão e queda. GEOgraphia, vol: 23, n. 50, 2021.
- SHUTTE, G. R. Petrobrás em Marcha Forçada. Sine Loco: Núcleo de Estudos Estratégicos sobre Democracia, Desenvolvimento e Sustentabilidade (UFABC), 2016.
- STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, Vol. 28, No. 5, Cambridge Political Economy Society 2004.
- TAVARES, F. B.; BICALHO, R. G.. Impactos do Setor de Petróleo na Economia Brasileira: Grandes Números do Setor de Petróleo e Gás. Sine Loco: [s.n.], 2014.