

Economic Analysis of Law Review

Petrobras: Política de Conteúdo Local, Natureza Jurídica, Governança Corporativa e Performance Econômica

Petrobras: Local Content Policy, Legal, Corporate Governance And Economic Performance

Leonardo Bispo de Jesus Júnior¹
Universidade Federal da Bahia

Fernando Sarti
Universidade Estadual de Campinas

Hamilton de Moura Ferreira Júnior
Universidade Federal da Bahia

RESUMO

A delicada situação econômico-financeira da Petrobras, entre os anos 2006-2013, tem determinado o rebaixamento de suas métricas de crédito pelas agências de *rating*. Estas agências têm apontado como fatores determinantes para a referida situação o agressivo programa de investimentos da empresa e sua exposição à interferência política, evidenciada no represamento dos preços dos produtos refinados e na exigência de cumprimento de metas de conteúdo local. Considerando esse pano de fundo, o objetivo do *paper* é analisar por que a política de conteúdo local está na contramão da perspectiva de maximização de valor para os acionistas da Petrobras, mas, não do escopo de atuação de uma empresa com a sua natureza jurídica. A principal conclusão é que a ineficiência gerada pelo direcionamento das aquisições é inconsistente com a atual dinâmica de acumulação das grandes corporações, mas, não com o escopo de atuação de uma empresa com a natureza jurídica da Petrobras.²

Palavras-chave: Petrobras; Intervenção Governamental; Política de Conteúdo Local; Maximização do Valor para o Acionista; Teoria dos *Stakeholders*.

JEL: K42; O32; O33; O38

ABSTRACT

The delicate financial position of Petrobras, between the years 2006-2013, has determined the lowering of its credit metrics for the rating agencies. These agencies have identified as determining factors for that situation the company's aggressive investment program and its exposure to political interference, evidenced in damping the prices of refined products and the requirement to comply with local content targets. Considering this background, the objective of the paper is to analyze why the local content policy is counter to the perspective of maximization shareholder value of Petrobras, but not of the scope of action of a company with its legal status. The main conclusion is that the inefficiency generated by targeting the acquisition is inconsistent with the current dynamics of accumulation of large corporations, but not with the playing scope of a company with the legal status of Petrobras.

Keywords: Petrobras; Government intervention; Local Content Policy; Maximization Shareholder Value; Stakeholders theory.

R: 27/12/15 **A:** 24/08/16 **P:** 30/12/16

¹E-mail: lbjunior@ufba.br, E-mail: fersarti64@gmail.com; E-mail: hamijr@ufba.br.

²Este artigo é uma versão da tese de doutorado denominada “Petrobras, intervenção governamental e maximização do valor para o acionista: uma sugestão de interpretação”, defendida no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), em 2015, e orientada pelo professor Fernando Sarti. Agradecemos a Adilson de Oliveira, Célio Hiratuka e Renato Garcia pelas críticas e sugestões, assumindo a versão final como de nossa exclusiva responsabilidade.

1. Introdução

A delicada situação econômico-financeira da Petrobras nos últimos anos (2006-2013), que se evidencia na perda de valor no mercado acionário e na reduzida lucratividade, refletindo no corte de dividendos, vem determinando o rebaixamento de suas métricas de crédito pelas agências de *rating*. Estas têm apontado como determinantes para a referida situação: (i) o agressivo programa de investimentos da companhia e (ii) sua exposição à interferência política local, que têm (a) influenciado seu déficit comercial atual, dada a crescente necessidade de importar produtos refinados, vendidos a preços abaixo da sua paridade internacional, e (b) dificultado o atendimento de suas metas de produção, dado o nível de equipamentos necessários para exploração e produção (E&P) nas áreas do pré-sal e o cumprimento das metas de conteúdo local (CL).

O estabelecimento de metas de CL se referenciou no modelo de E&P, criado pela Lei 9.478/97, que pôs fim ao monopólio estatal neste setor. No período anterior à referida Lei, a participação de empresas brasileiras na oferta de equipamentos e insumos para a E&P e refino de petróleo e gás natural (P&G) no país, decorria da política de compras da Petrobras, refletindo seus objetivos e estratégias, assim como orientações vindas do governo. Em 2010, com o novo marco regulatório, a Petrobras passa a ser operadora de todos os blocos licitados, respondendo pelo cumprimento da exigência de CL.

Caso se tratasse de uma empresa privada, o desempenho apresentado pela Petrobras nos últimos anos resultaria, muito provavelmente, em alterações e correções em sua rota e/ou direção. Porém, sua natureza híbrida – listada em bolsa de valores e de economia mista – garante a peculiaridade e diferenciação frente a outras companhias de capital aberto, também sujeitas à governança de mercado. Nas palavras de Barbosa (2013), além de satisfazer as exigências de um mercado de capitais que lhe cobra racionalidade, eficiência e lucratividade, a empresa deve, ao mesmo tempo, conviver com as imposições de seu acionista majoritário, a União.

Considerando esse pano de fundo, e tendo ciência dos múltiplos e diversos fatores que podem explicar a piora nos fundamentos da Petrobras, assim como os diferentes momentos em que cada um desses fatores pode ter atuado de forma mais ou menos intensa nesse processo, o objetivo geral do trabalho é analisar por que a política de CL, implementada para o desenvolvimento da Indústria Para-Petrolífera (IPP) brasileira, está na contramão da perspectiva de maximização de valor para os acionistas (MVA) da Petrobras, mas não do escopo de atuação de uma empresa com a sua natureza jurídica.

Para atender ao objetivo proposto, o trabalho foi dividido em cinco seções, não incluindo a introdução e as considerações finais. A segunda seção apresenta a situação econômico-financeira vivida pela Petrobras entre os anos 2006 e 2013. A terceira apresenta o arcabouço teórico utilizado para análise das questões tratadas no texto. A quarta descreve as principais características da indústria petrolífera (IP) e da IPP, visando analisar como a estrutura destas indústrias impacta na formação de uma política efetiva de CL. A quinta descreve a história da Indústria de Petróleo e Gás Natural (IPGN) brasileira, com enfoque na relação da Petrobras com sua rede

de fornecedores nacionais. Na sexta seção se discute a implicação da natureza jurídica da Petrobras em sua função objetivo.

1. Petrobras: Alguns Fatos Estilizados

O objetivo dessa seção é alcançar uma visão detalhada sobre a situação econômico-financeira vivida pela Petrobras entre os anos 2006 e 2013.

1.1. Evolução Dos Indicadores Econômicos e Financeiros³

A evolução recente dos indicadores econômicos e financeiros da Petrobras tem sido objeto de intensos debates. A Tabela 1 apresenta quatro deles: liquidez, rentabilidade, endividamento e geração de caixa.

Tabela 1 - Evolução de indicadores financeiros do grupo Petrobras (valores constantes de Dez/2012).

Indicadores	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liquidez Geral	0,80	0,69	0,56	0,56	0,69	0,61	0,50	0,41
ROIC (Lucro/Investimento) (%)	76,94	47,50	63,57	40,96	46,86	45,64	24,91	22,03
Alavancagem (Endividamento/Lucro Líquido) (%)	179,81	184,74	190,81	346,18	329,29	469,81	936,66	1164,08
EBITDA ⁴	70.068	66.300	71.192	71.562	67.996	65.881	53.439	59.453

Fonte: Petrobras (2014b; 2013; 2012; 2011; 2010b; 2009; 2008; 2007).

Todos os indicadores apresentaram deterioração no período, com o EBITDA tendo uma pequena recuperação em 2013, quando comparado com 2012. Essa recuperação se explica pelos maiores preços de venda de combustíveis, pelo aumento significativo da produção de derivados, pelos resultados alcançados com a redução de custos e aumento da produtividade, assim como pelos ganhos obtidos com o programa de desinvestimentos (PETROBRAS, 2014b).

O indicador de rentabilidade – *Return On Invested Capital (ROIC)* - apresentou declínio significativo, atribuído, entre outros fatores, (i) a capitalização da empresa, que gerou novas obrigações de exploração; (ii) a defasagem entre preços internos e externos de derivados de petróleo; (iii) a elevados investimentos em refinarias; e (iv) a políticas de CL mínimo (BARBOSA, 2013).

Para mensurar a evolução do endividamento da companhia vis-à-vis sua capacidade de liquidação, considera-se o indicador de alavancagem. Percebe-se que no período analisado houve uma deterioração desse indicador, evidenciando um crescimento acentuado da dívida ou uma brusca redução do lucro, ou, a combinação de ambos. No ano de 2013, o índice de alavancagem foi 547% superior ao de 2006.

³As tabelas utilizadas nesta seção foram baseadas em Barbosa (2013), o que não significa a inexistência de discrepâncias entre as análises.

⁴EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*).

A capacidade de geração de caixa pode ser avaliada por meio do EBITDA. Influenciado pela evolução errática do lucro líquido e do caixa utilizado em investimentos, este indicador apresentou forte oscilação.

Com a análise por segmentos de negócios, é possível identificar as áreas responsáveis pela considerável deterioração dos indicadores apresentados. A série de resultados consolidados revela que os dois negócios que mais influenciaram as oscilações ocorridas no período da análise foram E&P e Abastecimento⁵.

A E&P tem sido a atividade mais lucrativa da Petrobras. O preço crescente da *commodity*, somado à maior capacidade de E&P da companhia tem colaborado para isso. O mesmo não tem acontecido com a área de Abastecimento. A política de subsídio para o preço da gasolina, diesel e gás liquefeito de petróleo, estabelecido pelo governo, no fim de 2010, visando controlar a inflação, é apontada como a explicação para esse resultado. Essa constatação se torna ainda mais preocupante quando se percebe o crescimento da dependência externa brasileira em relação à importação de derivados de petróleo⁶.

Os maus resultados alcançados pela Petrobras ocorrem justamente num período em que a necessidade de ampliação dos investimentos é premente, em função da descoberta do *pré-sal*. Conforme Tabela 2, o total de investimentos da companhia por áreas de negócios apresentou uma tendência crescente.

A área de negócio E&P possui a maior participação relativa do total de investimentos; desde o ano de 2010 essa participação cresce. Dentre os principais fatores para este crescimento, está a necessidade de exploração da nova província.

Tabela 2– Investimentos da Petrobras por áreas de negócios, 2006-2013 (valores constantes Dez/2012).

Investimento (Em R\$ Milhões)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Exploração e produção	21357	24530	29877	34481	35116	35680	42970	57270
Abastecimento	5831	12829	12249	18469	30330	28248	28860	29345
Gás e energia	2184	2152	4629	7342	5289	4009	4166	5650
Internacional	9987	8756	7430	7645	5167	4625	5098	4894
Distribuição	895	2224	676	710	969	104	1307	1069
Biocombustíveis	0	0	0	0	0	524	299	307
Corporativo	1262	1165	1503	2580	2868	1281	1437	1141
• Sociedades de Propósito Específico	4891	7861	6839	6225	3011	0	0	0
• Empreendimentos em Negociação	570	796	1427	1712	0	0	0	0
• Projetos Estruturados	1	0	0	0	0	0	0	0
Total de investimentos	46979	60313	64630	79164	82749	75572	84137	99676

Fonte: Petrobras (2014b; 2013; 2012; 2011; 2010b; 2009; 2008; 2007).

⁵A série pode ser construída a partir de Petrobras (2014b; 2013; 2012; 2011; 2010b; 2009; 2008; 2007).

⁶Essa situação é magnificada com o impacto do câmbio sobre o caixa da companhia, que apenas poderá ser minimizado ou com a valorização cambial, ou com o aumento dos preços internos dos combustíveis.

O plano de negócio e gestão (PNG) da Petrobras (2014 –2018) prevê, ainda, um investimento de US\$ 220,6 bilhões. Deste, US\$ 206,8 bilhões nas Carteiras em Implantação e em Processo de Licitação e US\$ 13,8 bilhões na Carteira em Avaliação⁷ (PETROBRAS, 2014a).

Na análise de financiabilidade - necessidade de capitais para as Carteiras em Implantação e em Processo de Licitação (US\$ 206,8 bilhões) e para as Amortizações (US\$ 54,9 bilhões) -, enquanto 69,62% advirá de fluxo de caixa operacional (após dividendos) e desinvestimentos, 23,12% virá de captação (dívida), 3,48% de uso do caixa, e 3,78% de reestruturação no modelo de negócios (PETROBRAS, 2014a).

Com este cenário, o endividamento bruto total da companhia tem crescido de forma vertiginosa. Em 2006, esse era de R\$ 64,2 bilhões, passando para R\$ 252,9 bilhões, em 2013. Ressalta-se que, à medida que o endividamento de curto prazo reduziu em, aproximadamente, 1,5%, o endividamento de longo prazo cresceu cerca de 409%, em conformidade com o perfil dos projetos de E&P⁸.

Aos fatos descritos, atribuem-se o fraco desempenho bursátil da Petrobras, assim como o rebaixamento das suas notas de crédito pelas agências de *ratings*, conforme se verificará nas próximas subseções.

1.2. Resposta Do Mercado De Ações⁹

A política de dividendos da Petrobras, prevista em seu estatuto, determina que o valor mínimo a ser distribuído é de 25% do lucro líquido ajustado, tanto para ações ordinárias (ON), quanto preferenciais (PN). Priorizando as PN, no caso de reembolso do capital e no recebimento dos dividendos de, no mínimo, 5% calculado sobre parcela do capital representada por essa categoria de ações, ou de 3% do valor do patrimônio líquido da ação, preponderando sempre o maior. Desde o ano 2000, embora o estatuto da companhia garanta (i) maiores dividendos para as ações PN, os pagamentos eram idênticos para ambas as categorias, e (ii) um valor mínimo a ser distribuído, a remuneração se dava de forma mais generosa do que a prevista.

Nos anos de 2012 e 2013, o pagamento se deu de modo diferenciado. A empresa distribuiu o mínimo exigido tanto para as ações ON, quanto para as PN. Essa redução foi justificada pela tentativa da companhia manter caixa para cumprir seu plano de investimentos, mesmo com a redução do lucro.

⁷A carteira em implantação contempla os projetos em execução (obras), os projetos já licitados e os recursos para estudos dos projetos em avaliação. Na carteira em processo de licitação, inserem-se os projetos em E&P no Brasil, que ainda passarão pelo processo de contratação de suas unidades, e as refinarias Premium I e Premium II, cujos processos licitatórios serão conduzidos em 2014. Já na carteira em avaliação estão os projetos em estudos nas fases I (Identificação da Oportunidade), II (Projeto Conceitual), ou III (Projeto Básico) (exceto E&P no Brasil) (PETROBRAS, 2014a).

⁸Para perceber a evolução deste quadro, consultar Petrobras (2014b; 2013; 2012; 2011; 2010; 2009; 2008; 2007).

⁹As informações contidas nesta seção foram construídas a partir de Petrobras (2014b; 2013; 2012; 2011; 2010b; 2009; 2008; 2007).

Refletindo o corte de dividendos, tanto as ações ON (PETR3), quanto as ações PN (PETR4), despencaram. A evolução do valor da ação PN da Petrobras, a menos afetada, versus a evolução do Índice AMEX Oil, entre os anos de 2006 e 2013, é mostrada na Figura 1¹⁰.

Figura 1 - Ação Petrobras (PETR4.SA) X índice AMEX Oil(^XOI) – Jan 2006 a Mar 2014.



Fonte: Yahoo Finance.

A trajetória declinante da ação da Petrobras fez com que houvesse uma redução de seu valor de mercado. No fechamento de 30 de dezembro de 2013, em valores de 2012, o valor de mercado da empresa era de R\$ 202.708 milhões, correspondente a 61,46% do valor do patrimônio líquido de R\$ 329.840 milhões.

Apesar da queda do valor de mercado, a Petrobras continua entre as cem maiores empresas do mundo em capitalização, segundo o *ranking* da PWC (2014). Entre as empresas petrolíferas presentes, houve uma queda generalizada de posições, com exceção da Chevron, dos Estados Unidos, e da CNOOC, de Hong Kong. Porém, a Petrobras, que saiu da décima segunda posição, em 31 de março de 2008, para a quadragésima nona, em 31 de março de 2013, perdendo 37 posições, foi a quarta que mais perdeu, depois da Gazprom, da Rússia, da Conoco Phillips, dos Estados Unidos, e da ENI, da Itália.

Na próxima subseção se verificará o impacto que o baixo desempenho bursátil da Petrobras teve na classificação de risco da companhia, conferida por agências internacionais.

1.3. Impacto No Credit Rating Da Petrobras

A análise dos *ratings* da Petrobras, assim como das demais empresas petrolíferas, dá-se de maneira similar às empresas industriais – que consideram na análise o conjunto da situação financeira da empresa e seus potenciais fluxos de caixa futuros -, com exceção dos indicadores de produção e reservas, construídos obedecendo às particularidades da *commodity*.

¹⁰O AMEX Oil é um índice da Bolsa de Nova Iorque, utilizado pela Petrobras para fins de comparação em seus relatórios anuais. Este é composto pelas ações, em ordem decrescente de participação no índice, das seguintes empresas: Hess Corporation, Chevron Corporation, Conoco Phillips, Occidenta, Petroleum, ExxonMobil, Total S.A., Anadarko Petroleum Corporation, Royal Dutch Shell, BP, Marathon, Valero Energy Corporation, Repsol YPF e Sunoco (BARBOSA, 2013).

A Petrobras, nos últimos anos, vem sofrendo com o rebaixamento de suas notas de crédito pelas agências de *ratings* Moody's, Standard & Poor's e Fitch, reflexos da alta alavancagem financeira da empresa, com expectativa de continuidade, devido a seu programa de exploração e desenvolvimento *offshore*, um dos maiores do mundo¹¹. Os riscos envolvidos na E&P da nova fronteira geológica, as perdas no *downstream*, causadas pelo aumento das importações de produtos refinados, e a prática de preços máximos sobre estes produtos no Brasil, as mudanças regulatórias dos últimos anos e a política de CL mínimo também foram levados em consideração. Como fatores positivos que influenciaram as classificações, destacam-se: (i) a posição dominante da Petrobras no setor de energia brasileiro, com reservas de hidrocarbonetos e produção *offshore* de P&G que se destacam mundialmente; e (ii) sua posição de liderança na aplicação de tecnologias para E&P em áreas *offshore*.

Vale ressaltar que a elevação do *credit rating* da Petrobras à categoria de *investment grade* pela Moody's, em 2005, e pelas agências Standard & Poor's e Fitch, em 2007, possibilitou-a ter acesso à financiamento com menores *spreads*, o que lhe permitiu aumentar seus investimentos (BARBOSA, 2013). Na próxima seção serão discutidos os fatos ocorridos nos anos de 1980, quando as agências de *rating* ganharam importância como mais um agente do sistema financeiro, que influenciaram as mudanças na dinâmica de acumulação das grandes corporações.

2. MVA, Firma Inovadora e Performance Econômica

A instabilidade cambial e as tensões decorrentes da subida das taxas de inflação, por toda parte, foram características marcantes da década de 1970, enfrentadas com o “choque de juros”, deflagrado pelo *Federal Reserve*, em 1979. A supervalorização do dólar inverteu a posição externa dos EUA, passando de credor para devedor internacional. Este desequilíbrio foi decisivo para aprofundar os processos de “securitização” das operações de emissão de dívidas e para o avanço da “desregulamentação” dos mercados, intensificando a chamada globalização produtiva e financeira (TAVARES; BELLUZZO, 2005).

O objetivo desta seção é discutir como a globalização financeira afetou a dinâmica de acumulação das grandes corporações no período do pós década de 1980. Para isso, ele foi dividido em duas subseções. Na primeira, a intenção é discutir o novo princípio de governança corporativa baseado na MVA. Na segunda, o objetivo é analisar a influência do atendimento à tal princípio na empresa inovadora.

3.1. Governança Corporativa Sob a Perspectiva Da MVA

3.1.1. A Origem Do Princípio De MVA

Ao longo do século XX, a economia dos EUA foi dominada por um número relativamente pequeno de grandes corporações. O princípio de governança corporativa utilizado para alocação das receitas dessas corporações era denominado de ‘reter e reinvestir’. Segundo esse

¹¹Para acompanhar a evolução das notas atribuídas à Petrobras até os primeiros meses de 2014 consultar Petrobras (2014b).

princípio, as empresas retinham os lucros, reinvestindo-os em capital físico e recursos humanos complementares. No entanto, nas décadas de 1960 e 1970, esse princípio incorreu em problemas, por dois motivos: (i) excessivo crescimento das empresas; e (ii) surgimento de novos concorrentes (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

A expansão excessiva das corporações, a ponto de lhes impor dificuldades de coordenação, tornando mais complexo o entendimento de que estratégias inovadoras deveriam ser perseguidas e se as organizações possuíam capacidades de implementá-las, tornou-se parte das explicações para o declínio das corporações norte-americanas na década de 1970 (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

A outra parte foi creditada ao ambiente macroeconômico instável e a ascensão de uma nova concorrência, especialmente do Japão. O Japão passou a desafiar os EUA em indústrias e setores em que empresas estadunidenses tinham sido líderes e que tinham sido essenciais para a prosperidade dessa economia desde 1920 (LAZONICK, 2006).

Foi nesse contexto que a abordagem de governança corporativa do “reduzir e distribuir”, conhecida como teoria da agência, é resgatada e reinventada por Michael Jensen e William Meckling¹². Segundo esta, fazia-se necessário um mercado de aquisição que, funcionando como um mercado para controle corporativo, poderia disciplinar os gestores que usavam seu controle sobre a alocação de recursos para alcançar objetivos próprios, ou pelo menos contrários aos interesses dos acionistas (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

Tal abordagem tem implicado em estratégias comerciais e financeiras que buscam aumentar a taxa bruta de retorno econômico sobre o capital empregado, pela combinação de dois métodos: (i) redução do custo do trabalho, que eleva a participação dos lucros; e, (ii) poupança de capital produtivo, que reduz a relação capital/produto. Com isto, a divisão do trabalho tem sido remodelada por estratégias relacionadas à terceirização, subcontratação, *spin-offs*, dentre outras (WILLIAMS, 2000).

O foco nestas estratégias tem reorientado a hierarquia de objetivos gerenciais numa direção em que, além de organizar processos e atender consumidores, as firmas devem satisfazer gestores de fundos e atender as expectativas do mercado de capitais. O resultado é uma nova forma de concorrência em que empresas de capital aberto competem, como um investimento, em termos de desempenho financeiro (WILLIAMS, 2000).

Neste contexto, os investidores institucionais passaram a desempenhar um importante papel, tornando-se participantes centrais do movimento de aquisições hostis da década de 1980¹³. A possibilidade de uma aquisição hostil evitaria, em tese, que executivos adotassem comportamentos desviantes dos interesses dos acionistas, e aumentaria a eficiência alocativa

¹²Essa discussão, iniciada no século XVII, na Holanda e Inglaterra, com a criação das sociedades anônimas modernas, foi tratada por Adam Smith, em 1776, em A Riqueza das Nações.

¹³As mudanças ocorridas no setor financeiro, nos anos de 1970, possibilitaram a inclusão de ações corporativas nas carteiras de investimento de companhias de seguro de vida e fundos de pensão, que possuía restrições legais em anos anteriores (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

dos recursos, na medida que empresas mal gerenciadas seriam adquiridas (RABELO; SILVEIRA, 1999).

A não adesão aos critérios financeiros na tomada de decisões e na reorganização das firmas passou a ser negativamente avaliada pelo mercado. Os custos sociais provocados pela adesão a estes critérios, fechamento de plantas e perda líquida de postos de trabalho, passaram a ser creditados à situação de sobreinvestimento e sobreemprego em que estava operando a economia, associados a falhas nos sistemas de controle (KERSTENETZKY, 2007).

Logo, em nome da MVA, a orientação estratégica dos gestores na alocação de recursos mudou de lógica; do ‘reter e reinvestir’ para o ‘reduzir e distribuir’ (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000).

3.1.2. Por Que Maximizar Valor Para o Acionista?

Diante da suposição de que a “boa governança corporativa” significa maximizar valor para o acionista, a questão que fica é saber por que o acionista é beneficiado. Os simpatizantes da teoria argumentam que, dentre as partes interessadas (*stakeholders*), apenas os acionistas (*shareholders*) são os “*residual claimants*”, aqueles sem direitos contratuais garantidos; seu retorno, caso haja, depende do que sobra depois de terem sido pagas às partes suas contribuições produtivas (LAZONICK, 2006).

O fato deste grupo de agentes suportar a maior parcela da incerteza o obriga a monitorar os gerentes para assegurar que estes aloquem recursos da forma mais eficiente possível; o que reduz os custos de monitoramento dos contratos com outros grupos (FAMA; JENSEN, 1983).

Contratos que direcionam as decisões para o atendimento dos interesses dos acionistas contribuem para geração de valor das organizações. Pois, da mesma forma que produzir a um baixo custo, p. ex., está alinhado aos interesses dos acionistas, ao aumentar o fluxo de caixa líquido, contribui para sobrevivência da empresa, ao permitir que produtos sejam vendidos a preços menores¹⁴ (FAMA; JENSEN, 1983).

Esta perspectiva é, também, benéfica para a sociedade como um todo. Pois, numa perspectiva rival, como a *stakeholder theory*, a não indicação da solução de conflitos entre diferentes interesses e princípios que devem guiar a tomada de decisões liberaria os gerentes, sem responsabilidades, à seguirem seus próprios interesses (JENSEN, 2010). Neste sentido, a maximização de lucros e sua distribuição à quem fez o investimento se constitui num critério claro de decisão sobre o emprego do dinheiro; consumidores, trabalhadores e fornecedores, além de contribuírem com a valorização, podem, também, assumir os riscos e o controle comprando ações (KERSTENETZKY, 2007).

¹⁴Fluxo de caixa livre ou líquido é o fluxo de caixa que excede o necessário para o financiamento de todos os projetos com valores presentes líquidos positivos, quando os custos relevantes de capital forem descontados (JENSEN, 2010).

Porém, como os interesses dos gestores podem estar associados à consolidação de suas posições através da solidez e produtividade alcançadas com a coalizão organizacional, o alinhamento com os interesses dos acionistas pode não se constituir na única preocupação¹⁵. Além disso, a análise do processo de criação de valor, vinculado ao sistema de governança, não pode ser reduzido às transações entre empresas e acionistas e ao estudo da influência destes no controle sobre os gestores¹⁶ (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001).

Os gestores criam valor quando a diferença entre os preços de venda e os custos de produção, incluindo o custo de oportunidade, é positiva. Neste sentido, um produto/serviço inovador, ao reduzir custo, pode se configurar como uma importante fonte de criação de valor. Da mesma maneira que, ao reduzir o risco de oportunismo, um acordo de parceria com os fornecedores (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001).

Logo, o processo de criação de valor não pode ser analisado independentemente do processo de distribuição, sendo que este não deve se resumir à geração de valor para o acionista. Uma análise precisa do processo de distribuição revela que os atributos utilizados pelos demais *stakeholders*, que não os acionistas, para criação de valor, são, em sua maioria, intransferíveis. Um trabalhador, que recebe a parcela do valor criado correspondente a sua contribuição específica, p. ex., não é capaz de mobilizar esse valor no mercado facilmente. A possibilidade dos acionistas transferirem seus recursos, através do mercado de ações, constitui a melhor proteção do capital investido (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001).

Com isto, o mercado de ações funciona, especificamente, como um mercado de controle corporativo, que permite aos *shareholders* ‘disgorge the free cash flow’. Exceto para firmas com projetos de investimentos não rentáveis, a teoria do fluxo de caixa livre supõe que os preços das ações sobem com aumentos inesperados de pagamentos aos acionistas (ou promessa de aumentos) e caem com a redução de pagamentos (ou perspectiva de reduções) ou nova requisição de fundos (JENSEN, 2010).

As falhas existentes no princípio de MVA, contudo, deixam sérias dúvidas sobre sua utilidade para analisar a relação existente entre governança corporativa e performance econômica. Essas falhas, conforme argumenta Lazonick (2006), podem ser assim sumarizadas:

(i) falta de explicação sobre como as corporações passaram a controlar a alocação de significantes recursos da economia, já que o aumento dos preços das ações, muitas vezes, veio acompanhado de uma redistribuição de rendas corporativas - da renda do trabalho para renda do capital -, o que minou a efetividade da capacidade produtiva acumulada;

¹⁵Penrose (1959), analisando o conflito de interesses evidenciado pela separação entre propriedade e controle, argumenta que a retenção e reinversão dos fundos gerados pela firma garantiriam um prestígio e satisfação pessoal aos administradores maior do que a distribuição de dividendos para além dos limites necessários para conservar a felicidade dos investidores.

¹⁶De forma mais ampla que a definição de governança corporativa como o estudo dos processos nos quais os fornecedores de recursos, reduzidos à únicos investidores financeiros, garantem a rentabilidade do seu investimento, Charreaux e Desbrières (2001) a definem como mecanismos que governam o comportamento dos gestores, atores centrais (não únicos), no processo de criação de valor, e delineiam seu poder discricionário.

(ii) a forma de mensuração, em algum ponto do tempo, do fluxo de caixa livre, já que a teoria não trata de como se pode prever o fluxo de ganhos futuros quando uma empresa tem de investir em inovação, um processo incerto, para se manter competitiva¹⁷; e

(iii) a alegação de que apenas os acionistas são os “*residual claimants*”, na medida que não é possível supor - como ocorre quando uma empresa compra de outra, em um mercado aberto e competitivo, uma mercadoria física como insumo produtivo - que os insumos disponibilizados pelo Estado ou na forma de serviços dos empregados sejam pagos pelo preço de mercado, que reflete sua contribuição produtiva e pode ser especificado num contrato.

O último ponto pode ser ilustrado a partir dos seguintes argumentos:

Primeiro, a análise do papel da empresa no desenvolvimento econômico não pode prescindir do reconhecimento da relevância do Estado (ou, mais precisamente, de seus contribuintes) na oferta de infraestrutura, que, dado os investimentos necessários e a natureza incerta dos resultados, não seria disponibilizada por outro agente. Embora as empresas paguem taxas pela utilização da infraestrutura ofertada, não existe um nexo de contratos que garanta ao Estado um retorno sobre seus investimentos, baseado na contribuição produtiva desses para as empresas que os utilizam (MAZZUCATO, 2010).

Segundo, os trabalhadores realizam investimentos em capacidades produtivas, que serão fornecidas às empresas, sem um retorno contratual garantido. O investimento em capital humano específico por determinada empresa limita a mobilidade interfirmas dos trabalhadores, aumentando seus riscos. Nesse sentido, os trabalhadores também poderiam reclamar o *status* de *residual claimants* (LAZONICK, 2006).

Com isto, pode-se argumentar, como fazem os adeptos da *stakeholders theory*, que, sob a perspectiva da MVA, os executivos empreendem políticas de curto prazo, mesmos que estas estejam na contramão da geração de valor para os demais *stakeholders*. Logo, o problema não deveria estar em disciplinar os gestores para não atuarem no atendimento de seus interesses, mas, protegê-los de pressões que os obrigam a aplicar essas políticas. A mobilidade do capital financeiro protege os acionistas, porém, impõe uma disciplina que pode ser contraproducente para tomada de decisões dos gerentes (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001).

Isso não significa a isenção dos gestores de obrigações de performance, todavia, que esta avaliação não seja apenas pela taxa de retorno sobre investimento, mas, pela criação de valor às partes interessadas, também (CHARREAUX; DESBRIÉRES, 2001). Na próxima seção discutir-se-á como esta forma de avaliação se contrapõe a perspectiva da firma inovadora.

3.2. Firma maximizadora x firma inovadora¹⁸

¹⁷O termo incerteza está aqui inserido nos termos utilizados por Keynes, que a define não apenas como a distinção entre o que é conhecido e o que é apenas provável, mas como a inexistência de base científica que balize a formação de qualquer probabilidade calculável. Uma estratégia inovadora enfrenta três tipos de incertezas: a tecnológica, a de mercado e a competitiva. A tecnológica surge da impossibilidade de prever se a empresa desenvolverá processos e produtos de maior qualidade. A de mercado nasce da possibilidade de redução dos retornos dos investimentos, caso hajam futuras quedas nos preços dos produtos e aumentos nos preços dos fatores. A competitiva é reflexo da possibilidade de um investimento em uma determinada estratégia, por uma empresa inovadora concorrente, gerar um produto de melhor qualidade e/ou menor custo (LAZONICK, 2006).

¹⁸Os argumentos presentes nesta seção estão baseados em Lazonick (2006).

O desprezo pela análise de como deve ser exercido o controle estratégico sobre a alocação de recursos das empresas, quais tipos de investimentos em capacidades inovadoras devem ser feitos e como os retornos dos investimentos que derivaram inovação devem ser distribuídos justificam o argumento dos teóricos da teoria da agência de que desempenho econômico superior só pode ser alcançado com a MVA.

Porém, como o objetivo da firma é transformar recursos produtivos em bens e serviços que podem ser vendidos para geração de receitas, uma teoria da firma deve, pelo menos, dar explicações sobre como ocorre essa transformação produtiva e como as receitas são obtidas. Essas explicações devem contemplar as seguintes atividades genéricas: elaboração de estratégia, organização e financiamento.

Sobre estas atividades, a teoria tradicional, aquela dos livros textos de microeconomia, pressupõe que: (i) dada as restrições tecnológicas e de mercado, a elaboração de estratégia para competir na indústria e a quantidade a ser produzida são determinadas pela regra de maximização de lucro; a condição de desequilíbrio inicial (lucros anormais) determina em qual setor o recurso será alocado; (ii) a organização da empresa para competição é determinada pela função de produção e preços de fatores, que são exógenos; e (iii) o financiamento para transformar recursos produtivos em produtos geradores de receitas não se configura um problema, dado o pressuposto de que, a qualquer momento, a empresa pode contrair empréstimos a taxa de mercado vigente e vender toda a produção que maximiza seus lucros, cobrindo o custo de capital.

Mas, por que a empresa maximizadora da teoria tradicional é supostamente não inovadora? (i) porque o empresário não tem influencia na criação da condição de desequilíbrio inicial; e (ii) porque o princípio da maximização não pressupõe conhecimentos especiais para competição em um determinado setor.

Uma vez escolhida a indústria de atuação, esta teoria assume a existência de certos custos fixos, que tem de ser suportados por todas as firmas que escolhem competir nessa indústria e são determinados exogenamente pela tecnologia existente e preços de fatores predominantes. Diferentemente, na teoria da firma inovativa o nível de custos fixos se configura uma decisão estratégica de fazer investimentos destinados a dotar a firma de capacidade produtiva distintiva.

No que se refere ao financiamento dos investimentos, a incerteza inerente ao processo inovativo é central na análise. A teoria da firma inovativa assume que antes mesmo do retorno ser gerado e sua taxa conhecida, os investimentos devem ser realizados e utilizados. O fato da empresa maximizadora apenas financiar investimentos para os quais já existe um retorno esperado cria oportunidades para as empresas inovadoras superá-las, caso seus investimentos sejam bem sucedidos.

O sucesso desses investimentos é incorporado em produtos, processos e pessoas que passam a ter capacidades produtivas superiores. Porém, os altos custos fixos atrelados a esses,

explicados pelo tempo necessário para desenvolver produtos de alta qualidade e baixo custo, colocam a firma em desvantagem até o momento que as inovações desenvolvidas e o acesso aos mercados gerem retornos.

Cabe acrescentar que, além de incerto, o processo de inovação se revela coletivo e cumulativo. O caráter incerto obriga os tomadores de decisão a terem uma compreensão apurada da tecnologia, do mercado e das condições competitivas da indústria na qual estão inseridos, e um incentivo para o enfrentamento da incerteza, em vez de evitá-la. O caráter coletivo pressupõe que a inovação não pode ser realizada por uma só pessoa, o que implica na necessidade de investimentos em habilidades integradas. Já o caráter cumulativo impõe a continuidade de investimentos, mesmo sem os retornos esperados, tanto para sustentar o financiamento de processos de inovação ainda em andamento, quanto para financiar novas estratégias inovadoras.

Devido a isso, numa teoria da firma inovadora é indispensável um arcabouço para analisar as interações de estratégia, para o enfrentamento da incerteza, organização, para geração de aprendizado coletivo, e finanças, para sustentar o aprendizado cumulativo.

Porém, não se pode perder de vista que os tipos de organizações que geram inovação, além de variar entre indústria e nação, podem variar dentro de uma determinada indústria e nação, ao longo do tempo. É nesse sentido que a inovação se configura um processo social, apoiando-se em certas épocas e lugares por aquilo que pode ser denominado de "condições sociais da empresa inovadora".

Com isto, argumenta-se que o foco da análise na proteção dos acionistas minoritários se configura estreita, na medida que prepondera a questão da proteção das entidades de financiamento externo, excluindo partes determinantes para performance da empresa (BERGLOF; VON THADDEN, 1999). Além disso, falta comprovação de que o sistema anglo-saxão de governança é o mais eficiente para se obter um melhor desempenho; Japão, Alemanha e França, p. ex., mesmo não o adotando, obtiveram, durante o século passado, crescimento econômico superior, para o caso dos dois primeiros países, e comparável, para o caso do último, ao das economias anglo-saxões (SINGH; SINGH; WEISSE, 2002).

Quanto aos países em desenvolvimento, o sistema anglo-saxão pode ser aplicável quando a proteção aos acionistas minoritários se configura essencial para atrair capital. Porém, é importante salientar que esta fonte de recursos é altamente volátil e não deve ser peça central de um programa de desenvolvimento (BERGLOF; VON THADDEN, 1999). Na próxima seção, para subsidiar a discussão da seção cinco, serão apresentadas as principais características da IP e da IPP mundiais.

3. As Indústrias Petrolífera e Para-Petrolífera: Uma Caracterização Geral

Para atender ao objetivo dessa seção a dividimos em três subseções. Na primeira, discute-se a IP. Na segunda, apresentam-se as principais características da IPP, as relações inter-setoriais entre essa e a IP e o impacto destas relações na dinâmica de concorrência da IPP. Na

terceira, discute-se o papel desempenhado pela intervenção governamental no desenvolvimento das IPPs nacionais.

3.1. A Indústria Petrolífera

A IP é um oligopólio internacional formado por grandes empresas muito competitivas, que atuam com escalas elevadas, tecnologia avançada e significativo poder financeiro. Esta indústria obteve um expressivo crescimento no pós-II Guerra, o que motivou a entrada de novas empresas, tanto de países desenvolvidos, quanto de países em desenvolvimento, grandes produtores ou não. Esse movimento se intensificou nos anos de 1960 e se completou nos de 1970, com os choques do petróleo, quando ocorreu uma grande onda de nacionalizações e fortalecimento de empresas de países produtores (PINTO JÚNIOR, 2007).

A estrutura atual de distribuição de recursos da IP, em que se observa a progressiva exclusão dos grandes grupos de petróleo, como as antigas Sete Irmãs, das grandes províncias, especialmente das controladas pelos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), deriva desse período. Assim, percebe-se nas décadas subsequentes uma trajetória de queda da relação reservas/produção dessas empresas, mesmo com a ampliação de sua atuação em outras províncias, principalmente no *offshore* profundo¹⁹ (VIEGAS, 2013; NOLAN; THURBER, 2010).

Por outro lado, as empresas ligadas aos países produtores, que tiveram a sua disposição reservas abundantes, cresceram em importância, passando a ter controle sobre as decisões de preço do petróleo, de produção e de investimentos em reposição de reservas (VIEGAS, 2013; NOLAN; THURBER, 2010). Estas empresas, denominadas de *National Oil Companies* (NOCs), são compostas por empresas estatais, controladas por Estados consumidores ou produtores (STEVENSON, 2008).

As NOCs de países produtores, quando comparadas as grandes da indústria, possuem menor capacitação tecnológica, reduzidos ativos no *downstream*, menor internacionalização e acesso aos mercados centrais, apesar das vantagens de acesso às reservas as permitirem, nas últimas décadas, especialmente nos períodos de elevado preço do petróleo, importante capacidade de acumulação e crescimento (RUAS, 2012).

Diferentemente de uma empresa privada, as NOCs possuem uma restrição orçamentária mais suave, não sendo expostas aos riscos de aquisição e/ou falência. Porém, essas empresas estão sujeitas a pressões políticas em um grau maior. Essas condições básicas têm implicações fundamentais na capacidade de gerenciamento de riscos. Primeiro, porque o *link* entre elas e o governo pode restringir suas capacidades de levantar capital de risco ou executar outras operações para o gerenciamento do risco. Com isso, a maior parte das NOCs continua dependente de

¹⁹As Sete Irmãs - Royal Dutch Shell, Anglo Persian Oil Company (BP), Standard Oil of New Jersey (Esso), Standard Oil of New York (Socony/Mobil), Standard Oil of Califórnia (Chevron), Texaco e Gulf Oil - foram as empresas que lideraram o processo de internacionalização da IP (PINTO JÚNIOR, 2007).

seu próprio fluxo de caixa, ou do governo, para o financiamento de seus projetos de exploração e desenvolvimento (NOLAN; THURBER, 2010).

Segundo, pelo fato da relativa ausência de pressões competitivas reduzir o incentivo dessas no desenvolvimento de capacidades de gestão de risco, essenciais para sobrevivência em um ambiente mais competitivo. Em alguns casos, as NOCs assumem riscos tecnológicos, que, caso tivessem inseridas num ambiente competitivo, não assumiriam²⁰ (NOLAN; THURBER, 2010).

Terceiro, as pressões políticas e sua posição privilegiada no mercado doméstico se configuram como incentivos para que estas não se internacionalizem, reduzindo o risco de atuação num mercado global (NOLAN; THURBER, 2010).

O aumento da participação das NOCs na produção mundial, assim como na provisão da infraestrutura necessária para E&P de P&G, muitas vezes veio acompanhado, embora com variações, da transformação destas companhias; de entidades dominadas exclusivamente pelo Estado, dependentes de uma posição monopolista, em empresas de economia mista, com modificações em seus mecanismos de governança. Além disso, com a aceleração do processo de globalização, da década de 1990, e acesso a capital, tecnologia e conhecimento, muitas dessas empresas têm expandido suas operações globalmente, tanto no *upstream*, visando diversificar seu portfólio geográfico, quanto no *downstream*, para atingir diretamente consumidores. Enquanto essas transformações reduziram a diferença de performance entre as NOCs e os grandes grupos do setor, distinções perduram, como questões referentes à soberania e ao papel que o setor petrolífero pode desempenhar no desenvolvimento nacional (GOLDSTEIN, 2010).

Dentro do grupo das NOCs, os membros da OPEP se destacam. Estes, além de responsáveis por grande parte da produção de petróleo mundial, detêm as maiores reservas. Uma série de atributos justifica seu poder: (i) baixo custo relativo de produção, dada a estrutura geológica de seus campos; (ii) capacidade de oferta flexível; (iii) proximidade de grandes centros consumidores; e (iv) atuação em cartel. A importância dessas empresas se revelou ao mundo nos choques do petróleo, nos anos de 1970 (VALENTE, 2009).

A partir de sua política própria, no que se refere às quotas de produção, a OPEP ainda é o principal responsável pelas diretrizes de formação de preços, mesmo na fase atual da indústria, em que os preços são livremente estipulados pelos mercados à vista e futuro de petróleo. Dentro de patamares mínimos (que garanta rentabilidade aceitável sobre o óleo produzido e feche seu balanço de pagamentos) e máximos de preços (para não atrair novos entrantes e estimular a produção de bens substitutos ao petróleo), sua função objetivo é alinhar sua margem de manobra sobre a capacidade de oferta da indústria. Essa função não foi atingida em muitos momentos da história recente, devido à grande heterogeneidade de seus membros, o que torna sua coordenação problemática (VALENTE, 2009).

²⁰A partir desse argumento, a agressividade dos investimentos da Petrobras no desenvolvimento de tecnologias *offshore* se justifica por sua posição de monopólio e reduzida restrição orçamentária (NOLAN; THURBER, 2010); formalmente, o monopólio foi quebrado em 1997.

Diferentemente das *NOCs*, as *Majors* ou *International Oil Companies (IOCs)* possuem maior dificuldade de acesso às melhores reservas. Elas são lideradas por empresas formadas a partir das antigas Sete Irmãs. Apesar de maiores restrições de acesso, a ampla experiência na indústria, oriunda do pioneirismo e liderança histórica, possibilitaram-as alcançar uma maior eficiência operacional, acumular capacitações para desenvolver tecnologias, ampliar infraestrutura no *downstream*, internacionalizar-se e acessar aos grandes mercados, marcas e produtos. Outra característica marcante é sua forte atuação nas indústrias correlatas do gás natural e petroquímica, e nos setores elétricos e de energia alternativa (RUAS, 2012; VALENTE, 2009).

A maximização dos lucros é o principal foco destas companhias. Com este objetivo, elas competem pela oportunidade de investir, para atrair e reter capital intelectual e por capital de risco. A oportunidade de investir na exploração e desenvolvimento é garantida pela promessa ao Estado detentor das reservas de que gerará maior valor para ele, seja através de pagamentos em dinheiro não reembolsáveis, seja através de um programa de trabalho mínimo maior do que a concorrência (NOLAN; THURBER, 2010).

A segmentação das petrolíferas em *NOCs* e *IOCs*, apesar do poder de síntese, não permite classificar alguns conjuntos de firmas, a saber: (i) empresas estatais de países consumidores; (ii) as já comentadas empresas mistas; e (iii) empresas independentes²¹ (VALENTE, 2009).

A emergência das *NOCs* e das empresas mistas deu à intervenção estatal contornos particulares. O direcionamento de seus gastos e, em alguns casos, a configuração de redes de aprendizado tecnológico potencializaram a formação de indústrias nacionais de fornecedores (IPPs). É preciso destacar, contudo, que poucos governos esboçaram preocupação com a formação de *players* nacionais na IPP, estando as políticas de nacionalização de encomendas geralmente associadas à atração de IDE e instalação de filiais de empresas para-petrolíferas de países centrais, pelo menos no que tange aos segmentos mais complexos (RUAS, 2012).

Antes desta discussão, analisar-se-á, na próxima seção, as principais características da IPP, as relações intersetoriais entre esta e a IP e o impacto destas relações na dinâmica de concorrência da IPP.

3.2.A Indústria Para-Petrolífera

Enquanto o papel das empresas petrolíferas, seja estatal ou privada, é saber onde explorar, desenvolver e produzir petróleo, o papel das para-petrolíferas é fornecer as tecnologias necessárias para executar essas atividades. Anteriormente, grande parte destas tecnologias era desenvolvida pelas petrolíferas. Atualmente, essas funções são realizadas pelas para-petrolíferas, dada a pouca vantagem competitiva obtida com a internalização destas (NOLAN; THURBER, 2010).

A IPP, desde sua criação, é extremamente dependente da IP, pelas seguintes razões: (i) as atividades da IPP depende da composição da demanda encomendada pelas petrolíferas; (ii)

²¹Os aspectos que distinguem os referidos grupos são discutidos em Valente (2009).

as condições de captação de recursos para investimento são definidas, para parte das para-petrolíferas, pela confirmação de contratos ou de investimentos junto a IP, e o financiamento das para-petrolíferas, ou a composição de sua estrutura patrimonial, é realizado, muitas vezes, pelas petrolíferas; e (iii) o elevado poder de mercado das petrolíferas, que se reflete na negociação de contratos e planejamento de seus investimentos, obriga as para-petrolíferas obedecerem elevados padrões de qualidade e ofertarem em condições favoráveis (IOOTTY, 2004).

Além do descrito, a diferença de importância política da IP e da IPP nas estratégias nacionais é outra variável de destaque. A produção de P&G e a venda de derivados, além de importante na expansão das fronteiras de acumulação de grandes potências, compõem aspecto infraestrutural para o desenvolvimento da indústria nacional. A distinção de interesses de empresas petrolíferas e para-petrolíferas pode subjugar ou mesmo inviabilizar a estratégia de desenvolvimento de uma IPP local (RUAS, 2012).

Portanto, a grande diferença de porte econômico dos grupos e sua importância nas estratégias industriais nacionais são marcas da interação entre os agentes da IP e da IPP.

Em termos gerais, a IPP é composta por um amplo conjunto de segmentos e empresas, o que constata sua heterogeneidade estrutural. Essa heterogeneidade se evidencia, primeiro, pelo tamanho dos grupos econômicos e sua capacidade de acumulação e, segundo, pela diversidade de bases tecnológicas, relacionadas a produtos e serviços com distintas funções na estrutura de produção da IP²² (RUAS, 2012).

Mudanças importantes ocorreram nas últimas décadas na IPP mundial, catalisadas pela queda dos preços do petróleo nos anos de 1980 e 1990, que levou a busca por redução de custos (operacionais e de transação) das petrolíferas e maior participação de empresas mistas, de países OPEP, e outras NOCs no *upstream* da indústria - com menor capacitação para atividades de P&D (RUAS, 2012; SILVA, C., 2009).

Esse novo cenário, determinado pelas estratégias de reestruturação das petrolíferas, de uma forma geral, delineou para as para-petrolíferas a necessidade de (i) ampliar o escopo de oferta de bens e serviços e (ii) realizar um maior esforço formal de P&D, permitindo a atualização tecnológica e a integração das, agora necessárias, múltiplas competências²³. Isto culminou no surgimento de para-petrolíferas com atuação internacionalizada e diversificada, com grande escala de operações e atividades de P&D (IOOTTY, 2004).

Porém, cabe destacar a existência de novas evidências nos anos 2000, quando se observam a redução da externalização de algumas atividades, apesar das “para-petrolíferas integradas” continuarem com elevado *market-share*. A retomada do maior controle das petrolíferas sobre o direcionamento das encomendas favorece a entrada de novas firmas e o fortalecimento

²²Para perceber a diversidade de bases tecnológicas que compõem os grupos econômicos da IPP ver; ONIP (2011); Hansen *apud* Ruas (2012); Bain e Company e Tozzini Freire Advogados (2009).

²³Entre as estratégias de reestruturação, inclui-se o abandono da estratégia de privilegiar fornecedores locais em benefício de uma política global de compras, o que favoreceu as relações com fornecedores integrados. Nestas relações, as petrolíferas se relacionam com contratantes principais, os *main-contractors*, ou *EPCistas*, que passam a integrar os projetos *turn-key*.

de IPPs nacionais, ao menos em alguns nichos (RUAS, 2012). Na próxima subseção discutir-se-á como o Estado tem atuado para o fortalecimento da IPP local.

3.3. Atuação Governamental No Desenvolvimento de IPPs Nacionais

Conforme descrito, as petrolíferas e muitas das firmas líderes da IPP operam internacionalmente. O contexto internacionalizado da IPP representa uma dificuldade para a apropriação local de renda da IP. Com isso, a intervenção governamental, através de políticas de desenvolvimento produtivo e tecnológico²⁴, pode ser justificada pela possibilidade de ampliação da apropriação de renda, além da necessidade de garantia da segurança energética, indispensável para o desenvolvimento industrial (STEVENS, 2008).

Diversos métodos de intervenção têm sido utilizados para favorecer a IPP local, objetivando construir uma capacidade de produção e exportação. Dentre esses métodos, destacam-se: (i) cláusulas sobre *joint ventures* obrigatórias, transferência de tecnologia e engenharia de petróleo e programas de treinamento de recursos humanos contidos em leis de petróleo da nação; (ii) direcionamento/obrigação de petrolíferas nacionais no atendimento de cláusulas de CL; e (iii) restrição da concorrência a partir de licenças de importação, tarifas e limitação da propriedade estrangeira (HALLWOOD, 1993).

Alguns benefícios imediatos são garantidos com a adoção dessas políticas, como incremento no emprego doméstico e crescimento da participação nacional no valor adicionado da produção de petróleo. Contudo, a existência de barreiras à entrada agudas na indústria pode dificultar o acesso de fornecedores locais nos mercados internacionais (HALLWOOD, 1993).

A presença de empresa estatal amplia as possibilidades e formas de intervenção governamental na atividade petrolífera. Primeiro, ao permitir apropriação direta da renda petrolífera, maior controle das encomendas e das atividades de desenvolvimento tecnológico. Segundo, mesmo não sendo monopolista, sua existência possibilita ao governo maior conhecimento sobre a atividade, ampliando sua capacidade de negociação com empresas privadas e execução do planejamento energético e setorial (STEVENS, 2008).

Um dos mecanismos de intervenção mais utilizados por países que apresentam abertura à operação de empresas estrangeiras na IP, como o Brasil, que também possui uma empresa com participação majoritária do Estado, é a utilização de critérios de CL nas aquisições (NORDAS; VATNE; HEUM, 2003).

Os argumentos a favor desse instrumento vão desde a ampliação do emprego doméstico, à possibilidade de transferência tecnológica, visando redução do *gap* tecnológico, e, consequentemente, dos custos da IP. O *gap* pode ser superado com aprendizado, aproximando os custos de produção local aos padrões internacionais no médio e longo prazo (NORDAS; VATNE; HEUM, 2003). As possibilidades de diminuição desse *gap* se associam à escala de operações

²⁴Utilizou-se o termo políticas de desenvolvimento produtivo e tecnológico em substituição ao termo políticas protecionistas, pela percepção de que a reserva de mercado deixou de ser o objetivo único dessas políticas, que passou a incluir, p. ex., o incentivo a inovação tecnológica nacional.

da IP e a base industrial prévia do país. A existência de uma base menos desenvolvida dificulta que as petrolíferas atinjam os requisitos de CL; quando atingidos, grande parte se restringe à produtos de baixo conteúdo tecnológico (RUAS, 2012).

O principal argumento contra é a diferença de preços praticados por fornecedores globais e locais. Além da redução de investimentos na IP, a ineficiência gerada pelo direcionamento das aquisições pode provocar: (i) seleção adversa na atração de IDE, na medida em que empresas mais ineficientes seriam menos afetadas pelo diferencial de custos, uma vez que a diferença entre os custos antes e depois do cumprimento das exigências de CL seria menor; e (ii) redução dos lucros das empresas e, conseqüentemente, dos tributos sobre rendimentos coletados pelo governo, na medida em que haveria um deslocamento da receita petrolífera do governo (e dos beneficiários de suas despesas) para a IPP local (NORDÂS; VATNE; HEUM, 2003).

As pressões para redução dos custos de investimentos na IP e as dificuldades no desenvolvimento e/ou capacitação de fornecedores locais são as principais motivações para ampliação do acesso à fornecedores estrangeiros. Por esses motivos, os critérios de CL, na maior parte das províncias petrolíferas, são adotados, simultaneamente, a políticas de atração de IDE de grandes grupos para-petrolíferos. Entretanto, a presença desses grupos pode limitar os benefícios do direcionamento das encomendas (HALLWOOD, 1993).

Nesse sentido, o contexto global da concorrência na IPP se configura num dilema para o governo. Já que uma política de portas abertas eleva o risco de não desenvolver a indústria local e a adoção de uma política de desenvolvimento produtivo e tecnológico eleva os custos dos insumos, o que reduz os lucros. Com isto, duas soluções se apresentam possíveis: (i) aceitar que a IPP é um oligopólio internacional, o que representa uma grande barreira para o desenvolvimento de uma IPP local competitiva internacionalmente, e usufruir dos preços competitivos e da tecnologia de ponta das empresas estrangeiras; ou (ii) adotar políticas efetivas o suficiente para garantir competitividade internacional da IPP local (HALLWOOD, 1993).

Caso a competitividade não seja ampliada, a produção doméstica da IPP pode ser reduzida rapidamente com a diminuição da demanda da IP nacional. Por esse motivo, a introdução de mecanismos para transferência de tecnologias e aprendizado se torna indispensável para realização do potencial de desenvolvimento doméstico e inserção competitiva no mercado global (HALLWOOD, 1993).

No Brasil, a preocupação com o destino de sua IPP, com o fim do monopólio da Petrobras, fez com que fosse incorporado índices de CL nos critérios para seleção dos leilões de áreas de E&P de P&G. O estabelecimento destes índices tem sido apontado, pelas agências de *rating*, conforme se verificou na seção 2, como um dos motivos para o rebaixamento das notas de crédito da Petrobras. No próximo capítulo fecha-se o argumento do por que esta política está na contramão da perspectiva de MVA desta companhia.

4. Petrobras e a IPP Nacional

A história da IPGN brasileira selou diferentes destinos para a Petrobras e sua rede de fornecedores. Para atingir o objetivo do artigo, esta história será contada nessa seção, que se divide em quatro subseções. Na primeira se discute a relação da Petrobras com a IPP nacional no período pré-liberalização econômica. Na segunda essa discussão será tratada para o período logo após liberalização. Na terceira, a discussão se concentra na política de CL. Na quarta se analisa a competitividade da IPP brasileira.

4.1. Petrobras e a IPP Nacional: Período Pré-Liberalização Econômica

A IPGN foi um dos pilares do modelo de industrialização por substituição de importações (SI). A Petrobras, principal agente dessa indústria, foi criada, em 1953, para operar ao longo de toda cadeia de P&G no país, exceto distribuição e comercialização, objetivando reduzir as restrições à industrialização. A estatal, durante as três primeiras décadas de sua existência, encampou as diretrizes políticas do Estado, centradas no desenvolvimento da indústria doméstica (SILVA, C., 2009).

No primeiro momento (1954-1979), a companhia utilizou seu volume de investimentos para fomentar a indústria local na área de refino e transporte, *downstream*. O reduzido preço do barril de petróleo, em relação ao dos derivados, até 1972, explica o investimento majoritário nesta área²⁵ (ORTIZ NETO, 2006).

A partir do segundo choque do petróleo, em 1979, as iniciativas em direção à nacionalização de equipamentos de E&P, *upstream*, passam a ser mais efetivas. As mudanças das condições de mercado, com o aumento dos preços do petróleo, elevaram não apenas os investimentos em E&P, mas a participação desse segmento nos investimentos totais da empresa (ORTIZ NETO, 2006).

O esforço tecnológico da Petrobras reduziu o impacto dos choques, provendo o país de importantes reservas, destacando-se o campo da Garoupa (1974), os campos de Badejo (1975), Namorado (1975), Enchova (1976) e Cherne (1977), todos na Bacia de Campos (SILVA, C., 2009).

Apesar do modelo de SI marcar a primeira fase da política de compras da Petrobras, a capacitação tecnológica da IPP brasileira em áreas de fronteira era fraca. Sua limitação era atribuída (i) ao elevado custo de fabricação das tecnologias e (ii) as elevadas oscilações da demanda, que aumentavam o grau de incerteza quanto ao retorno dos investimentos em P&D. Quanto ao segundo ponto, observou-se que, apesar da Petrobras adotar, em alguns momentos, uma política objetiva e efetiva de nacionalização, em outros, essa política esteve associada às dificuldades conjunturais para importação (FREITAS, 1999).

²⁵Na década de 1970 e início da de 1980, os investimentos na indústria nacional, que repercutiram na IPGN, foram alavancados pelos Planos Nacionais de Desenvolvimento (PNDs). Esses tinham como foco a SI, proibindo ou impondo barreiras à importação de tudo que pudesse ser fabricado ou que tivesse similar no Brasil.

Diante das limitações mencionadas, o início da E&P das formações geológicas recém-descobertas foi realizado com a utilização de equipamentos, materiais e serviços encomendados de empresas estrangeiras (ANP, 1999).

Em 1983, no período da crise da dívida brasileira, a Petrobras descobriu campos gigantes - Albacora (1984), Marlim (1985) e Albacora Leste (1986) -, situados em profundidades entre 300 m e 2.100 m de lâmina d'água (LDA). Essas descobertas, além de indicar a possibilidade de uma considerável redução da dependência do petróleo importado, oportunizou a saída do desempacotamento e adaptação tecnológica, para o desenvolvimento, em bases locais, de uma nova trajetória tecnológica para E&P de petróleo *offshore* em águas profundas. Mesmo diante dessa oportunidade, a rotina de desempacotamento de tecnologias prontas não foi suplantada, devido a disponibilidade de reservas em águas rasas e do elevado custo do petróleo importado, que viabilizava a produção, mesmo que ineficaz (DANTAS; BELL, 2011; ORTIZ NETO, 2006).

O sucesso parcial da política de compras no mercado nacional – em que se observou o desenvolvimento com sucesso do *learning by using*, com limitado *learning by interacting*, dada a sazonalidade da política - e a descoberta de jazidas em águas profundas impuseram à Petrobras a proposição de um programa mais eficaz, que incentivasse atividades de P&D nas empresas nacionais (FREITAS, 1999).

O lançamento do Programa de Capacitação Tecnológica em Sistemas de Produção para Águas Profundas (PROCAP 1000), cujo objetivo seria a sistematização de esforços visando o desenvolvimento tecnológico *offshore* em profundidades até 1000 m, ocorreu apenas em 1986, com o contrachoque da Arábia Saudita, maior produtor/exportador mundial de petróleo²⁶. No período de vigência desse programa, 1986-1992, a Petrobras desenvolveu intenções mais ativas de utilizar a rede de conhecimento para alcançar objetivos relacionados ao aprendizado, não meramente para adquirir conhecimento passivo com a aquisição de bens e serviços (ORTIZ NETO, 2006; DANTAS; BELL, 2011).

O que se percebe, portanto, é que a descoberta dos campos *offshore*, ao tornar as tecnologias exigidas para E&P cada vez mais complexas, alterou os desafios enfrentados pela Petrobras. Contudo, os fortes incentivos para inovação na Petrobras, apesar da crise dos anos de 1980, não se replicaram para os fornecedores domésticos, que, até a crise, recebiam fortes incentivos da Petrobras e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (DANTAS; BELL, 2011; OLIVEIRA; RUBIANO, 2011).

A situação destes fornecedores piorou no início da década de 1990, quando os programas de nacionalização perdiam força e o discurso governamental se voltava à competitividade e exposição da indústria nacional à concorrência estrangeira (SILVA, C., 2009). A partir desse

²⁶Com o contrachoque, os altos custos (e os riscos elevados) dos empreendimentos relacionados à fronteira das águas profundas obrigaram o encerramento de várias experiências e aplicações efetivas realizadas no mundo, exceto a brasileira. Além do valor absoluto, a existência de alternativas de produção, elevando o custo de oportunidade da produção de petróleo em águas profundas, somou-se como restrição à continuidade desses empreendimentos. No Brasil, a necessidade de redução imediata dos custos e aumento da produção interna, devido às restrições de divisas e a importância da conta petróleo, foram impostas à Petrobras, sob pena de um desestímulo à produção *offshore* local, caso se fizesse a opção pela importação (ORTIZ NETO, 2006; DANTAS, 1999).

quadro, discutir-se-á, na próxima subseção, como se estabeleceu a relação entre a Petrobras e a IPP nacional.

4.2. Petrobras e a IPP Nacional: Período Logo Após Liberalização

Com a revisão das políticas nos anos de 1990, promoveu-se, na IPGN brasileira, mudanças no plano institucional, jurídico e macroeconômico, que ocasionou certo abalo nos elos entre a Petrobras e a IPP nacional, com a redução do seu índice de nacionalização das compras. No plano institucional e jurídico se destacaram a lei de concessões de serviços públicos (Lei 8.987/95) e a quebra do monopólio da Petrobras (Lei 9.478/97).

A Lei 8.987/95 estabeleceu a base jurídica para a concorrência e para a atuação, em projetos energéticos, da iniciativa privada. A Petrobras, que gozava de liberdade na aquisição de bens e serviços, passou a ser obrigada a abrir participação nas licitações à empresas do país e do exterior. Com isto, a indústria nacional perdeu competitividade por apresentar uma estrutura de custos desfavorável, quando comparada à empresas do exterior²⁷ (SILVA; FURTADO, 2006).

A Lei 9.478/97 autorizou a contratação pelo Governo Federal de empresas públicas ou privadas para participação nas atividades econômicas de E&P, refino, exportação, importação e transporte de bens e derivados de petróleo, anteriormente reservadas à Petrobras²⁸ (SILVA, C., 2009; ORTIZ NETO, 2006).

Quanto às mudanças no arcabouço jurídico, destaca-se a implementação do Regime Aduaneiro Especial para a Indústria do Petróleo (Repetro), novo regime tributário, criado em 1999, que estabelecia que a importação de equipamentos destinados à E&P *offshore* estaria livre de qualquer tributação. Esse regime desfavoreceu a IPP nacional, mesmo com a criação do sistema de “exportação *ficta*”, que, apesar de compensar os fornecedores locais da concorrência desigual dos produtos importados, com a desoneração dos impostos federais, não os livravam dos impostos estaduais (SILVA, C., 2009).

No plano macroeconômico se observou, nos anos de 1990, a abertura da economia brasileira e a sobrevalorização cambial. Esses fatos estimularam a importação de tecnologias e, em consequência, uma diminuição das encomendas feitas pela Petrobras aos fornecedores locais (SILVA, C., 2009).

Outro aspecto que concorreu para a redução do índice de nacionalização das compras da Petrobras, reflexo do acirramento do processo competitivo, foi a mudança organizacional implementada a partir dos anos de 1990. A companhia, seguindo a tendência internacional, passa a externalizar parte significativa das funções que anteriormente assumia em seus grandes

²⁷Essa lei foi flexibilizada pelo decreto 2.745/98, que possibilitou aquisições de equipamentos e serviços pelo mecanismo de negociação direta com os fornecedores locais e estrangeiros, dispensando a realização de licitações.

²⁸A partir da aprovação dessa lei, foram criados o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), a Agência Nacional do Petróleo (ANP) e o Fundo Setorial do Petróleo (CTPetro). As atribuições de cada um destes órgãos podem ser encontradas em: Silva, C. (2009); Ortiz Neto (2006).

projetos de investimentos. A inexistência de empresas brasileiras capacitadas favoreceu a contratação de *EPCistas* estrangeiras de grande porte e integradas verticalmente (FURTADO *ET ALII*, 2003).

Essa mudança tem grande responsabilidade na transição ocorrida da relação da Petrobras com a IPP nacional. Ela ocorreu num momento em que as indústrias brasileiras de bens de capital e de bens intermediários se encontravam enfraquecidas. Logo, a redução do índice de nacionalização pode ser explicada pelo aumento do grau de exigência da companhia em relação aos fornecedores aqui instalados, concomitante a perda de competitividade destes (SILVA, C., 2009).

Esta perda de competitividade refletiu-se no PROCAP 2000 (1993-1999), criado com o objetivo de desenvolver capacitações que permitissem a Petrobras o aproveitamento de jazidas de 1000 m à 2000 m de LDA. Neste se percebe uma maior inserção da companhia no processo de desenvolvimento tecnológico internacional, com o aumento de sua relação com centros de pesquisas e empresas, incentivando a formação de uma rede global de inovação²⁹ (FREITAS, 1999).

Logo, enquanto no PROCAP 1000 houve envolvimento de fabricantes nacionais na absorção de tecnologias externas, no PROCAP 2000 não se estabeleceu como prioridade a absorção da tecnologia dos sistemas de E&P. Com isso, boa parte dos esforços tecnológicos da companhia foram delegados à empresas internacionais (FREITAS, 1999).

A preocupação com o destino da indústria e dos fornecedores locais, no fim dos anos de 1990, com a incorporação de índices de nacionalização nos critérios para seleção dos leilões de áreas de E&P de P&G, levou a reversão da política de compras da Petrobras. Estes critérios estavam presentes desde a licitação dos primeiros blocos exploratórios, na Rodada 1, em 1999. Porém, é apenas na Rodada 4, em 2003, que a ANP fixa um nível mínimo de CL a ser observado pelo concessionário na Fase de Exploração e na Etapa de Desenvolvimento (GUIMARÃES, 2013; CNI, 2012). Essa política será discutida na próxima subseção.

5.3. Política De CL Para Fortalecimento Da IPP Brasileira

Associada a uma avaliação de que a participação desejada do mercado doméstico não seria alcançada pela própria dinâmica mercantil, a política de CL consiste na exigência de que uma empresa ou um conjunto de empresas de um setor produtivo realize nesse mercado uma parcela de suas compras de insumos ou de bens e serviços requeridos por seus investimentos (GUIMARÃES, 2013; CNI, 2012).

Os objetivos de política econômica que justificam essa intervenção podem ser: (i) de natureza macroeconômica e de curto prazo, que não se articula necessariamente a outros instrumentos de política econômica e cujo escopo abrange o fortalecimento da demanda dirigida ao mercado doméstico e a expansão do emprego; e (ii) de natureza mais específica e com uma perspectiva de longo prazo, dependente da mobilização de outros instrumentos de política, que

²⁹No ano de 2000 foi lançado o PROCAP 3000, cujo objetivo era viabilizar a operação em campos sob LDA de até 3000 m.

induza a emergência e/ou capacitação de oferta local para o atendimento da demanda que lhe é dirigida pela exigência de CL e cujo escopo abrange, portanto, a diversificação do parque manufatureiro, o desenvolvimento de setores intensivos em tecnologia ou a construção de segmentos relevantes do ponto de vista da defesa nacional (GUIMARÃES, 2013; CNI, 2012).

5.3.1. Evolução Da Exigência e Consequências Do Não Cumprimento Do Compromisso De CL

Na IPGN brasileira, a definição de uma política de CL, construída ao longo da última década por meio de cláusulas nos contratos de concessão e de partilha de produção e de resoluções da ANP, tem como referência o modelo de E&P criado pela Lei 9.478/97, que pôs fim ao monopólio estatal neste setor. Com o fim do monopólio, a participação de empresas brasileiras no suprimento de equipamentos e insumos para a E&P e refino de P&G no país, que decorria da política de compras da Petrobras, passou a ser assegurada pela imposição aos investidores privados de participação relevante dos fornecedores locais no suprimento da demanda de bens e serviços (GUIMARÃES, 2013; CNI, 2012).

Mudanças significativas envolvendo (i) a natureza do instrumento de indução no aumento do CL, (ii) a definição de CL e dos critérios e regras para sua aferição e (iii) os procedimentos requeridos para a comprovação do cumprimento da exigência aconteceram ao longo das doze rodadas de licitação para concessão de blocos para E&P e da primeira licitação de partilha de E&P de P&G em áreas do pré-sal, realizadas a partir de 1999³⁰. Para uma descrição destas mudanças ver Guimarães (2013) e CNI (2012).

No caso do não cumprimento dos percentuais mínimos ou dos propostos pelo operador no processo licitatório, os contratos de concessão e de partilha prevê aplicação de multa. Apesar das penalidades explícitas, os contratos, a partir de 2007, passaram a incluir uma cláusula prevendo que, por solicitação prévia do concessionário, a ANP poderia autorizar a contratação de bem ou serviço no exterior, caso: (i) os preços para aquisição locais sejam excessivamente elevados, quando comparados aos preços internacionais; (ii) os prazos para entrega superiores, podendo comprometer o cronograma de atividades proposto; e (iii) na ocasião da licitação, a tecnologia escolhida não esteja sendo oferecida pelos fornecedores locais³¹ (GUIMARÃES, 2013).

5.3.2. Política De CL No Contexto Da Lei Do Pré-Sal

³⁰As licitações para concessão de blocos para E&P de P&G suspensas desde 2008, quando aconteceu a décima rodada, foram retomadas no ano de 2013; em maio de 2013 ocorreu a décima primeira rodada, e, em novembro de 2013 a décima segunda rodada de licitações da ANP. Em outubro de 2013 ocorreu a primeira licitação de partilha de E&P de P&G com a oferta do prospecto de Libra.

³¹A liberação da obrigatoriedade do cumprimento do correspondente percentual enfrenta inúmeras dificuldades, principalmente de natureza conceitual, a saber: (i) dificuldade no estabelecimento do que seja preço “excessivamente elevado” ou prazo de entrega “muito superior” ao do produto importado; e, (ii) apesar da autorização para importar reduzir a exigência do CL do item ou subitem associado ao produto liberado, ela não tem efeito sobre a exigência global relacionada à Fase de Exploração ou à Etapa de Desenvolvimento (GUIMARÃES, 2013; CNI, 2012).

A partir das descobertas dos campos de Tupi, agora batizado de Lula, e Yara, na bacia de Santos, e Baleias, na bacia de Campos, o governo brasileiro anunciou, em 2007, a existência de uma nova realidade geológica para a IPGN, a província do pré-sal, assim denominada por se localizar abaixo da camada de sal, de 5 a 7 mil metros abaixo do nível do mar, estendendo-se do norte de Santa Catarina ao sul do Espírito Santo.

Diferentemente do panorama quando da introdução do sistema de concessão, em que os preços internacionais tendiam à queda e os custos de produção no Brasil eram relativamente altos, havendo necessidade de investimentos privados para viabilizar o financiamento da E&P diante do risco exploratório, com o pré-sal essas questões são colocadas em outro patamar, a saber: (i) risco exploratório baixo; (ii) campos gigantes; e (iii) mudança no patamar de preço do petróleo. A partir deste contexto, a reavaliação dos marcos regulatório se tornou uma tendência generalizada nos países produtores (SCHUTTE, 2012).

No Brasil, o novo marco foi estabelecido em 2010 e inclui: a Lei n. 12.276/10 (Cessão Onerosa), a Lei n. 12.304/10 (Pré-Sal Petróleo S.A - PPSA) e a Lei n. 12.351/10 (regime de partilha e Fundo Social).

Com a Cessão Onerosa, a União fica autorizada a ceder à Petrobras até cinco bilhões de barris equivalentes de petróleo, com a finalidade de capitalizar a empresa para fazer frente à enorme necessidade de investimento. Concomitantemente à esta, houve uma emissão de ações que foram vendidas com privilégio aos atuais (na época) acionistas, inclusive a União. Os recursos obtidos foram direcionados para novos investimentos e para o pagamento da Cessão Onerosa (SCHUTTE, 2012).

A empresa pública, nomeada Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S/A, PPSA, foi criada com a responsabilidade de gestão dos contratos de partilha de produção celebrados pelo Ministério de Minas e Energia (MME) e comercialização de P&G da União (SCHUTTE, 2012).

O sistema de partilha foi a principal alteração do novo marco. Com a opção do Governo de respeitar os contratos existentes, esse sistema apenas se aplica às novas áreas do pré-sal, ainda não adquiridas, permanecendo o regime de concessão nas áreas já licitadas e nas áreas fora do pré-sal a serem licitadas. Portanto, a propriedade da União será restabelecida apenas nas áreas não licitadas (SCHUTTE, 2012).

O elemento central deste regime é a propriedade sobre os minerais, quando extraídos, permanecer estatal. Contudo, para compensar os custos e riscos, assim como os pagamentos realizados ao governo na forma de participações governamentais e tributos, os volumes produzidos são repartidos com a petroleira (ou consórcio) contratada para o financiamento e realização das operações³² (VIEGAS, 2013).

³²À petroleira, em caso de descoberta comercial, adquire o direito de propriedade (i) do volume da produção correspondente ao "óleo custo", (ii) do volume correspondente aos *royalties* a serem pagos, e (iii) do volume correspondente ao "óleo lucro", proporcional a sua participação. À União caberá parte do produzido, de acordo com o percentual do "óleo lucro" (ZACOUR ET ALII., 2012).

Nos termos da Lei 12.351/10, além da Petrobras ser a operadora de todos os blocos concedidos, ela terá uma participação mínima de 30% no consórcio formado para executar as atividades sob esse regime, que pode ser ampliada caso participe dos procedimentos licitatórios da ANP (ZACOUR *ET ALII.*, 2012).

O fato de parte do óleo ficar com a União, por meio da PPSA, possibilita que esta dite o ritmo de exploração. Porém, fica com ela, também, a responsabilidade de ressarcir os custos de E&P, pressupondo a necessidade de um controle desses pela PPSA em defesa do interesse da União³³ (SCHUTTE, 2012).

A introdução desse regime traz consequências do ponto de vista da política de CL. Sendo a Petrobras a operadora do consórcio, apesar de não, necessariamente, participar deste no momento da licitação, o cumprimento de exigência de CL depende estritamente dela. Isso não implica que multas em decorrência do não cumprimento não sejam compartilhadas por investidores privados, apesar da incapacidade destes influenciar no resultado do CL (GUIMARÃES, 2013; CNI, 2012).

Além das mudanças no sistema legal, a descoberta do pré-sal, segundo Rocha e Ruiz (2011), abriga desafios tecnológicos, cuja solução implicará na realização de investimentos em P&D das empresas fornecedoras, visando superar obstáculos tecnológicos e obter vantagens competitivas.

Para superar esses obstáculos, algumas medidas foram adotadas. A política industrial, tecnológica e de comércio exterior do Governo Federal, lançada em 2011 – Plano Brasil Maior -, em sua dimensão setorial, prevê o desenvolvimento da competitividade do setor de P&G e naval, assim como as ações do BNDES, através do BNDES P&G e do Inova Petro. Além destas, foi criado, através do Decreto Nº 4.925, de 19/12/2003, o Programa de Mobilização da Indústria de Petróleo e Gás Natural (PROMINP).

O PROMINP foi instituído com o objetivo de “fomentar a participação da indústria nacional de bens e serviços, de forma competitiva e sustentável, na implementação de projetos de P&G no Brasil e no exterior”. A principal justificativa para viabilizar o programa é a aparente falta de competitividade da IPP brasileira, que será analisada na próxima subseção³⁴.

4.3.Competitividade da IPP Brasileira

Competitividade pode ser definida como a capacidade da firma formular e implementar estratégias, que a permita ampliar ou manter, de maneira duradoura, uma posição sustentável no mercado. Ela é fruto de fatores estruturais, sistêmicos e empresariais. Os estruturais são

³³A justificativa para que o controle desses seja realizado pela PPSA se deve ao seguinte fato: A Petrobras, sendo uma empresa de economia mista, não poderia representar o Estado. No caso da ANP, haveria um conflito de interesses, uma vez que, ao assumir esta tarefa, seria parte da operação e, ao mesmo tempo, reguladora e juíza de eventuais conflitos (SCHUTTE, 2012, P. 30).

³⁴Para obtenção de detalhes sobre o Programa, consultar Silva e Furtado (2006) e sítio do PROMINP.

aqueles cuja capacidade de intervenção da firma é limitada pela mediação do processo concorrencial, referindo-se às características da demanda e do parque ofertante e à aspectos institucionais (KUPFER, FERRAZ; HAGUENAUER, 1996).

Os sistêmicos são aqueles sobre os quais a possibilidade de intervenção da empresa é escassa ou nenhuma. Entre esses se destacam: os macroeconômicos, os político-institucionais, os legais-regulatórios, os infraestruturais, os sociais e os internacionais (KUPFER, FERRAZ; HAGUENAUER, 1996).

Os empresariais, sobre os quais se centra a análise de Oliveira (2010) da competitividade da IPP brasileira, são os que correspondem as variáveis do processo decisório da firma, podendo, portanto, ser controlados ou modificados por condutas ativas assumidas por esta. Esses fatores se referem ao estoque de recursos acumulados e as estratégias de ampliação desses para obter a escala requerida e os requisitos de capacitação tecnológica para a oferta de produtos com a qualidade exigida, nos prazos solicitados e com preços compatíveis com o mercado global (KUPFER, FERRAZ; HAGUENAUER, 1996).

A conclusão central da análise é a existência de um déficit de competitividade nos segmentos avaliados, ligado à fragilidade da engenharia nacional, à limitada capacitação tecnológica e à coordenação da cadeia produtiva, principalmente no que se refere ao papel das *EPCistas*. No Quadro 1 são apresentadas as condições de economias de escala em cada um dos segmentos³⁵ (OLIVEIRA, 2010).

Somam-se a esta conclusão constatações obtidas com entrevistas realizadas em plantas industriais de uma amostra qualificada de fornecedores dos segmentos analisados, a saber: (i) o aprendizado do tipo *learning by doing* é uma das principais fontes de conhecimento, indicando, de um lado, que existe uma dedicação de parte do tempo de produção das firmas para aquisição de informações tecnológicas e, de outro, que o foco nessa fonte restringe o conhecimento tecnológico às atividades correntes, limitando a aquisição de conhecimento orientado para o futuro; (ii) a Petrobras exerce importante papel coordenador no processo inovativo, dada a necessidade de interação dos fornecedores com esta, para obtenção de informações tecnológicas; (iii) a reduzida articulação dos fornecedores da IP com os *EPCistas* e com a infraestrutura científica e tecnológica sobrecarrega a Petrobras, obrigando-a supervisionar a qualidade dos equipamentos; e (iv) a limitada oferta de mão-de-obra qualificada é determinante para a fragilidade das firmas de engenharia.

Quadro 1- Economias de escala e especialização da unidade fabril

Base Tecnológica		Setores	Escala exigida	Escala doméstica	Lacunas
Indústria de Transformação	Tecnologia Metalúrgica	Siderurgia	Grande	Suficiente	Segmentação
		Tubos	Média	Suficiente	
		Conexões e flanges	Pequena	Suficiente	
		Caldeiraria	Média	Suficiente	Tecnológica

³⁵Na terceira coluna é informada a dimensão da escala exigida para operação de uma unidade fabril. Na quarta é apresentada a dimensão relativa do mercado nacional com respeito à escala; sendo considerada suficiente, caso exista unidade fabril com dimensões requeridas tecnicamente, e insuficiente, caso contrário. Na quinta coluna é informada a principal razão das lacunas relevantes de fornecimento de produtos (OLIVEIRA, 2010).

Tecnologia Mecânica	Naviepeças	Hastes e unidades de bombeio	Pequena	Suficiente	
		Subsea	Média	Parcialmente suficiente	Escala
		Bombas	Média	Suficiente	Metrologia
		Compressores	Pequena	Parcialmente suficiente	Escala
		Motores a gás e diesel	Grande	Parcialmente suficiente	Escala
		Turbinas	Média	Parcialmente suficiente	Escala
		Guindastes e guinchos	Média	Parcialmente suficiente	Escala
		Válvulas	Média	Suficiente	Tecnológica
		Geradores e motores elétricos	Grande	Suficiente	
Tecnologia Elétrica		Subestação e transformadores	Grande	Suficiente	Metrologia
		Instrumentação	Grande	Insuficiente	Escala
Serviços		Serviços de engenharia	Média	Suficiente	Tecnológica
		Construção e montagem	Grande	Suficiente	Tecnológica

Fonte: Oliveira (2010).

A conclusão de Oliveira (2010) é corroborada pelo estudo da ONIP (2011) que apresenta como principal desafio da IPGN brasileira, no contexto atual, a superação das lacunas de competitividade no fornecimento de determinados bens e serviços. A raiz dessa baixa competitividade se manifesta na prática de preços superiores aos praticados no mercado global.

Conforme estudo do IPEA (2010), que considera duas das esferas da competitividade aparente, preços e prazo de entrega, apesar do prazo, nas atividades mapeadas, conforme Quadro 2, encontrar-se em situação relativamente semelhante ao quadro internacional, os preços são, na maioria dos produtos, superiores. Essa baixa competitividade, segundo estudo da ONIP (2011), pode ser atribuída a fatores, tais quais: (i) impostos e acesso a capital; (ii) Repetro, que desfavorece a IPP nacional; e (iii) aos custos de capital, que expõe os produtores locais à custos sensivelmente superiores à média internacional.

Quadro 2 - Competitividade da indústria nacional de equipamentos.

Produtos	Preço (mercado brasileiro)	Data de entrega (mercado brasileiro)
Bombas	Similar	Melhor
Válvulas	10% a 30% mais caro	Melhor
Canos	20% a 40% mais caro	Similar
Acessórios para Canos	30% a 50% mais caro	Melhor
Pressure Vessels	30% a 50% mais caro	Boa
Trocadores de Calor	30% a 40% mais caro	Boa
Instrumentação	20% mais caro	Boa
Painéis Elétricos	Similar	Melhor
Cabos Elétricos	10% a 15% mais caro	Boa

Fonte: Petrobras, *apud* IPEA (2010).

Além dos componentes diretamente relacionados a custos, a competitividade local é impactada pelos itens associados a serviços. Enquanto a indústria presente em mercados maduros se beneficia de um processo de produção contínuo, a indústria local apresenta demandas esporádicas (ONIP, 2011).

A partir dos argumentos apresentados, conclui-se que a política de CL está na contramão da perspectiva de MVA da Petrobras. Primeiro, pela esperada elevação de custos, dada a obrigação de adquirir insumos com maior preço e, eventualmente, menor qualidade; podendo, inclusive, incorrer em multas pelo não cumprimento das metas de CL. Segundo, pela incerteza relacionada à possibilidade dessa modalidade de política promover, adequadamente, ganhos de

competitividade suficiente para ampliar a capacidade de inovar e, futuramente, reduzir custos dos fornecedores e, conseqüentemente, da Petrobras.

Na próxima seção se discutirá a relação entre a natureza jurídica da Petrobras e sua função objetivo.

5. Petrobras: Natureza Jurídica, Governança Corporativa e Desempenho

A Petrobras foi criada em 1953, sob a forma de uma Sociedade de Economia Mista - tipo societário em que se verifica a associação de capital estatal e privado -, com a finalidade de exercer o monopólio da União na exploração, produção, refino e transporte do petróleo no Brasil. Em 1997, no bojo do processo de reestruturação ou desarticulação das atividades produtivas do Estado, com a privatização e abertura de capital de grandes empresas, o governo determina, com a Lei 9.478, o fim do monopólio da Petrobras, permitindo a contratação de empresas públicas ou privadas para atuação na atividade petrolífera do país (GOLDSTEIN, 2010; GOBETTI, 2009).

Em agosto de 2000, a companhia obtém uma receita equivalente a US\$ 4,8 bilhões, com a venda de ações ordinárias que excediam o mínimo necessário à manutenção do controle acionário nas mãos da União, numa *initial public offering (IPO)* na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e na *New York Stock Exchange (NYSE)*. No Brasil, esta foi a primeira vez que ações foram oferecidas não apenas para investidores institucionais, mas, também, através da rede bancária, para investidores de varejo (GOLDSTEIN, 2010; GOBETTI, 2009). Após abertura de capital na *NYSE*, a lei norte-americana às questões societárias passou a ter fórum para aplicação na Petrobras (CABRAL, 2013).

Em 2010, o mercado acionário viabilizou a capitalização da Petrobras com cerca de US\$ 70 bilhões - com preservação da participação do controlador, quando considerada parcela do tesouro nacional -, após anúncio da descoberta do Campo de Tupi, no pré-sal, em novembro de 2007, o maior do mundo desde uma descoberta no Cazaquistão, em 2000³⁶ (CABRAL, 2013; GOLDSTEIN, 2010).

O capital social da Petrobras, em 28/02/2014, era formado por 13.044.496.930,00 ações sem valor nominal, sendo 57,05% de ações ordinárias, com direito a voto, e 42,94% de ações preferenciais. A União Federal e seus agentes (somadas as ações da União, BNDESPar e BNDES) exercem o controle acionário, com 60,5% das ações com direito a voto. Considerando-se o capital total, a União Federal e seus agentes respondem por 46,00% do capital social da companhia.

³⁶Quando da realização de aumento de capital, no caso das sociedades de economia mista, o Estado deverá exercer o seu direito de preferência na aquisição das novas ações, com a finalidade de garantir a condição de sociedade de economia mista do empreendimento. O investimento de recursos na compra de novas ações para manter a posição majoritária do Estado poderia ser reduzido com a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, levando em consideração as restrições existentes quanto a relação entre ações preferenciais sem direito a voto e a totalidade de ações da companhia (RIBEIRO, ALVES E CHEDE, 2005).

Outro dado que merece destaque é que 35,5% do capital social estão nas mãos de estrangeiros (pessoas físicas, instituições financeiras e simples especuladores); este número é obtido com a soma dos dois tipos de *American Depositary Receipts (ADR)*, negociados no mercado dos EUA, e as ações em poder de estrangeiros, conforme a Resolução nº 2.689 do Conselho Monetário Nacional (CMN).

A natureza híbrida da Petrobras, uma empresa de capital aberto, com participação majoritária do Estado no capital votante, tem suscitado, principalmente no período recente, em que se percebe uma crescente intervenção governamental no delineamento de suas estratégias, bastantes discussões no que se refere à qual deve ser sua função objetivo. O objetivo desta seção é justamente discutir a natureza jurídica da Petrobras e a implicação desta na sua função objetivo.

5.1. Petrobras: Natureza Jurídica

O florescimento das empresas estatais se deu no auge do Estado de Bem-Estar, concebidas como instrumento para a transformação da ordem econômica e social. A atividade empresarial do Estado foi implementada, em alguns países ocidentais, pela transferência de empresas privadas ao controle do Poder Público, o que ficou conhecido como nacionalização (ALVES, 2004). As nacionalizações na Europa, por exemplo, foram intensificadas no final da Segunda Guerra Mundial, fundadas, como na Inglaterra, em razões políticas de teor ideológico-partidária, ou em interesses nacionais, como na França, onde as empresas Renault e Guome et Rhome passaram para o controle estatal sob acusação de colaboração com os inimigos, ou, ainda, na simples ordenação racional de um setor industrial específico (CASSAGNE, 1993, APUD ALVES, 2004).

No Brasil, apesar da existência de empresas do Estado no período colonial, caso do Serviço Postal (1663) e da Casa da Moeda da Bahia (1694), e depois da vinda de D. João VI, caso do Banco do Brasil e da Imprensa Régia, a intensificação da criação dessas se deu a partir da terceira década do século vinte, no bojo do nacionalismo econômico que marcou o País após a Revolução de 1930³⁷ (RIBEIRO; ALVES; CHEDE, 2005).

Os mais relevantes critérios de classificação das empresas do Estado são: quanto à atividade (prestadoras de serviço público e exploradoras de atividade econômica em sentido estrito) e quanto à constituição do capital (empresas públicas e sociedades de economia mista). A classificação das empresas estatais entre o que é prestação de serviço público e o que é exploração de atividade econômica em sentido estrito está relacionada à atuação do Estado entre aquilo que é de sua essência e o que não é (MORAES, 2009).

³⁷Segundo Bueno (2007), o principal fator explicativo da Revolução de 1930 foi a perda do apoio político e militar do Estado de São Paulo pelo então presidente Washington Luis, dada a recusa de este apoiar a política de valorização do café no momento em que ela mais se fazia necessária. A marca desta Revolução é o fim da hegemonia cafeeira e o início de um período de grandes mudanças na ação estatal, com uma maior centralização, intervenção e orientação para a industrialização.

A execução das atividades econômicas em sentido estrito cabe, preferencialmente, aos particulares, enquanto ao Estado cabe, prioritariamente, a prestação de serviços públicos. Porém, existem atividades reservadas ao setor privado que, quando permitido constitucionalmente, o setor público atua. Da mesma forma, existem atividades assumidas pelo Estado que os particulares atuam³⁸ (MORAES, 2009).

A condição prevista constitucionalmente para que o Estado seja autorizado a executar atividades econômicas em sentido estrito é a necessidade de atender aos imperativos de segurança nacional ou a relevante interesse coletivo. Sobre a primeira condição, alguns autores os associam àquelas atividades relacionadas diretamente a produção de bens e serviços necessários ao funcionamento regular e, até mesmo, ao aparelhamento satisfatório das forças armadas. Outros utilizam uma definição mais ampla, expondo que os monopólios do petróleo e do gás natural, por exemplo, atendem aos imperativos de segurança nacional. Ainda existem aqueles que colocam a proteção da ordem econômica como imperativos de segurança nacional, já que um desarranjo econômico pode promover guerras e fazer perecer povos e estados (MORAES, 2009).

No que se refere à relevante interesse coletivo, o Estado pode invadir o campo reservado aos particulares, caso essa seja uma condição indispensável para proteger o mesmo interesse público. Da mesma maneira que, a princípio, ao interesse público é conveniente que as atividades econômicas em sentido estrito sejam cuidadas reservadamente pela iniciativa privada (MORAES, 2009).

Apesar de sua ampla utilização no direito, o conceito do que seja interesse público é bastante vago. Esse conceito se modifica, conforme evolui, ao longo do tempo, a noção de Estado. Na doutrina de Adam Smith, marco do Liberalismo, o interesse público seria obtido pela livre persecução do interesse individual, que promoveria o desenvolvimento econômico (BONFIM, 2011).

Após a Primeira Guerra Mundial, com o surgimento do Estado de bem-estar social, esse conceito passa a estar associado à ideia de solidariedade, pela qual o Estado intervém na esfera dos direitos individuais com vistas a harmonizá-los, reduzindo as desigualdades sociais; com o propósito de resguardar o interesse público, o Estado assume a prestação de serviços públicos (BONFIM, 2011).

No Consenso de Washington, o interesse geral é resultado da conciliação e regulação, pelo Estado, dos interesses privados e do interesse público; ou seja, dois valores contraditórios, a princípio - o primeiro exalta o individualismo, a busca do lucro, e o segundo afirma a supremacia do interesse comum sobre as finalidades particulares -, passam a conviver lado a lado³⁹ (BONFIM, 2011).

³⁸A titularidade do serviço público não deve ser confundida com a titularidade da prestação do serviço, pois, quando se afirma que uma atividade é essencial ao Estado, não, necessariamente, significa que cumpre exclusivamente ao Estado sua prestação.

³⁹O consenso de Washington, como o próprio nome indica, foi um consenso que se estabeleceu em Washington e, mais amplamente, nos países desenvolvidos da OECD, sobre a natureza da crise latino-americana dos anos de 1980 e as reformas necessárias para superá-la. Esse consenso, que passou a exercer uma poderosa influência sobre

EALR, V. 7, nº 2, p. 530-576, Jul-Dez, 2016 560

No Brasil, com a promulgação da Constituição Federal de 1988, o princípio da dignidade da pessoa humana erigiu-se como valor fundamental sobre o qual deve girar todo o ordenamento jurídico. Com isto, apesar de ser garantida à Administração Pública a autoridade necessária à consecução do interesse público, é garantida ao cidadão a observância de seus direitos fundamentais contra o abuso do poder (BONFIM, 2011).

Nesse sentido, cabe distinguir aqui o interesse público do Estado, interesse público secundário, do interesse público titularizado pelo povo, interesse público primário. Como qualquer outro sujeito de direito, o Estado, pessoa jurídica titular de direitos e obrigações individuais, tem interesses que lhes são particulares, porém, apenas poderá os defender quando não conflitarem com os interesses públicos propriamente ditos, o interesse público primário (BONFIM, 2011). As empresas estatais não são instituídas para satisfação da vontade de governos transitórios, mas para o atendimento dos interesses permanentes do Estado (RIBEIRO; ALVES; CHEDE, 2005).

O interesse público primário do Estado, encampado como missão da empresa estatal, equipara-se ao interesse coletivo previsto no artigo 173 da Constituição Federal. Dessa maneira, cabe enfatizar que as empresas estatais objetivam o atendimento do interesse público primário, o interesse da coletividade, não o interesse público secundário, da entidade estatal (BONFIM, 2011).

A inserção do Estado no mercado como se fosse um particular, exercendo atribuições diferentes à sua essência, iguala-o aos indivíduos, sendo necessário, para tanto, o abandono das prerrogativas - pelo menos as que forem necessárias - que lhe conferem a qualidade de soberano. Desta maneira, com a finalidade de não desrespeitar a livre iniciativa e seu corolário, a livre concorrência e o princípio da igualdade, a Constituição da República estabelece que as empresas estatais exploradoras de atividade econômica em sentido estrito se submeterão ao mesmo regime jurídico das empresas privadas, inclusive no que se refere aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários (MORAES, 2009).

No entanto, não é absoluta a submissão de uma atividade a um regime jurídico específico. Existem questões referentes às prestadoras de serviço público que são regidas pelo direito privado, da mesma forma que alguns temas sobre as exploradoras de atividade econômica em sentido estrito são regidos pelo direito público. O caráter híbrido das empresas estatais impõe a incidência prioritária ou majoritária de um regime em detrimento da incidência secundária ou

os governos e as elites da América Latina, formou-se a partir da crise do consenso keynesiano e da crise da teoria do desenvolvimento econômico, elaborada nos anos de 1940 e 1950, e da afirmação de uma nova direita, influenciada pelas contribuições da escola austríaca, dos monetaristas, dos novos clássicos relacionados com as expectativas racionais e da escola da escolha pública. Conforme a abordagem do consenso, as causas da crise latino-americana são: (i) o excessivo crescimento do Estado, reflexo do protecionismo econômico, excesso de regulação e ineficiência e número em excesso das empresas estatais; e (ii) o populismo econômico, definido pela incapacidade de manter o déficit público e as demandas salariais tanto do setor privado quanto do setor público sob controle. A partir dessa avaliação, deveria-se (i) no curto-prazo: direcionar as reformas para combater o populismo econômico e alcançar o equilíbrio e a estabilização; e (ii) no médio-prazo: perseguir uma estratégia de crescimento orientada para o mercado, isto é, uma estratégia que se baseie na diminuição do tamanho do Estado, na liberalização do comércio internacional e na promoção das exportações (BRESSER-PEREIRA, 1991).

minoritária do outro, porém, em hipótese alguma na incidência única e total de apenas um estatuto jurídico; conforme a atividade à qual as empresas se dediquem, tem-se uma composição de direito público e direito privado, a um só tempo e “dosado” (MORAES, 2009).

Em resumo, entende-se que a cada nível se deve realizar a dosagem do regime, que sem dúvida será, para as exploradoras de atividade econômica em sentido estrito, de direito privado com breves derrogações de direito público, e, quanto às prestadoras de serviço público, de direito público com breves derrogações de direito privado (MORAES, 2009, P. 400).

As derrogações de direito público nas empresas estatais exploradoras de atividade econômica em sentido estrito se darão, em tudo quanto for necessário, para preservação do interesse público que subsiste no cerne da sua existência. Nessa direção, a empresa estatal exploradora de atividade econômica em sentido estrito não pode, na busca dos fins, perverter o emprego dos meios, o que ocorreria caso fosse permitido, por exemplo, a aquisição de bens ou contratação de agentes de qualquer maneira; circunstância em que se evidenciaria a possibilidade, e probabilidade, de favorecimento privado (MORAES, 2009). O patrocínio da ampla liberdade de uso dos meios nas empresas estatais, assim como ocorre na iniciativa privada, seria “converter-se o acidental – suas personalidades de direito privado – em essencial, e o essencial – seu caráter de sujeitos auxiliares do Estado – em acidental” (MADEIRA; MADEIRA; GUIMARÃES, 2009, P. 158).

Já a classificação das empresas estatais em públicas e sociedades de economia mista está associada à constituição do capital que lhes é dedicado; se integralmente público, ou majoritariamente público, com minoria privado (MORAES, 2009). O capital das empresas públicas é composto apenas por recursos públicos, sendo o Estado o único controlador e investidor. Entretanto, a empresa pública não necessariamente é unipessoal, podendo comungar, mesmo em diversos âmbitos federativos, capital de diferentes entes ou entidades; circunstância em que os recursos permanecem sendo públicos (MORAES, 2009).

As sociedades de economia mista - as palavras economia e mista fazem referência à conjunção de capitais públicos e privados, e a palavra sociedade à gestão comum -, por imposição legal, conforme regulamentada pela Lei n. 6.404/1976, estão obrigadas a adotar unicamente a forma de Sociedade Anônima (S.A.), tendo seu capital dividido entre recursos de origem pública e privada, com a quantidade majoritária das ações com direito a voto de origem pública (MORAES, 2009).

Ao se constituir sob a forma de Sociedade Anônima, a sociedade de economia mista poderá adotar a forma fechada ou aberta. A S.A. fechada não opera no mercado de valores mobiliários. Já a S.A. aberta, como é o caso da Petrobras, é aquela cujos valores mobiliários (ações, debêntures e outros) são registrados para comercialização em bolsa ou balcão. A condição de aberta ou fechada pode ser modificada após a constituição da sociedade (FIGUEIREDO NETO; POMPEU, 2015; BRASIL, 1976).

Em razão do universo de interesses envolvidos e repercussão de seu resultado, o fato de a empresa se constituir numa S.A. aberta apresenta como consequência a incidência de um

controle maior sobre sua condução, exercido especialmente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelos acionistas. Incide-se sobre esta, normas específicas de publicações de balanços, realização de auditorias e dever de comunicação (RIBEIRO; ALVES; CHEDE, 2005).

Com o exposto, pode-se afirmar o equívoco tanto do publicista, quando despreza o regime concorrencial de mercado como dirigido a guardar, também, o interesse público, quanto do privatista, quando esquece que o princípio da república consente a atuação estatal mesmo nas atividades que não lhe são próprias. Desses equívocos surgem duas conclusões (MORAES, 2009).

A primeira que, por perseguirem o interesse público, as empresas estatais exploradoras de atividade econômica cercam-se, também, das prerrogativas do direito público. Pois, o fato de um agente econômico estatal não poder obter benefício de específica vantagem de direito público, caso esta trabalhe para desequilíbrio em face de seus pares na iniciativa privada, não decorre, contudo, que não lhe sejam aplicáveis prerrogativas de direito público (MORAES, 2009).

A segunda é que, despindo-se de todas as amarras de direito público, tais empresas deveriam se identificar em tudo às empresas privadas. Igualá-las totalmente aos particulares poderia levar a orientação destas ao atendimento de anseios próprios, à maneira da autonomia da vontade típica de direito privado, o que lhes poderia permitir favorecimento pessoal de toda espécie; o que claramente diverge do preconizado na Constituição Federal de 1988, que tem a impessoalidade como um dos seus princípios (MORAES, 2009).

O exposto nesta seção sugere que a natureza jurídica das sociedades de economia mista tem influência na maneira de geri-las. Na próxima seção esta discussão será realizada de maneira mais pormenorizada.

5.2. Petrobras: Natureza Jurídica e Governança Corporativa

Conforme comentado, a figura da sociedade de economia mista ressurgiu no Brasil na década de 1930, quando as ameaças resultantes da depressão levaram o Estado a desempenhar papel de destaque na economia⁴⁰ (BONFIM, 2011). Porém, a primeira tentativa de sistematização do regime das sociedades de economia mista, no Brasil, deu-se pelo Decreto-Lei n. 200, de 1967, alterado pelo Decreto-Lei n. 900, de 1969, que passou a vigorar com a seguinte redação:

Art. 1º [...] III - Sociedade de Economia Mista – a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica,

⁴⁰As sociedades de economia mista criadas foram: o Instituto de Resseguros do Brasil, em 1939; a Companhia Siderúrgica Nacional, em 1941; a Companhia do Vale do Rio Doce, em 1942; a Companhia Hidrelétrica do São Francisco, em 1945; a Fábrica Nacional de Motores, em 1946; o Banco do Nordeste do Brasil, em 1952; a Petrobras, em 1953; a Eletrobras, em 1962. O Banco do Brasil, instituído pela Carta Régia de 22 de agosto de 1812, quando se resolveu que a Coroa entraria como acionista, foi a primeira sociedade de economia mista brasileira. Inicialmente esta instituição foi constituída sob a forma de sociedade privada por ações, pelo alvará de 12 de outubro de 1808. Em 1835, o Banco do Brasil foi instinto, ressurgindo em 1853, com determinação por lei de que o Governo Imperial e as províncias deveriam subscrever ações (BONFIM, 2011).

sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta (BRASIL, 1969).

Dessa maneira, as sociedades de economia mista, apesar de se apresentarem sob a forma de sociedade anônima e reunirem os órgãos inerentes a este tipo societário em seu núcleo, configuram-se como um tipo “especial” de S.A.; justamente pela participação estatal em sua direção, seja pela titularidade da maioria de seu capital, seja por disposição legal ou estatutária (BONFIM, 2011).

Nesse sentido, conforme dispõem o inc. XIX, do art. 37, da Constituição Federal Brasileira, e o art. 236, da Lei das S.As., com o objetivo de assegurar ao Estado a posição de acionista controlador, as sociedades de economia mista têm sido criadas por leis especiais. Isto não as exime de se sujeitar ao regime jurídico comum das sociedades anônimas, que se configuram como pessoa jurídica de direito privado (BONFIM, 2011). Sobre este aspecto, Ribeiro, Alves e Chede (2005, p. 37) salientam:

As sociedades estatais estarão sujeitas ao regime jurídico de direito privado no que se refere aos seus contratos, organização societária, regime de trabalhadores, regime tributário e não poderão ser beneficiadas de forma desigual em relação às sociedades compostas a partir de capital exclusivamente privado. Já, em razão do caráter público do capital investido, ainda que dotadas de personalidade jurídica de direito privado, as sociedades estatais estão sujeitas ao controle do Tribunal de Contas e às normas de concorrência. Decorre justamente da dupla sujeição da estatal, ao regime jurídico privado e, ainda que parcialmente, também ao regime público, um dos traços de distinção dessa modalidade de sociedade.

Qual seja, além de adequar-se às normas tributárias, civis, comerciais, também deverão ser consideradas as normas de direito administrativo aplicáveis em decorrência da natureza pública dos investimentos e bens utilizados na atividade empresarial.

“Acionista controlador”, segundo o art. 116, da Lei 6.404, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, refere-se:

[...] a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. [...] que deve usar seu poder de modo a orientar a empresa a realizar seu objeto e cumprir sua função social, de forma a respeitar e atender os direitos e interesses dos demais acionistas da empresa, de seus trabalhadores e da comunidade em que a companhia atua (BRASIL, 1976).

Dessa maneira, a participação majoritária do Estado no capital votante da sociedade de economia mista se constitui num importante centro de dominação e fiscalização, justamente pela possibilidade deste eleger a maioria para o Conselho de Administração, podendo fazer a opção por representantes que entende (o Estado) ser mais comprometidos com a causa pública (BONFIM, 2011).

Apesar da participação majoritária do Estado nestas sociedades, os aspectos supracitados impossibilitam que este maximize uma função utilidade própria e bem definida. Logo, as

sociedades de economia mista além de apresentarem os problemas de agência tradicionais, em função da separação entre propriedade e controle, apresentam outros aspectos que tornam sua governança mais complexa, a saber: (i) escolha dos membros dos órgãos de administração por indicação política; (ii) diversidade de interesses, que não apenas a maximização de lucros; e (iii) definição das diretrizes de acionista controlador por três ministérios; a) Ministério da Fazenda (MF), por intermédio da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), no que se refere à Assembleia Geral de Acionistas; b) Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG), através do Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (Dest), em relação à planejamento, orçamento e pessoal; e c) Ministério Supervisor, no que se refere à gestão do negócio corporativo⁴¹ (ANTUNES, 2009).

Essa discussão da relação entre a natureza jurídica das sociedades de economia mista e sua função objetivo será feita de maneira mais pormenorizada na próxima seção.

5.3. Petrobras: Natureza Jurídica, Governança Corporativa e Desempenho

A presença de capitais privados nas sociedades de economia mista demanda, do ente público controlador, uma posição mais atenta no que se refere à rentabilidade do empreendimento. Ou seja, apesar das empresas estatais não serem criadas com vistas à obtenção de lucro, isto não significa que seu desempenho financeiro deva ser negligenciado (BONFIM, 2011; RIBEIRO; ALVES; CHEDE, 2005).

A atuação deficitária de empresas estatais, por tornar a atividade empresarial e a assunção do risco não remunerada, além de desestimular a iniciativa privada de ingressar no campo explorado, pode mascarar a concorrência desleal perpetrada pelo Estado empresário; na medida em que, ao atuarem em regime de *dumping*, impediriam o pleno exercício da concorrência pelas empresas privadas em tais mercados (RIBEIRO; ALVES; CHEDE, 2005).

Desde os anos de 1980, as sociedades de economia mista têm sua análise atrelada, também, a sua eficiência e competitividade, o que tem conduzido à expressa adoção das técnicas de governança corporativa nestas companhias (RIBEIRO; ALVES; CHEDE, 2005)⁴².

A qualidade das práticas de governança corporativa, embora possa ser avaliada em diversas dimensões, tem sido mensurada, principalmente, pela estrutura de controle (direito de voto) e propriedade (direito de fluxo de caixa). Nesse sentido, o pagamento de dividendos tem funcionado como um mecanismo de governança das sociedades anônimas de capital aberto.

⁴¹Enquanto a função objetivo predominante das empresas privadas é o lucro, as empresas públicas estão sujeitas a objetivos múltiplos, a saber: (i) alocativos (financeiros e econômicos); e (ii) não-alocativos (sociais). Como exemplos de objetivos financeiros, citam-se a necessidade de geração de recursos para a cobertura dos custos empresariais e a geração de um excedente a ser utilizado em qualquer setor econômico. Os objetivos econômicos se expressam, por exemplo, pela contribuição líquida da empresa ao produto e crescimento da economia. Como objetivos não-alocativos (não-comerciais), têm-se, como exemplos, a criação de empregos, o fornecimento de serviços à comunidade e a promoção do desenvolvimento regional (RIBEIRO, 1992).

⁴²Cabe salientar que a eficiência referida é definida em termos neoclássicos - eficiência produtiva, distributiva e alocativa -, que não considera as dimensões dinâmicas da concorrência e dos mercados, cujo impacto alocativo e respectivas implicações normativas devem ser vistas pela ótica da geração, filtragem seletiva e difusão das inovações (FAGUNDES, 2003). Já a competitividade, fruto de uma diversidade de fatores, conforme salientado na seção 4.4.2, é analisada a partir dos fatores internos à firma (empresariais).

Boas políticas de remuneração aos acionistas, com pagamento de percentuais elevados de dividendos anualmente, são indicativos de boas práticas de governança (SILVA, A., 2009).

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em 2005, desenvolveu um conjunto de regras voluntárias para a boa governança corporativa de empresas estatais, denominado *Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, que visam, dentre outras coisas⁴³ (SILVA, A., 2009):

(i) Garantir isonomia competitiva no mercado de atuação de empresas estatais e privadas, inclusive na relação estabelecida com os bancos estatais; a concessão de crédito às empresas estatais e privadas deve se dar nos mesmos termos e condições (OCDE, 2005).

(ii) Transparência da administração. A esperada atuação das estatais no cumprimento de responsabilidades e obrigações para fins de política social e pública, que está além das suas atividades comerciais, como o represamento dos preços de bens e serviços para controle inflacionário, deve estar regulamentada e incorporada em seu Estatuto Social. Além de estar claramente informado sobre a natureza e extensão dessas obrigações, o mercado e o público em geral devem ter ciência do impacto global destas no desempenho econômico da companhia (OCDE, 2005).

(iii) Tratamento equânime de todos os acionistas. O Estado deve seguir as melhores práticas em relação aos acionistas minoritários, visto que sua reputação com relação a este aspecto terá influência na capacidade de atração de financiamento externo e na valorização da empresa. Portanto, configura-se importante garantir que os acionistas minoritários não o perceba como um proprietário passivo, imprevisível e injusto (OCDE, 2005).

Dessa maneira, apesar das sociedades de economia mista congregarem a necessidade de conciliação de regimes jurídicos de ordem privada e pública, de eficiência e desenvolvimento do objetivo que justificou a sua criação, de interesse do controlador (Estado) e dos demais sócios (privados), estas têm sido induzidas a operarem de maneira cada vez mais próxima das empresas privadas, reduzindo a tolerância em relação aos vícios normalmente associados aos serviços estatais (RIBEIRO; ALVES; CHEDE, 2005). A atuação do Estado numa atividade econômica está cada vez mais sendo pautada pelo princípio da lucratividade (SCAFF, 2001).

Contudo, o sentido jurídico deste princípio não deve seguir de maneira integral o sentido econômico. Nas empresas estatais, por exemplo, o princípio da lucratividade deve ser substituído pelo princípio da economicidade. Segundo o ponto de vista da Constituição Federal de 1988, as empresas estatais atenderão a este princípio à medida que alcance, de maneira satisfatória, por meio do menor custo econômico possível, os fins que orientaram a sua criação (SCAFF, 2001).

A partir desta concepção, o potencial conflito entre a missão pública e a lucratividade nas sociedades de economia mista pode ser atenuado, (i) conforme argumenta Penrose (1959), com uma distribuição de dividendos suficiente para evitar reclamações em grande número de

⁴³No Brasil, em janeiro de 2007, foi aprovado um decreto-lei que instituiu a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (CGPAR), com o objetivo de tratar assuntos relacionados à governança corporativa nas companhias estatais federais e a administração de participações societárias da União. Para uma descrição mais pormenorizada das competências da CGPAR, consultar Brasil (2007).

acionistas, para atração de capital adicional necessário e, de modo geral, para formação ou manutenção da reputação da firma como um bom investimento; e (ii) com o prévio conhecimento dos investidores privados quanto ao caráter da sociedade de economia mista (BONFIM, 2011).

Ou seja, a supressão do conflito se daria na medida em que os acionistas minoritários concordam em concorrer financeiramente para o desenvolvimento de uma atividade econômica cujo controle majoritário pertence ao Estado, e que a este cabe o atendimento do interesse público, que jamais pode ceder diante de interesses particulares (BONFIM, 2011).

Com a percepção da possibilidade de existência de conflitos de interesses, a Petrobras S.A., por exemplo, quando do lançamento do prospecto definitivo para capitalização, em 2010, fez as seguintes ressalvas quanto aos principais fatores de riscos relativos às suas atividades:

Caso qualquer dos riscos mencionados [...] venha a ocorrer, nossa participação de mercado, nossa reputação, nossos negócios, nossa situação financeira, o resultado de nossas operações, nossas margens e nosso fluxo de caixa poderão ser adversamente afetados e, ato contínuo, o preço de mercado das nossas Ações poderá diminuir e os investidores poderão perder todo ou parte do seu investimento em nossas Ações.

[...]

A União tem, e continuará a ter após a conclusão da Oferta Global, poderes para, dentre outros, eleger a maioria dos membros do nosso conselho de administração e decidir sobre quaisquer questões que sejam de competência dos nossos acionistas, incluindo reorganizações societárias, cancelamento do nosso registro de companhia aberta, alienação de nossas subsidiárias e montante e momento para distribuição dos dividendos e/ou juros sobre capital próprio aos nossos acionistas, ressalvadas as exigências de dividendo mínimo obrigatório, de acordo com nosso estatuto social. Os interesses da União poderão ser divergentes ou conflitantes com os interesses dos nossos outros acionistas, inclusive para orientar os nossos negócios com o fim de atender ao interesse público que justificou a nossa criação, nos termos da Lei das Sociedades por Ações (PETROBRAS, 2010a, P. 57).

Com isso, enquanto titular do controle das sociedades de economia mista, o Estado, ao perseguir fins públicos delimitados pelo objeto social da companhia, não pode ser compelido a recompor as perdas materiais dos acionistas minoritários; portanto, não existe qualquer ilicitude do Poder Público ao agir dentro da prerrogativa intrínseca à criação da sociedade de economia mista, qual seja, o interesse público que lhe deu causa (BONFIM, 2011).

Mesmo levando em consideração, que, devido às tantas ações societárias e a complexidade das relações jurídicas com elas estabelecidas, o controle não necessariamente exige a exclusividade de poder numa empresa - em razão de poder ser identificado justamente como um feixe de relações jurídicas -, mecanismos capazes de garantir a manutenção do interesse público que motivou a criação das sociedades de economia mista são indispensáveis (SALOMÃO FILHO, 1998).

Nas palavras de Ribeiro, Alves e Chede (2005, p. 63-64):

[...] hoje a ideia de controle não se limita à titularidade da maior parte das ações com direito a voto, nem tão pouco ao efetivo exercício do poder de deliberação, uma vez que o condicionamento da aprovação de determinados temas numa sociedade ao poder

de veto de parte do acionista ou à exigência de quorum mais elevado faz sentir a existência de uma outra forma de controle, até mesmo por parte da minoria.

Apesar da ressalva, pode-se concluir que a exigência de detenção, pelo Estado, da maioria do capital votante das sociedades de economia mista viabiliza sua supremacia na gestão da empresa, possibilitando o atendimento de sua incumbência do *dever-poder* de assegurar o funcionamento da companhia orientado para o cumprimento do interesse público que justificou sua criação e organização (BONFIM, 2011).

6. Considerações Finais

O objetivo do artigo foi analisar porque a política de CL está na contramão da perspectiva de MVA da Petrobras, mas não do escopo de atuação de uma empresa com a sua natureza jurídica.

A perspectiva de MVA, que está amparada no princípio de governança corporativa denominado “reduzir e distribuir” - o tamanho das empresas é reduzido e o fluxo de caixa livre distribuído para os acionistas -, justifica-se pelo fato dos acionistas, entre todos os *stakeholders*, serem os únicos que não possuem direitos contratuais garantidos. Dessa maneira, eles são os agentes com interesse em monitorar os gerentes, para assegurar que estes aloquem recursos da forma mais eficiente possível.

Sob esta perspectiva, desempenho econômico superior não resulta, necessariamente, em inovação. Como o investimento em inovação envolve um confronto estratégico com a incerteza, os acionistas não desempenham papel algum no processo inovativo. Pois, com a finalidade de minimizar o risco, eles diversificam seus investimentos, não dispendo de tempo e/ou esforço para analisar as capacidades inovadoras das empresas cujas ações são titulares. É a partir deste argumento que se analisa se a política de CL estaria na contramão da perspectiva de MVA da Petrobras.

A Petrobras, desde sua criação, encampou as diretrizes do Estado brasileiro, centradas no desenvolvimento da indústria doméstica de fornecedores, a partir do direcionamento de suas compras. Essa política enfrentou limitações, devido a baixa capacitação tecnológica desta indústria, o que a tornou dependente de um mercado protegido. Na década de 1990, quando o discurso governamental se voltou à competitividade e exposição da indústria nacional à concorrência externa, a situação da IPP brasileira piorou.

A preocupação do Estado brasileiro com o destino desta indústria, o fez incorporar índices de nacionalização nos critérios de seleção dos leilões de áreas de E&P de P&G. Esses critérios estiveram presentes desde 1999, porém, apenas em 2003 se fixa um nível mínimo de CL. Em 2010, com o novo marco regulatório, o monopólio da Petrobras foi restituído para atividades desenvolvidas no pré-sal e em áreas estratégicas, e esta passou a responder pelo cumprimento da exigência de CL fixada no contrato de partilha da produção.

Porém, o contexto internacionalizado da IPP, a alta especialização das muitas empresas que atuam nesse segmento e o elevado *market share* das empresas líderes, aliado a baixa capacitação tecnológica da IPP nacional e o audacioso programa de investimento da Petrobras, que

impõe uma resposta rápida da IPP nacional às suas demandas, tem representado sérias dificuldades para o sucesso de uma política de CL.

Nesse sentido, a hipótese de que a política de CL está na contramão da perspectiva de MVA da Petrobras é confirmada. Primeiro, pela esperada elevação de custos, dada a obrigação de adquirir insumos com maior preço e, eventualmente, menor qualidade. Segundo, pela incerteza - majorada pelas características da IPP mundial descritas acima -, relacionada à possibilidade dessa política promover ganhos de competitividade suficiente para ampliar a capacidade de inovar e reduzir, no futuro, os custos dos fornecedores e, por conseguinte, da Petrobras.

E o que falar sobre a relação entre a natureza jurídica da Petrobras e sua função objetivo? A Petrobras, constituindo-se juridicamente na forma de uma sociedade de economia mista - tem seu capital dividido entre recursos de origem pública e privada, com a quantidade majoritária das ações com direito a voto de origem pública -, deve orientar suas atividades de forma a atender ao interesse público que justificou sua criação. Ou seja, sob pena de incorrer em ilegalidade e inconstitucionalidade - pela sua intromissão em área reservada ao setor privado -, o Estado não deve deixar de atender às exigências do interesse público que justificou a criação da sociedade.

Apesar da presença de capitais privados demandar, do ente público controlador, uma posição mais atenta no que se refere à rentabilidade do empreendimento, o interesse particular não deve ser priorizado em detrimento do interesse público. Portanto, o atendimento ao princípio da MVA, em sentido estrito, não deve se constituir como a função objetivo de uma empresa com a natureza jurídica da Petrobras.

Da mesma forma que o interesse particular não deve ser priorizado, o interesse público do Estado, interesse público secundário, também não. Como qualquer outro sujeito de direito, o Estado tem interesses que lhes são particulares, porém, apenas poderá os defender quando não conflitarem com os interesses públicos propriamente ditos, o interesse público primário. As empresas estatais não são instituídas para satisfação da vontade de governos transitórios, mas para o atendimento dos interesses permanentes do Estado.

Apesar do exposto não resolver a ambigüidade sobre qual deve ser a função objetivo da Petrobras - justamente pela dificuldade em se definir de forma precisa o que venha ser interesse privado, interesse público, interesse público primário e interesse público secundário -, pode-se concluir que, dada a natureza jurídica desta companhia, sua utilização para encampar o desenvolvimento da IPP brasileira, por meio do direcionamento de suas compras, ao gerar emprego e renda, justifica-se. Porém, para dotar a economia brasileira de uma performance econômica superior não basta transferir valor dos acionistas para os trabalhadores, fornecedores, ou para quem quer que seja. É preciso criar novo valor, ou seja, formatar uma política efetiva o suficiente para capacitar os fornecedores locais para competir no mercado global.

Pois, da mesma forma que atender a perspectiva de MVA em sentido estrito não deve se constituir na função objetivo da Petrobras, subsidiar indeterminadamente empresas ineficientes também não. Ciente da dificuldade de implementação de subsídios, Rodrick (2004)

recomenda a utilização da estratégia do *carrot-and-stick*. Ou seja, para garantir a não perpetuação de erros e eliminação de maus projetos, as atividades subsidiadas devem estar sujeitas a requerimentos de performance (por exemplo, um requerimento de exportação), assim como o seu uso deve ser rigorosamente monitorado. A utilização de forma demasiada do *carrot* com pouco do *stick* pode ensejar ineficiência industrial.

Com o exposto, confirma-se a hipótese de que a política de CL está na contramão da perspectiva de MVA da Petrobras, mas não do escopo de atuação de uma empresa com a sua natureza jurídica. A questão que se coloca, para novas incursões ao tema, é qual será a estratégia de financiamento do plano de expansão da companhia, caso esta perspectiva continue não sendo atendida. Isto porque é esta a lógica que rege as agências de *ratings* na determinação do grau de investimento corporativo, e, por conseguinte, os investidores internacionais e as instituições financeiras na determinação de seus *spreads*.

Sobre a questão supracitada, a OCDE (2007) adverte para as dificuldades impostas às estatais, quando estas empreendem estratégias ambiciosas sem identificar e avaliar devidamente os riscos relacionados à adoção destas. A divulgação de fatores de risco, num contexto de indústrias recentemente desregulamentadas e cada vez mais internacionalizadas, onde se enfrenta uma série de novos riscos, tais como políticos e operacionais, é particularmente importante. A inadequada informação sobre estes fatores enseja uma falsa representação da situação financeira e do desempenho global, o que, por sua vez, pode levar a decisões estratégicas inadequadas e perdas financeiras inesperadas às estatais.

7. Referências

ALVES, R. S. (2004). *Produção de Mercado: os contornos da atuação empresarial dos agentes econômicos público e privado e as privatizações*. 2004. 181 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Curso de Pós-graduação em Direito, Setor de Ciências Jurídicas e Sociais, Universidade Federal do Paraná, Curitiba.

ANP. (1999) *Avaliação da competitividade do fornecedor nacional com relação aos principais bens e serviços*. Rio de Janeiro, 1999. Disponível em: <<http://www.anp.gov.br/brasil-rounds/round1/docs/compet.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

ANTUNES, G. A. (2009). Empresas estatais federais e empresas do novo mercado da Bovespa: um estudo comparativo acerca da qualidade da informação contábil utilizando dados em painel. In: BRASIL, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Secretaria Executiva, Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais. *Prêmio Dest Monografias: empresas estatais - monografias premiadas 2005-2008*. Brasília: Embrapa Informação Tecnológica, p. 285-312.

BAIN & COMPANY; TOZZINI FREIRE ADVOGADOS (2009). *Studies of regulatory, corporate and financial alternatives for the exploration and production of oil and gas and the industrial development of the oil and gas production chain in Brazil*. São Paulo, apr. 2009. Availableat: <<http://www.bndes.gov.br>>. Access: 15 jun. 2014.

BARBOSA, P. (2013). O endividamento da Petrobras com o BNDES no período pós-2008 e impactos contábeis e econômico-financeiros. *Texto para Discussão – Instituto Brasileiro de Economia, Faculdade Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, n. 36.*

BERGLOF, E.; VON THADDEN, L. (1999). *The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries.* Stockholm, 1999. Available at: <<http://ssrn.com/abstract=183708>>. Acesso: 05 fev. 2014.

BONFIM, N. B. (2011). *O interesse público nas sociedades de economia mista.* 2011. 124 f. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

BRASIL (2007). Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. *Decreto nº 6.021.* Cria a comissão interministerial de governança corporativa e de administração de participações societárias da União - CGPAR, e dá outras providências. Brasília, 22 jan. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6021.htm>. Acesso em: 20 ago. 2014.

BRASIL (1976). Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. *Lei nº 6.404.* Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 20 fev. 2014.

_____. (1969). Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. *Decreto Lei n. 900.* Altera disposições do Decreto-lei número 200, de 25 de fevereiro de 1967, e dá outras providências. Brasília, 29 set. 1969. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0900.htm>. Acesso em: 20 fev. 2014.

BRESSER-PEREIRA, L. C. (1990). A crise da América Latina: Consenso de Washington ou crise fiscal? *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 21, p. 3.

BUENO, N. P. (2007). A Revolução de 1930. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 37, n. 2, p. 435-455.

CABRAL, M. A. (2013). *As finanças e a Petrobras I.* 2013a. Disponível em: <<http://dogmase-enigmas.wordpress.com/2013/11/04/as-financas-e-a-petrobras-i/>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

CHARREAUX, G; DESBRIÈRES, P. (2001). Corporate governance: stakeholder value versus Shareholder value, *Journal of Management and Governance*, v. 5, n. 2, pp. 107-128.

CNI (2012). *Política de conteúdo local na cadeia do petróleo e gás: uma visão sobre a evolução do instrumento e a percepção das empresas investidoras e produtoras de bens.* Brasília: CNI.

DANTAS, A. T. (1999). *Capacitação tecnológica de fornecedores em redes de firmas: O Caso da Indústria do Petróleo Offshore no Brasil.* 1999. 185 f. Tese - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

DANTAS, E.; BELL, M. (2011). The co-evolution of firm-centered knowledge networks and capabilities in late industrializing countries: the case of Petrobras in the offshore oil innovation system in Brazil. *World Development*, v. 39, n. 9, pp. 1570-1591.

FAGUNDES, J. (2003). *Fundamentos econômicos das políticas de defesa da concorrência: eficiência econômica e distribuição de renda em análises antitruste*. São Paulo: Singular.

FAMA, E.; JENSEN, M. (1983). Separation of owner ship and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, pp. 301-325.

[FIGUEIREDO NETO, M. V.](#) ; POMPEU, G. V. M. (2015). A Sociedade Anônima no Brasil e o voto múltiplo. *Economic Analysis of Law Review*, v. 6, p. 228-245.

FREITAS, A. G. (1999). *Processo de aprendizagem da Petrobras: programas de capacitação tecnológica em sistemas de produção offshore*. 1999. 262 f. Tese - Faculdade de Engenharia Mecânica, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

FURTADO, A. ET ALII. (2003). *Política de compras da indústria do petróleo e gás natural e a capacitação dos fornecedores no Brasil: o mercado de equipamentos para o desenvolvimento de campos marítimos*. In: CTPETRO, Rio de Janeiro.

GOBETTI, S. W. (2009). Estatais e ajuste fiscal: análise e estimativa da contribuição efetiva das empresas federais para o equilíbrio macroeconômico. In: BRASIL, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Secretaria Executiva, Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais. *Prêmio Dest Monografias: empresas estatais - monografias premiadas 2005-2008*. Brasília: Embrapa Informação Tecnológica, p. 237-283.

GOLDSTEIN, A. (2010). The emergence of multilatinas: the Petrobras experience. *Universia Business Review*, n. 25, pp. 98-111.

GUIMARÃES, E. A. (2013). Uma avaliação da política de conteúdo local na cadeia de petróleo e gás. In: BACHA, E.; BOLLE, M. B. (Orgs.). *O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, p. 333-353.

HALLWOOD, C. P. (1993). Transnational corporations and industrial diversification: the case of supply oil industry. *Transnational Corporations*, v.2, n.1, pp. 91-109.

IOOTY, M. (2004). Mudanças no ambiente competitivo e novas estratégias tecnológicas: uma análise baseada nas estatísticas de patentes das principais empresas para-petrolíferas a partir dos anos 1980. *Revista Brasileira de Inovação*, v. 3, n. 2, p. 363-392.

IPEA. (2010). *Perspectivas de desenvolvimento do setor de petróleo e gás no Brasil*. Série: eixos do desenvolvimento brasileiro. Brasília, 2010. Disponível em: <http://www.h2brasil.com/resources/IPEA_comunicado%2055%20petroleo.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2014.

JENSEN, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 22, n. 1, pp. 32-42.

KERSTENETZKY, J. (2007). A natureza da firma contemporânea: o problema da governança corporativa à luz da história do pensamento econômico. *Econômica*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 209-238.

KUPFER, D.; FERRAZ, J. C.; HAGUENAUER, L. (1996). *Made in Brazil*: desafios competitivos para a indústria. Rio de Janeiro: Campus, v. 1.

LAZONICK, W. (2006). Corporate governance, innovative enterprise, and economic development. *UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER)*. Research paper n. 71, 2006. Available at: <<http://www.wider.unu.edu/publications/rps/rps2006/rp2006-71.pdf>>. Acesso: 01 set. 2013.

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

MADEIRA, J. M. P.; MADEIRA, J. A. C.; GUIMARÃES, M. (2009). *Casos concretos de direito administrativo*. Rio de Janeiro: Elsevier. 483 f.

MAZZUCATO, M. (2013). *The entrepreneurial state: debunking public vs private sector myths*. London: Anthem Press, 264 f.

MORAES, A. J. L. (2009). A atividade da empresa estatal como baliza de delimitação de seu regime jurídico. In: BRASIL, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Secretaria Executiva, Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais. *Prêmio Dest Monografias: empresas estatais - monografias premiadas 2005-2008*. Brasília: Embrapa Informação Tecnológica, p. 441-479.

NOLAN, P.; THURBER, M. (2010). On the state's choice of oil company: risk management and the frontier of the petroleum industry. *PESD Research*, Working Paper 99, Stanford University, 2010. Available at: <http://iis-db.stanford.edu/pubs/23057/WP_99_Nolan_Thurber_Risk_and_the_Oil_Industry_10_December_2010.pdf>. Acesso: 20 set. 2013.

NORDÅS, H. K.; VATNE, E.; HEUM, P. (2003). *The upstream petroleum industry and local industrial development: a comparative study*. Bergen: Institute for Research in Economics and Business Administration. 87 f. Available at: <http://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/164495/R08_03.pdf?sequence=1>. Acesso: 01 ago. 2013.

OLIVEIRA, A. (2010). *Indústria para-petrolífera brasileira: competitividade, desafios e oportunidades*. Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/datacenterie/pdfs/seminarios/pesquisa/texto1811.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2012.

OLIVEIRA, A.; RUBIANO, D. (2011). Innovation in Brazilian oil industry: from learning by using to prospective capacity to innovate in the technological frontier. In: THE 9TH GLOBELICS INTERNATIONAL CONFERENCE, 2011, Buenos Aires. *Analys of 9th Globelics International Conference*, Buenos Aires: GLOBELICS. Available at: <<http://www.ungs.edu.ar/globelics/wp-content/uploads/2011/12/ID-496-Rubiano-De-Oliveira-Innovation-Policies.pdf>>. Acesso: 10 apr. 2013.

ONIP. (2011). *Oportunidades e desafios da agenda de competitividade para construção de uma política industrial na área de petróleo: propostas para um novo ciclo de desenvolvimento industrial*. Disponível em: <http://novosite.onip.org.br/wp-content/uploads/2011/07/estudo_competitividade_offshore_relatorio.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2013.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OCDE). (2005). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Available at: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/34803211.pdf>>. Acess: 17 ago. 2014.

ORTIZ NETO, J. B. (2006). *O processo de aprendizado tecnológico na trajetória do Sistema de Produção Flutuante empreendido pela Petrobras em seu programa de capacitação tecnológica em águas profundas*. 2006. 194 f. Dissertação - Departamento de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Universidade Federal do Paraná, Curitiba.

PENROSE, E. (1959). *The theory of the growth of the firm*. 4ª Ed. Oxford: University Press. 249 f.

PETROBRAS S.A. (2014a). *Relacionamento com investidores: Plano de negócios e gestão*. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/plano-de-negocios-e-gestao/ano/2014.htm>>. Acesso em: 01 jul. 2014.

_____. (2010a). *Relacionamento com investidores: prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias e ações preferenciais de emissão da Petrobras*. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/oferta-publica-2010-confira-o-documento-arquivado-na-cvm.htm>>. Acesso em: 13 mai. 2014.

_____. (2014b, 2013, 2012, 2011, 2010b, 2009, 2008, 2007). *Relacionamento com investidores: central de resultados*. Disponível em: <<http://investidorpetrobras.com.br/pt/central-de-resultados/4t13.htm>>. Acesso em: 10 mar. 2014.

PINTO JR., H. Q. (Org.). (2007). *Economia da energia: fundamentos econômicos, evolução histórica e organização industrial*. Rio de Janeiro: Elsevier. 343 f.

PWC. (2014). Global top 100 companies – 2013. Available at: <<http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/top100-market-capitalisation-2013.jhtml>>. Acess: 13 may 2014.

RABELO, F.; SILVEIRA, J. M. (1999). Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. 1999. 24f. *Texto para Discussão* -Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, n. 77.

RIBEIRO, C. A. C. (1992). *A eficiência técnica de empresas públicas e privadas no Brasil: 1978-1988*. 1992. 84f. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

RIBEIRO, M. C. P.; ALVES, R. S.; CHEDE, G. D. (2005). Gestão das empresas estatais: uma abordagem dos mecanismos societários e contratuais. In: BRASIL, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Secretaria Executiva, Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais. *Prêmio Dest Monografias*: empresas estatais - monografias premiadas 2005-2008. Brasília: Embrapa Informação Tecnológica, p.35-86.

ROCHA, C. F. L; RUIZ, A. U. (2011). The role of the network coordinator in the attraction of foreign investments in R&D: The case of the Brazilian oil and gas industry. *Transnational Corporations*, New York, v. 20, n.1, pp. 33-60.

RODRIK, D. *Industrial policy for the twenty-first century*. 2004. Available at: <<http://www.ksg.harvard.edu/rodrik/>>. Acess: 07 aug. 2013.

RUAS, J. A. G. (2012). *Dinâmica de concorrência na indústria parapetrolífera offshore*: evolução mundial do setor de equipamentos *subsea* e o caso brasileiro. 2012. 311 f. Tese - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

SALOMÃO FILHO, C. (1998). *O novo direito societário*. 3ª Ed. São Paulo: Malheiros. 277 f.

SCAFF, F. F. (2001). Ensaio sobre o conteúdo jurídico do princípio de lucratividade. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, n. 224, p. 232-247.

SCHUTTE, G. R. (2012). Panorama do pré-sal: desafios e oportunidades. *Texto para Discussão*, IPEA, Brasília, n. 1791. Available at: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1791.pdf>. Acess: 15 fev. 2014.

SILVA, A. L. C. (2009). A governança corporativa das firmas privadas é realmente melhor do que a das empresas estatais? Curiosas evidências do mercado brasileiro. In: BRASIL, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Secretaria Executiva, Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais. *Prêmio Dest Monografias*: empresas estatais - monografias premiadas 2005-2008. Brasília: Embrapa Informação Tecnológica, p. 441-479.

SILVA, C. G. R. (2009). *Compras governamentais e aprendizagem tecnológica*: uma análise da política de compras da Petrobras para seus empreendimentos *offshore*. 2009. 302 f. Tese - Instituto de Geociências, Departamento de Política Científica e Tecnológica, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

SILVA, C. G. R.; FURTADO, A. T. (2006). Uma análise da nova política de compras da Petrobras para seus empreendimentos *offshore*. *Revista Gestão Industrial*, v. 2, n. 3, p. 103-122.

SINGH, A.; SINGH A; WEISSE, B. (2002). *Corporate governance, competition, the new international financial architecture and large corporations in emerging markets*. Available at: <<http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP250.pdf>>. Acess: 25 mar. 2014.

STEVENS, P. (2008). National oil companies and international oil companies in the middle east: under the shadow of government and the resource nationalism cycle. *Journal of World Energy Law & Business*, v. 1, n. 1, pp. 5-30.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. M. (2005). A mundialização do capital e o poder americano. In: FIORI, J. L. *O poder americano*. Rio de Janeiro: Vozes, p. 111-138.

VALENTE, F. S. P. F. (2009). *A dinâmica da acumulação de capital e os movimentos de fusões e aquisições em estruturas de mercado oligopolísticas: um estudo focado na evolução recente da indústria mundial do petróleo*. 2009. 119 f. Dissertação- Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

VIEGAS, T. O. C. (2013). *Competitividade em custos na atividade petrolífera em águas profundas e ultraprofundas*. 2013. 295 f. Tese - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

WILLIAMS, K. (2000). From shareholder value to present-day capitalism. *Economy and Society*, v.29, n.1, pp. 1-12.

YAHOO FINANCE. *Interactive*. Available at: <<http://finance.yahoo.com/echarts?s=PBR+Interactive#symbol=PBR;range=1d>>. Acess: 15 apr. 2014.

ZACOUR, C. ET ALI. (2012). Petrobras and the new regulatory framework for the exploration and production of oil and natural gas in the Brazilian Pre-salt region. *Journal of World Energy Law & Business*, v. 5, n. 2, pp. 125-138.