

Governança em disputa: conflitos de classe na Petrobras no governo Lula III

Felipe Amorim de Oliveira¹

Rafael Rodrigues Costa²

Resumo: Este artigo analisa a governança da Petrobras no Governo Lula III (2023-2025) como expressão de uma governança híbrida estruturalmente instável, forma institucional que cristaliza o conflito irresolúvel entre o projeto político desenvolvimentista do Estado e a disciplina financeira imposta pelos investidores institucionais globais. Articulando a análise de classes de inspiração poulantziana (Boito Jr.) com a economia política da firma desenvolvida no Instituto de Economia da Unicamp (Machado; Sarti e Hiratuka), o artigo demonstra que a alternância política é condição necessária, mas não suficiente, para alterar a lógica de funcionamento da empresa. A análise empírica, baseada em Formulários de Referência (CVM), Form 20-F (SEC) e Relatórios de Desempenho (2022-2025), examina cinco dimensões: estrutura acionária, reconstituição do Conselho de Administração, abandono do PPI, episódio do dividendo extraordinário de março de 2024 e estrutura de remuneração executiva. Os resultados revelam reorientação substantiva, com mudança de perfil do CA, nova política de preços e redução do payout mínimo para 45% do FCL, mas também constrangimentos estruturais expressos na concentração do CAPEX em E&P, que cresceu de 77,6% (2022) para 83,8% (2024), na aquisição de poder de voto pela BlackRock durante o período desenvolvimentista e na formalização, via mecanismo de “governança adicional” no PN 2026-2030, da hierarquia entre disciplina financeira e compromisso de investimento. Conclui-se que a MVA não é ideologia de uma fração,

¹ Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Estadual de Campinas. E-mail: felipelucasamorim@gmail.com

² Doutorando no Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais San Tiago Dantas. Professor da Fundação Escola de Sociologia e Política de São Paulo (FESPSP). E-mail: rafa.rcosta@gmail.com

mas estrutura que disciplina a empresa independentemente de qual fração controla o Estado, reconhecimento este que constitui condição para qualquer projeto futuro de reorientação mais profunda.

Palavras-chave: Petrobras. Governança híbrida. Lula III.

Abstract: This article analyzes Petrobras's governance during the third Lula administration (2023–2025) as an expression of structurally unstable hybrid governance—an institutional form that crystallizes the irresolvable conflict between the State's developmentalist political project and the financial discipline imposed by global institutional investors. By combining a class analysis inspired by Poulantzas (Boito Jr.) with the political economy of the firm developed at Unicamp's Institute of Economics (Machado, Sarti, and Hiratuka), the article demonstrates that political alternation is a necessary but insufficient condition for altering the company's operational logic. The empirical analysis—based on Reference Forms (CVM), Form 20-F (SEC), and performance reports (2022–2025)—examines five dimensions: shareholding structure, the reconstitution of the Board of Directors, the abandonment of the Import Parity Price (PPI) policy, the extraordinary dividend episode of March 2024, and the executive compensation structure. The results reveal a substantive reorientation—including a shift in the Board's profile, a new pricing policy, and a reduction of the minimum payout to 45% of Free Cash Flow (FCF)—alongside structural constraints. These constraints are evidenced by the concentration of CAPEX in Exploration & Production (E&P)—which rose from 77.6% in 2022 to 83.8% in 2024—BlackRock's acquisition of voting power during the developmentalist period, and the formalization (via an “additional governance” mechanism in the 2026–2030 Strategic Plan) of a hierarchy prioritizing financial discipline over investment commitments. The study concludes that this hybrid governance model is not merely the ideology of a specific faction but a structure that disciplines the company regardless of which faction controls the State; recognizing this is a prerequisite for any future project aimed at a more profound reorientation.

Keywords: Petrobras. Hybrid governance. Lula III.

Introdução

Em janeiro de 2023, o Governo Lula III assumiu a direção da Petrobras pela terceira vez em duas décadas: demitiu a diretoria alinhada ao programa de privatizações de Bolsonaro, abandonou em maio de 2023 a Política de Paridade de Importação (PPI) que desde 2016 submetia os combustíveis à volatilidade cambial internacional, substituiu oito dos onze membros do Conselho de Administração e aprovou em julho de 2023 nova política de remuneração aos acionistas que reduziu o piso de distribuição para 45% do Fluxo de Caixa Livre. Em discurso no Palácio do Planalto em março de 2023, o presidente Lula sintetizou o projeto político: “A Petrobras entregou de dividendos mais de R\$ 215 bilhões, quando deveria ter investido metade disso no crescimento da indústria naval e de óleo e gás. No nosso tempo, era uma empresa de desenvolvimento desse país, agora é uma empresa exportadora de óleo cru. Não foi para isso que descobrimos o pré-sal” (Lula da Silva 2023c).

Há, no entanto, dois fatos que parecem indicar uma resistência a tentativa de ruptura com antiga governança. Em 2022 — último ano do governo que se propunha romper —, a Petrobras distribuiu R\$ 194,2 bilhões em dividendos e juros sobre capital próprio, o equivalente a 94,4% do seu Fluxo de Caixa Livre. Em 2023 e 2024, sob a direção do Lula III, a empresa distribuiu R\$ 101,6 bilhões e R\$ 102,2 bilhões, respectivamente — mesmo com a queda do lucro em cerca de 70% entre os dois anos, mas o piso absoluto de distribuição se manteve (Petrobras 2025). Simultaneamente, a BlackRock passou a deter 3,09% das ações ordinárias da Petrobras com direito a voto — quando em 2022 detinha zero —, adquirindo poder de voto exatamente durante o governo que se apresenta como desenvolvimentista (Petrobras 2022-2025).

Defendemos que estes três fatos — declarações presidenciais inequívocas em direção à retomada da Petrobras como instrumento de política econômica e social; piso de distribuição de dividendos sustentado mesmo com a redução do lucro da estatal; ampliação simultânea

da presença política do capital financeiro internacional na estrutura acionária — não são contraditórios. São, juntos, a manifestação empírica de um conflito que atravessa a governança da Petrobras no Lula III: de um lado, os agentes estatais — o aparelho de Estado, o corpo técnico da empresa, a direção política do Partido dos Trabalhadores — buscando reorientar a empresa em sentido desenvolvimentista; de outro, o capital financeiro internacional — representado pelos grandes fundos de investimento, agências de risco e bancos globais —, cuja força política cristalizou-se em constrangimentos institucionais embutidos na própria empresa. O resultado é uma governança híbrida estruturalmente instável: nenhuma das consegue impor definitivamente o seu projeto de governança, e o conflito se reproduz a cada decisão do Conselho de Administração, a cada Plano de Negócios, a cada divulgação de resultados.

Em termos bibliográficos, o artigo busca articular duas tradições que têm caminhado em paralelo: a análise de classes de inspiração poulantziana — em particular de Boito Jr. (2007; 2013) e do artigo recente de Americano e Souza (2023) — e a economia política da firma desenvolvida no Instituto de Economia da Unicamp, em especial a tese de Machado (2022) sobre a lógica maximização do valor para o acionista (MVA) no setor de petróleo e Sarti e Hiratuka (2021) sobre grandes corporações. Empiricamente, nos apoiamos nas seguintes fontes primárias: Formulários de Referência e Demonstrações Financeiras Padronizadas depositados na CVM entre 2022 e 2025; relatórios anuais depositados na SEC (Form 20-F); e Relatórios de Desempenho Financeiro da Petrobras (4T22, 4T23, 4T24).

Frações de classe e economia política da firma

O artigo parte da concepção de Estado formulada por Poulantzas (2019): o Estado capitalista é uma estrutura jurídico-política com a função de manutenção da ordem social em uma sociedade dividida em classes — longe de ser sujeito com vontade própria ou mero

instrumento das frações dominantes, o Estado possui autonomia relativa que lhe permite organizar a hegemonia da burguesia como um todo, frequentemente em detrimento dos interesses econômicos imediatos de uma ou outra de suas frações. Nesse contexto, Poulantzas desenvolve o conceito de bloco no poder: unidade contraditória de frações dominantes articuladas sob a hegemonia de uma delas. Ao rejeitar visões instrumentalistas, o autor afirma que essas frações não atuam externamente sobre o Estado — elas estão imbricadas na própria estrutura estatal, e os aparelhos de Estado expressam, em alguma medida, a correlação de forças entre elas.

Importa destacar que hegemonia política não se confunde com a ocupação de cargos no aparelho de Estado. Uma fração pode exercer direção estratégica sem representação direta na cúpula governamental — e a presença de quadros ligados a uma fração em posições-chave fornece indícios, mas não determina a hegemonia. A identificação da fração hegemônica exige, sobretudo, a análise dos interesses efetivamente priorizados pela ação estatal: tanto nas decisões tomadas quanto naquelas sistematicamente bloqueadas antes de entrar na arena política (Martuscelli 2018). É nessa chave que a análise do Conselho de Administração, dos dividendos e do Plano de Negócios da Petrobras revela as linhas de força do conflito.

Aplicada ao Brasil contemporâneo, essa tradição interpretou os governos petistas como expressão de uma frente neodesenvolvimentista: convergência entre a fração da burguesia interna — mineração, agronegócio, bancos nacionais, construção pesada, cadeia para-petrolífera articulada ao pré-sal — e setores populares organizados (Boito Jr. e Berringer 2013). Americano e Souza (2023), inspirados nesse projeto de pesquisa, aplicaram-no à Petrobras: a empresa foi locus privilegiado da disputa entre burguesia interna — que a utilizava como alavanca de desenvolvimento — e burguesia internacionalizada — que a queria submetida à lógica do mercado financeiro global. O golpe de 2016 é apresentado, nessa leitura, como vitória da burguesia internacionalizada. Esse esquema, contudo, enfrenta um limite estrutural ao ser

plicado ao governo Lula III: a burguesia interna do setor petrolífero — as grandes empreiteiras e a cadeia para-petrolífera — foi desmantelada pela Lava-Jato, operação que Boito (2020) caracteriza como instrumento de asfixia da Petrobras e abertura do pré-sal às petroleiras internacionais.

No governo Lula III, portanto, não é a burguesia interna petrolífera dos ciclos anteriores que encabeça a tentativa de retomada da empresa. Trata-se, antes, de um projeto político de recuperação da Petrobras como instrumento de política econômica e social — como vetor de desenvolvimento industrial —, sustentado em redes que atravessam a burocracia técnica da empresa (CENPES, corpo de geólogos e engenheiros), institutos de pesquisa (INEEP, COPPE/UFRJ), sindicatos (FUP) e quadros do MME e BNDES. Esse projeto possui autonomia relativa em relação ao capital privado nacional: é apoiado por uma fração de classe enfraquecida da conjuntura anterior, mas que não lidera mais o processo.

Para compreender a fração adversária, recorremos à economia política da firma desenvolvida no Instituto de Economia da Unicamp — em particular à tese doutoral de Machado (2022) sob orientação de Fernando Sarti, que demonstra empiricamente, para a década de 2010, que as empresas do setor mundial de óleo e gás mantiveram e ampliaram a distribuição de dividendos mesmo em contextos de deterioração do fluxo de caixa operacional, independentemente da natureza jurídica das empresas. Segundo Machado (2022), a lógica MVA opera por três canais articulados que constituem um piso de retorno abaixo do qual a empresa não pode cair sem elevar seu custo de capital: o mercado de bonds (covenants vinculam alavancagem máxima e cobertura mínima de dividendos); o rating (agências de risco penalizam desvios com rebaixamento e elevação do custo de endividamento); e a capitalização de mercado (queda das ações reduz a capacidade de emissão de dívidas e a remuneração variável dos executivos, cujo PPP tem 40% diferido em equivalente de PETR3).

A funcionalidade técnica desses canais ganha densidade política ao ser articulada à caracterização de Guilmo (2023; 2025) sobre o capital financeiro internacional como fração de classe específica no espaço nacional, que disputa o bloco no poder em formações sociais dependentes. Para Guilmo, esses mecanismos operam sob a égide da ideologia de mercado, que transmuta interesses rentistas em discurso técnico pretensamente neutro — qualquer desvio da lógica MVA é rotulado como ‘risco de governança’ ou ‘interferência política’. Uma distinção interna é relevante: investidores de curto prazo pressionam por payout máximo imediato; investidores de longo prazo — como a BlackRock — valorizam a disciplina financeira como garantia de rentabilidade sustentada. Essa heterogeneidade interna, porém, é secundária: ambos os tipos exercem pressão pelos mesmos canais institucionais, e é a convergência de seus interesses estruturais — não a identidade de suas estratégias — que constitui a fração como tal.

As duas tradições convergem em um argumento que nenhuma delas formula sozinha. O capital financeiro internacional opera sobre a Petrobras não apenas como pressão política externa, mas como constrangimento estrutural embutido nos arranjos institucionais da empresa: a Lei 13.303/2016, os covenants de dívida, o rating das agências, o perfil acionário e a estrutura de incentivos da Diretoria. A fração política (Estado/PT) determina a direção qualitativa — para onde vai o investimento, qual a política de preços. A fração do capital financeiro internacional determina os constrangimentos estruturais — abaixo de quais patamares a empresa perde acesso a mercados ou sofre desinvestimento.

Donde a tese central do artigo: o conflito político que organiza a governança da Petrobras no Lula III opõe, de um lado, os agentes estatais e a direção política do PT — buscando reorientar a empresa em sentido desenvolvimentista via controle do CA, mudanças na política de preços, redução do *payout* e ampliação do CAPEX — e, de outro, o capital financeiro internacional como fração — cuja força política cristalizou-se em constrangimentos institucionais embutidos na

própria empresa: política de dividendos com piso elevado, expectativas de *payout* consolidadas nos modelos de analistas, listagem em bolsas estrangeiras com *covenants* e Lei 13.303/2016 a blindar a “boa governança”. A “governança híbrida estruturalmente instável” — categoria que utilizaremos doravante — é a forma institucional que cristaliza esse conflito irresolúvel.

A Petrobras antes do Lula III: a armadura institucional 2016-2022

O Lula III não herdou apenas uma empresa; herdou uma armadura institucional que reflete os interesses do capital financeiro internacional. Construída entre 2016 e 2022, essa armadura tem como característica decisiva a resistência à alternância política: não se trata de programa governamental revogável por decreto, mas de combinação articulada de lei, estrutura de mercado e expectativa consolidada de investidores — dispositivos que operam independentemente de qual fração controle o Estado.

O primeiro pilar é a Lei 13.303/2016 — o “Estatuto das Estatais” —, sancionada em junho de 2016, oito semanas após o afastamento de Dilma Rousseff. A lei formalizou requisitos de governança corporativa que limitam a interferência política direta sobre as empresas estatais: critérios técnicos mínimos de elegibilidade para conselheiros e diretores; criação obrigatória do Comitê de Pessoas (responsável pela avaliação de candidatos ao CA) e do Comitê de Auditoria; vedação à filiação político-partidária e ao exercício simultâneo de cargos políticos. Em conjunto, estes dispositivos criaram fricção institucional a qualquer tentativa de orientar a empresa por critérios políticos em vez de financeiros — fricção que o Lula III enfrentou com custos políticos concretos, como veremos na seção seguinte.

O segundo pilar é o PPI — política de paridade de importação —, adotado em outubro de 2016. Ao alinhar os preços domésticos de combustíveis às cotações internacionais, o PPI inscreveu a volatilidade

financeira global diretamente na estrutura de custos da economia brasileira e transformou qualquer desvio em “subsídio implícito” na leitura dos investidores — categoria que os modelos de analistas utilizam para reduzir o preço-alvo da ação. Segundo Americano e Souza (2023), esta política representou a vitória da burguesia internacionalizada sobre a interna, ao beneficiar as margens de refino ao custo de transferir a volatilidade do câmbio para o consumidor final.

O terceiro pilar é o ciclo de desinvestimentos acelerado após 2016. Entre 2015 e 2022, a Petrobras alienou refinarias estratégicas (RLAM na Bahia, SIX no Paraná, REMAN no Amazonas), participações em distribuidoras (Vibra), ativos de fertilizantes e petroquímica — totalizando aproximadamente US\$ 25 bilhões em valor de contrato no período Bolsonaro (Pinto 2022). O resultado foi uma empresa encolhida para um modelo concentrado no E&P do pré-sal, alinhado à lógica MVA de foco no ativo de maior rentabilidade relativa.

O quarto pilar é o padrão de distribuição de dividendos consolidado no período. Em 2022, a empresa distribuiu R\$ 194,2 bilhões — 94,4% do seu Fluxo de Caixa Livre —, tornando-se a segunda maior pagadora de dividendos do mundo. Este padrão criou expectativas que funcionam como piso: investidores institucionais globais precificam a ação com base em fluxo de dividendos esperado, e qualquer revisão para baixo é lida como deterioração do ativo. A armadura incorpora o interesse do capital financeiro internacional no interior do próprio aparelho de gestão: a remuneração diferida dos executivos (40% do PPP em equivalente de PETR3) cria vetor estrutural que opera, na Diretoria, em favor da manutenção do padrão.

É neste terreno que o Lula III opera. A armadura não é apenas ideológica; é legal, financeira, operacional e articulada — cada pilar reforça os outros, e qualquer mudança parcial é exposta à pressão do mercado para reversão.

A disputa na governança da Petrobras no Lula III

Esta seção é o núcleo empírico do artigo. Adota o método de análise a posteriori da política econômica — que lê as decisões do Estado como rastro material das disputas entre frações do capital no aparelho estatal —, combinado com a análise de discurso das declarações dos agentes. A exposição organiza-se em duas dimensões analíticas: a primeira, derivada da economia política da firma, identifica os vetores que constroem o processo decisório — a estrutura acionária, os canais MVA e os arranjos institucionais herdados de 2016-2022; a segunda, derivada da tradição do IFCH, lê os resultados — dividendos distribuídos, CAPEX realizado, composição do PN — como indicadores de quem conseguiu impor seus interesses em cada momento da disputa. Ambas as dimensões operam sobre uma leitura conjuntural: as frações não são dadas a priori, mas se formam e se reconfiguram na conjuntura. O ponto de partida é a estrutura acionária: quem são, concretamente, os agentes que disputam a empresa.

O primeiro registro analítico é a estrutura acionária: quem são, concretamente, os agentes do capital financeiro internacional que operam sobre a Petrobras — e como essa composição se alterou durante o Governo Lula III. A Figura 1 apresenta a composição acionária nos extremos do período analisado.

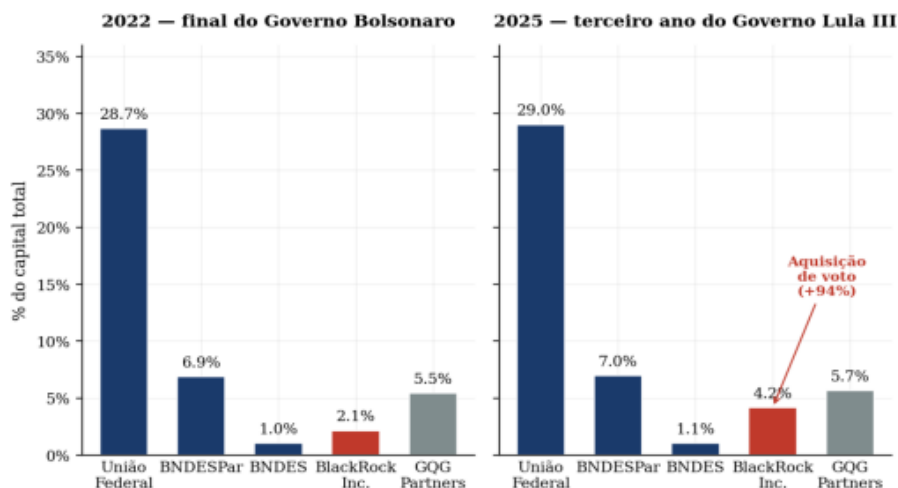


Figura 1: Estrutura acionária da Petrobras: acionistas nominados, em % do capital total, comparação entre 2022 e 2025. Em azul, bloco estatal (União, BNDES, BNDESPar); em vermelho, BlackRock; em cinza, GQG Partners. Fonte: Formulário de Referência CVM, anos 2022 (v.26) e 2025 (v.27).

Dois achados estruturam a leitura. O primeiro é a estabilidade do controle estatal: a União manteve 50,26% das ações ordinárias nos dois períodos, e o bloco estatal consolidado (União + BNDES + BNDESPar) oscilou entre 36,6% e 37,1% do capital total (Petrobras 2022-2025). A reorientação do Lula III não passou por ampliação da participação estatal, mas pelo uso mais ativo do controle já existente.

O segundo achado é decisivo para a tese deste artigo: em 2022, a BlackRock detinha exclusivamente ações preferenciais (sem direito a voto). Em 2025, passou a deter 3,09% das ações ordinárias (com direito a voto) e ampliou suas preferenciais, elevando a posição total de 2,15% para 4,17% — quase o dobro. O maior investidor institucional global adquiriu direito de voto justamente no período em que Lula voltou ao Palácio do Planalto. Adquirir ações ordinárias em uma empresa de controle estatal é adquirir voz nas assembleias gerais que aprovam dividendos, elegem conselheiros de minoria e deliberam sobre alterações estatutárias. Quando, em 2024, a BlackRock votou em

assembleias da Petrobras, estava exercendo um poder que não tinha em 2022 — e o exerceu em conformidade com sua política global de governança corporativa, que enfatiza distribuição estável de dividendos, transparência e mitigação de «risco de governança» — categoria que, nos documentos da gestora, inclui interferência política em estatais (BlackRock Investment Stewardship 2024).

O movimento da BlackRock não foi isolado. O GQG Partners — fundo estadunidense especializado em investimentos contrarian em mercados emergentes — consolidou-se como o segundo maior acionista privado da empresa, ampliando sua posição total de 5,45% para 5,65% entre 2022 e 2025. Considerados em conjunto, BlackRock e GQG Partners detinham 7,60% do capital total da Petrobras em 2022 e passaram a deter 9,82% em 2025 — crescimento de 2,22 pontos percentuais em apenas três anos. Os dois fundos têm perfis distintos: a BlackRock é gestora de longo prazo que privilegia dividendos estáveis e mitigação de risco de governança; o GQG Partners é investidor contrarian que apostou na reorientação como vetor de valorização. O que os une, porém, é mais relevante do que o que os distingue: ambos exercem a disciplina financeira pelos mesmos canais institucionais — votação em assembleias gerais, ameaça de desinvestimento, expectativas de payout consolidadas nos modelos dos analistas — e têm em comum a representação legal pelo mesmo custodiante, o Citibank DTVM (Petrobras 2022-2025). A reorientação política do Lula III não produziu desfinanceirização — produziu reconfiguração da presença financeira global no interior da empresa.

É sobre essa estrutura acionária que as intervenções do Estado em 2023 operam — dois movimentos que romperam com os parâmetros herdados de 2016-2022.

Em 7 de março de 2023, o Ministério de Minas e Energia enviou à Petrobras a lista de candidatos para os assentos do Conselho de Administração. O Comitê de Pessoas — órgão de compliance da Lei 13.303/2016 — rejeitou por unanimidade Sergio Machado Rezende (vedação a filiações político-partidárias) e votou contra Pietro Mendes

por maioria (exercício simultâneo de cargo no MME). O governo impôs as indicações via poder acionário na AGO de abril de 2023 — a lei criara fricção, não veto absoluto. Em abril de 2024, decisão cautelar da 21ª Vara Federal de São Paulo suspendeu Rezende: a armadura institucional resistiu juridicamente, com os custos políticos correspondentes.

Em maio de 2023, a Petrobras abandonou o PPI e adotou política de preços baseada em hubs de venda — pontos de referência internos ao sistema de comercialização, sem fórmula pública. O relatório anual da Petrobras depositado na SEC em 2023 registra a mudança como risco de governança: *the Brazilian federal government as controlling shareholder influences pricing decisions* — sinalização que se converte em fator de desvio nas estimativas dos analistas. Em julho de 2023, foi aprovada a nova Política de Remuneração aos Acionistas, reduzindo o piso de distribuição de 60% para 45% do FCL — alteração que produziria, em 2023, queda do payout de 94,4% para 65,4%.

A tensão acumulada por essas intervenções tornou-se visível em março de 2024.

Em março de 2024, ao divulgar lucro líquido de R\$ 124,6 bilhões referente ao exercício de 2023 — segundo maior da história da empresa —, a Petrobras se deparou com R\$ 43,9 bilhões elegíveis para distribuição como dividendo extraordinário, calculados conforme a nova Política de Remuneração aos Acionistas. A proposta da Diretoria, encabeçada por Jean Paul Prates, foi distribuir 50% desse valor e reter os outros 50% para reinvestimento. O Conselho de Administração, com maioria governamental, votou por reter 100% — destinando o valor a fundo de reserva estatutário.

Reportagens da Reuters identificaram a origem direta da decisão: “A decisão do Conselho de Administração da Petrobras de não pagar dividendos extraordinários partiu do próprio presidente Lula, e o governo queria que a empresa usasse para investimentos o dinheiro que seria destinado à remuneração extra aos acionistas” (Reuters 2024). Em entrevista ao SBT, o presidente sintetizou o argumento político: “Se eu for atender apenas a choradeira do mercado, você não faz

nada. Porque o mercado é um rinoceronte, dinossauro voraz. Ele quer tudo para ele, nada para o povo” (Lula da Silva 2024).

Como consequência imediata, em 8 de março de 2024, as ações PETR3 e PETR4 caíram aproximadamente 10% em um único dia (Agência Brasil 2024); nas semanas seguintes, a empresa perdeu cerca de US\$ 50 bilhões em valor de mercado (Bloomberg Línea 2024). Goldman Sachs, JP Morgan e Itaú BBA rebaixaram recomendações, articulando elevação do risco político percebido e reintrodução de risco soberano na avaliação. Em termos analíticos, o episódio é o momento em que os três canais de disciplina de Machado operam em conjunto: capitalização de mercado (queda de US\$ 50 bi), rating (manutenção do grau especulativo) e bonds (ampliação do spread sobre o Treasury americano).

Para além da reação dos mercados, a configuração interna do conflito merece atenção analítica. A divisão não opõe simplesmente ‘Estado’ e ‘capital financeiro externo’ — ela atravessa o próprio bloco governante: segundo o Bloomberg Línea (2024) e a Folha de S. Paulo, a divisão se deu entre Prates e Haddad (Ministério da Fazenda), favoráveis à distribuição, e Rui Costa (Casa Civil) e Alexandre Silveira (Minas e Energia), contrários. A Fazenda tem interesse fiscal direto em receber dividendos — a União é a maior beneficiária individual de qualquer distribuição. Esse conflito intra-governamental é, porém, de qualidade distinta do conflito principal que estrutura a governança: trata-se de uma contradição secundária, entre tendências do mesmo campo estatal, ambas igualmente expostas aos constrangimentos estruturais do capital financeiro internacional.

A formulação pública do Ministro Alexandre Silveira é particularmente reveladora. Em entrevista à Agência Brasil: “Nós nada mais fizemos do que exercer o nosso direito de discutir com os nossos conselheiros — indicados pelo governo, dentro da lei, respeitada a governança da Petrobras — a destinação correta dos dividendos extraordinários” (Silveira 2024a). Em entrevista posterior à GloboNews: “Nós não podemos admitir que a Petrobras tenha um único exclusivo objetivo de ter lucros exorbitantes para poder distribuir a seus

acionistas” (Silveira 2024b). As duas formulações articulam as duas faces do conflito: a primeira afirma o controle político do controlador; a segunda registra a operação contínua dos parâmetros do mercado que o próprio ministro precisa subscrever.

Desfecho. Em 19 de abril de 2024, sob pressão do mercado, o Conselho aprovou a distribuição de R\$ 21,95 bilhões em dividendos extraordinários — exatamente a proposta original da Diretoria, confirmada na Assembleia Geral Ordinária de 25 de abril. Em maio de 2024, Jean Paul Prates foi demitido. A reversão foi forçada pela disciplina dos investidores institucionais; o custo político recaiu sobre o CEO que tentara a posição de compromisso.

A demissão de Prates em maio de 2024 abriu vaga para Magda Chambriard — engenheira civil com trajetória na Petrobras (1980-2002) e diretora-geral da ANP (2002-2016). Em seu discurso de posse, articulou o programa: «É fundamental desenvolver as fronteiras exploratórias, como as da Margem Equatorial e do Sul do Brasil. Repor reservas de petróleo e gás natural é fundamental para garantir a segurança energética nacional durante a transição energética» (Chambriard 2024b). Sua primeira composição de Diretoria, em junho de 2024, cristalizou na cúpula o que Evans (1995) conceitua como *embedded autonomy* do campo técnico da empresa: a nomeação é a resposta ao choque de março de 2024 — estabilizar a governança por quadro técnico com legitimidade interna e externa, sem renunciar à orientação de retomada da Petrobras como instrumento de política industrial.

A Margem Equatorial — fronteira exploratória na costa norte do Brasil — é o ponto em que o conflito sobre o papel da Petrobras se internalizou no próprio projeto governamental. Chambriard representa o desenvolvimentismo extractivista-soberanista: petróleo como vetor de soberania nacional, receita de royalties como financiamento do Estado e E&P como pilar da indústria. Em entrevista ao portal Brasil Energia: «A gente não pode desistir da Margem Equatorial. O meu foco é a Foz do Amazonas, pelo tipo de geologia, pelo afastamento da costa, pelas águas profundas e pelo talude mais espesso» (Chambriard 2024a).

O argumento: não explorar a Margem é abrir mão de receitas que financiariam saúde e educação — e a transição energética não prescinde de petróleo enquanto o Brasil não tiver alternativas de escala.

De outro lado, correntes dentro do próprio PT e da coalizão governamental — organizações do campo da transição energética, parlamentares aliados e parte da linha técnica interna — sustentam que a Petrobras deveria priorizar energias renováveis, limitar novas fronteiras de exploração e posicionar-se como agente ativo da descarbonização. Esta segunda visão manifesta-se nas disputas sobre o licenciamento ambiental da Margem no IBAMA, nos embates sobre a composição setorial do PN 2026-2030 e nas declarações de aliados que questionam a prioridade ao pré-sal em detrimento de renováveis.

Esta disputa revela que a direção da empresa não é unitária: há um desenvolvimentismo extractivista-soberanista (Chambriard, Silveira, MME) e um desenvolvimentismo de transição (PT, organizações socioambientais, G&LCE) — dois projetos com vetores de pressão distintos sobre as decisões de investimento, licenciamento e composição do PN. O conflito, portanto, não se estrutura apenas entre o bloco estatal e o capital financeiro internacional: ele atravessa também o próprio campo governante. Essa segunda fratura é analiticamente relevante — ela explica por que a composição do PN 2026-2030 (72% em E&P e 9% em G&LCE) representa um equilíbrio negociado internamente. É, contudo, um conflito secundário: ambos os polos — extractivista-soberanista e de transição — operam dentro dos constrangimentos impostos pela disputa principal com o capital financeiro internacional, e é essa disputa de fundo que organiza a governança da empresa.

Ademais, é necessário registrar um mecanismo institucional que opera silenciosamente, mas com força considerável: a estrutura de remuneração variável da Diretoria (PPP). O PPP não foi alterado pelo Lula III: tem pré-requisitos de declaração e pagamento de dividendos, e 40% do seu valor é diferido em equivalente de PETR3 (Petrobras 2024). Em 2025, a remuneração baseada em ações da Diretoria atingiu R\$ 15,5 milhões — maior valor histórico. O PPP cria alinhamento financeiro direto

entre o corpo executivo e a *performance* bursátil: mesmo quadros nomeados pelo governo desenvolvimentista têm incentivo pessoal para que a empresa distribua dividendos e se valorize. É exemplo concreto da lógica MVA inscrita no interior do próprio aparelho de gestão da empresa.

O equilíbrio de forças entre os dois agentes cristaliza-se, por fim, no Plano de Negócios 2026-2030.

O Plano de Negócios e Gestão 2026-2030, divulgado pela Petrobras em novembro de 2025 com investimento total de US\$ 109 bilhões — aumento de 31% em relação ao plano anterior —, é o documento que cristaliza o equilíbrio de forças resultante dos três anos de disputa que esta seção analisou. A Figura 2 apresenta a alocação do CAPEX por segmento, comparando o realizado no período 2022-2024 com o planejado para 2026-2030.

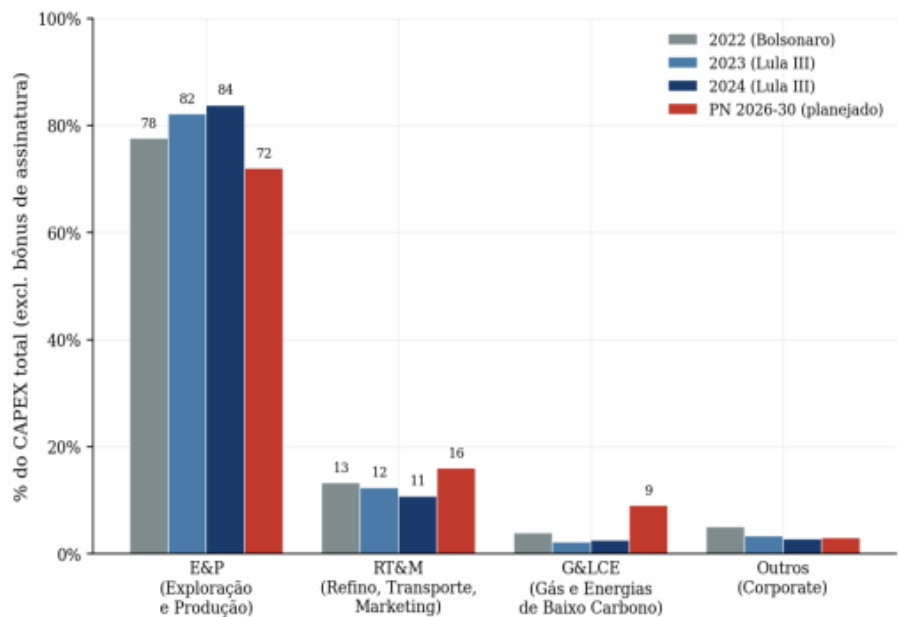


Figura 2: CAPEX por segmento de negócio — % do total (excl. bônus de assinatura). Comparação entre realizado (2022 a 2024) e planejado para o ciclo 2026-2030. Fontes: Relatórios de Desempenho Financeiro 4T22, 4T23, 4T24; Petrobras (PN 2026-2030, nov. 2025); INEEP (2026).

O PN 2026-2030 projeta uma recomposição da matriz de investimentos: E&P para 72%, RT&M (refino e logística) para 16% e G&LCE (gás e energias de baixo carbono) para 9% — sinalização clara de retomada do *downstream* e de maior participação da transição energética. Os dados realizados em 2024 revelam, no entanto, que o gap entre a orientação planejada (72% E&P) e a realidade executada (84%) é de 12 pontos percentuais. É neste gap que a governança híbrida se manifesta empiricamente: a orientação política da fração desenvolvimentista projeta uma reorientação que a execução cotidiana — sob pressão do piso de dividendos e do cronograma de entrega dos novos FPSOs de Búzios contratados em ciclos anteriores — não consegue traduzir em realidade.

O PN 2026-2030 introduz, ademais, um mecanismo que merece atenção analítica: a chamada “governança adicional”. Trata-se de cláusula de flexibilização que permite reduzir os investimentos comprometidos para cenários de Brent inferiores a US\$ 60 por barril. O INEEP (2026) avalia que, descontada a flexibilização, os investimentos com compromisso firme são de US\$ 81 bilhões — redução de quase 30% em relação ao total anunciado de US\$ 109 bilhões. Em termos analíticos, este mecanismo é a formalização do constrangimento estrutural: o governo desenvolvimentista incorporou, no próprio plano estratégico, uma válvula que prioriza a disciplina financeira sobre o compromisso de investimento de longo prazo. A reorientação desenvolvimentista tem um piso; a disciplina MVA tem um teto; e a “governança adicional” formaliza a hierarquia entre eles.

A política de dividendos confirma o quadro analisado neste artigo. Os dados dos Relatórios de Desempenho Financeiro (4T22, 4T23 e 4T24) e das Demonstrações de Valor Adicionado (DVA/CVM) permitem reconstruir a evolução da distribuição aos acionistas entre 2021 e 2024. No último ano do governo Bolsonaro, a Petrobras distribuiu R\$ 194,2 bilhões em dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações, o que representou 94,4% do Fluxo de Caixa Livre (FCL) de R\$ 205,8 bilhões, com lucro líquido de R\$ 189,0 bilhões. Já em 2023,

primeiro ano completo do Lula III, a distribuição caiu para R\$ 101,6 bilhões, equivalente a 65,4% do FCL de R\$ 155,3 bilhões, com lucro líquido de R\$ 125,2 bilhões. Em 2024, porém, a distribuição voltou a subir para R\$ 102,2 bilhões, alcançando 82,4% do FCL de R\$ 124,1 bilhões, ainda que o lucro líquido tenha despencado para R\$ 37,0 bilhões.

A queda do payout de 94,4% (2022) para 65,4% (2023) é a evidência mais direta de reorientação: a nova política de remuneração aos acionistas retém mais capital. A elevação para 82,4% em 2024 revela a assimetria estrutural: quando os lucros caem (de R\$ 125 bi para R\$ 37 bi), a distribuição absoluta não cai proporcionalmente — porque há um piso de expectativas que o mercado impõe. A governança híbrida tem mecanismo de regulação implícito: mais desenvolvimentista quando os lucros são altos (há margem para reter sem comprometer expectativas); mais MVA quando os lucros caem (o piso de distribuição absoluta impõe payout elevado em proporção do que sobra).

Considerações finais

Defendemos, ao longo deste artigo, que a governança da Petrobras no Governo Lula III é melhor compreendida como arena de conflito entre agentes políticos distintos do que como vitória de uma fração sobre outra. De um lado, os agentes estatais e a direção política do PT buscaram reorientar a empresa: o PPI foi abandonado; a política de dividendos foi alterada; o bloqueio do dividendo extraordinário em março de 2024 demonstrou capacidade de resistência à lógica MVA; e o PN 2026-2030 projeta recomposição da matriz de investimentos. Mas esse projeto não é unitário: a disputa entre um desenvolvimentismo extractivista-soberanista e um desenvolvimentismo de transição não foi resolvida — ela é deslocada para dentro do próprio bloco governante.

De outro lado, o capital financeiro internacional — corporificado em BlackRock, GQG Partners, Citibank, J.P. Morgan, Goldman Sachs e nas agências de risco — operou como fração de classe com mecanismo

de disciplina estrutural: o CAPEX em E&P permaneceu próximo de 84% sob pressão do piso de dividendos; a BlackRock adquiriu poder de voto durante a reorientação; o PPP executivo atingiu seu máximo histórico em 2025; e a pressão de mercado forçou o pagamento de metade do dividendo extraordinário retido em março de 2024. O CEO que tentara a posição de compromisso foi demitido dois meses depois.

O que o conjunto dos dados revela é que os dois agentes operam simultaneamente e produzem, em sua resultante, a governança híbrida estruturalmente instável. O projeto desenvolvimentista define a direção; o capital financeiro internacional define o alcance possível dessa mudança. A “governança adicional” inscrita no PN 2026-2030 é o ponto em que essa tensão se inscreve no próprio documento estratégico — e talvez por isso seja o ponto mais analiticamente revelador do equilíbrio instável que descrevemos.

Do ponto de vista teórico, o artigo defende que a análise de classes de inspiração poulantziana — Boito, aplicada por Americano e Souza à Petrobras — e a economia política da firma de Machado e Sarti são tradições complementares. A primeira fornece a teoria do conflito político de classes que faz da empresa locus de disputa; a segunda fornece os mecanismos concretos pelos quais o capital financeiro internacional disciplina a empresa sem representação política direta. Articuladas, permitem caracterizar o capital financeiro internacional como fração de classe específica com mecanismo de disciplina estrutural — categoria que diferencia este artigo da leitura de Americano e Souza.

O artigo deixa três questões em aberto. Primeira: a análise se restringe a 2023-2025; a evolução em 2026, com o PN em implementação e o ciclo eleitoral se aproximando, pode alterar o equilíbrio descrito. Segunda: a exploração da Margem Equatorial permanece aberta — se licenciada e desenvolvida, representa novo vetor de conflito entre as duas visões do desenvolvimentismo; se bloqueada, derrota da ala extractivista-soberanista dentro do próprio governo. Terceira: a posição acionária da BlackRock deve ser monitorada — sua entrada nas ordinárias durante o Lula III é dado relevante cuja trajetória futura ainda não está clara.

Em uma última nota: a “governança híbrida estruturalmente instável” não é o equilíbrio que o Lula III escolheu — é o equilíbrio que ele encontrou, tentou modificar e conseguiu modificar apenas parcialmente. Reconhecer este limite é condição para qualquer projeto futuro de reorientação mais profunda — projeto que precisaria operar não apenas no plano da política governamental, mas no plano da própria armadura institucional do capital financeiro global.

Referências

- AGÊNCIA BRASIL. **Entenda a disputa por dividendos da Petrobras que derrubou ações**. Brasília, 2024. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br>. Acesso em: 30 jun. 2026.
- AMERICANO, Dáphine Marcelle Terra; SOUZA, Ricardo Alves de. Petrobras e o projeto de desenvolvimento: o choque de gestão pós-golpe. [Artigo em avaliação], 2023.
- BOITO JR., Armando. Estado e burguesia no capitalismo neoliberal. **Revista de Sociologia e Política**, p. 57-73, 2007.
- BOITO JR., Armando; BERRINGER, Tatiana. Brasil: classes sociais, neodesenvolvimentismo e política externa nos governos Lula e Dilma. **Revista de Sociologia e Política**, v. 21, p. 31-38, 2013.
- CAVALCANTE, Sávio. Classe média e ameaça neofascista no Brasil de Bolsonaro. **Crítica Marxista**, n. 50, p. 121-130, 2020.
- CHAMBIRARD, Magda. Magda Chambriard: “Exploração não reagiu no ritmo devido”. Brasil Energia. 2024a. Disponível em: <<https://brasilenergia.com.br/brasilenergia/petroleo-e-gas/magda-chambriard-exploracao-nao-reagiu-no-ritmo-devido>>.

- CHAMBIRARD, Magda. Magda Chambriard toma posse como presidente da Petrobras. Disponível em: <<https://agencia.petrobras.com.br/pt/w/institucional/magda-chambriard-toma-posse-como-presidente-da-petrobras>>. 2024b
- DUARTE, Luciano. Petrobras e a internalização das crises: do amortecedor ao canal de transmissão da volatilidade global. ***Revista de Economia Política do Petróleo***, 2023.
- EVANS, Peter. ***Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation***. Princeton: Princeton University Press, 1995.
- INEP. ***Petrobras em Foco: Análises do Plano de Negócios 2026–2030***. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos Estratégicos de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis, 2026.
- MACHADO, João Victor. ***Maximização do valor para o acionista na indústria mundial do petróleo***. 2022. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2022.
- NOZAKI, William. Acionistas vão bem, já os consumidores... ***Jornal O Globo***, fevereiro 2022.
- PETROBRAS. ***Annual Report and Form 20-F 2023***. Securities and Exchange Commission (SEC), 2024.
- PETROBRAS. ***Desempenho Financeiro 4T24***. Relatório de Resultados, 2025a.
- PETROBRAS. ***Plano de Negócios e Gestão 2026–2030***. Rio de Janeiro: Apresentação ao mercado, 2025b.
- PINTO, Eduardo Costa. ***Economia política do endividamento da Petrobras: evolução e determinantes (2006-2017)***. INEP - Texto de Discussão, n. 23, 2021.

- PINTO, Eduardo Costa. A gestão de portfólio da Petrobras: 'Querida, encolhi a empresa'. **Revista Fórum**, julho 2022.
- POULANTZAS, Nicos. **As classes sociais no capitalismo de hoje**. Rio de Janeiro: Zahar, 1975.
- POULANTZAS, Nicos. **Poder político e classes sociais**. Campinas: Editora da Unicamp, 2019.
- ROCHA, Marcelo; PEREIRA, André. Política de preços da Petrobras e transmissão de choques internacionais à inflação brasileira (2004-2022): uma análise VAR. **Revista de Economia Política**, 2022.
- SARTI, Fernando; HIRATUKA, Célio. Maximização do valor do acionista (MVA) e os impactos nas estratégias das grandes corporações não-financeiras: o caso da Vale. [Artigo], 2021.
- SINDIPETRO-RJ/FNP. **Observações sobre a política do PRD da Petrobras (Holding)**. [Documento sindical], novembro 2024.
- SOUZA, Cinthia de. Financeirização subordinada: o caso da Petrobras. [Artigo ENEP], 2022.