https://doi.org/10.20396/cemarx.v20in.esp.22021

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

Felipe Amorim de Oliveira[1]
Rafael Rodrigues Costa[2]

Resumo: Este artigo analisa a governança da Petrobras no Governo Lula III (2023-2025), caracterizando-a como uma "*governança híbrida friccional*". Argumentamos que a tentativa de reorientação da empresa como vetor de desenvolvimento industrial e soberania energética, evidenciada pelo abandono da Paridade de Importação (PPI), redução do payout e recomposição de investimentos, defronta-se com constrangimentos estruturais impostos pelo capital financeiro internacional e por arranjos institucionais herdados, como a Lei 13.303/2016 e canais de maximização do valor para o acionista. Metodologicamente, articulamos a análise de classes de inspiração poulantziana com a economia política da firma. Os resultados demonstram que, embora o projeto estatal defina a direção da reorientação, a disciplina financeira internacional estabelece o teto para o seu alcance, reproduzindo um conflito permanente na cúpula da companhia.
Palavras-chave: Petrobras. Governo Lula 3. Governança corporativa. MVA. Poulantzas.

Abstract: This article analyzes Petrobras's governance under Lula's third government (2023-2025), characterizing it as a "*frictional hybrid governance*." We argue that the attempt to reorient the company as a vector of industrial development and energy sovereignty evidenced by the abandonment of Import Parity Pricing (PPI), payout reduction, and investment recomposition - confronts structural constraints

[1] Doutorando 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

imposed by international financial capital and inherited institutional arrangements, such as Law 13,303/2016 and shareholder value maximization channels. Methodologically, we articulate Poulantzas-inspired class analysis with the political economy of the firm. The results show that while the state project defines the direction of reorientation, international financial discipline sets the ceiling for its scope, reproducing a permanent conflict within the company's leadership.
Keywords: Petrobras. Lula's third-term. Corporate governance. MVA. Poulantzas

Introdução

Em janeiro de 2023, o Governo Lula III assumiu a direção da Petrobras com um projeto explícito de reorientação: demitiu a diretoria alinhada ao programa de privatizações do governo anterior, 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 uma nova política de remuneração aos acionistas, reduzindo 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).

Essa tentativa de reorientação, contudo, parece ter encontrado limites que se manifestaram em três indicadores empíricos. O piso de distribuição de dividendos sustentou-se mesmo com queda acentuada do lucro: em 2023 e 2024, sob a direção do Lula III, a empresa distribuiu R$ 101,6 bilhões e R$ 102,2 bilhões, respectivamente, tornando a Petrobras a segunda maior pagadora de dividendos do mundo

naquele ciclo (Janus Henderson 2022), ao passo que o lucro líquido atribuível aos acionistas da Petrobras recuou de R$ 124,6 bilhões para R$ 36,6 bilhões entre os dois anos (Petrobras 2025). Simultaneamente, a BlackRock, que em 2022 detinha exclusivamente ações preferenciais sem direito a voto, passou a deter 3,09% das ações ordinárias da Petrobras, adquirindo poder de voto justamente durante o governo que busca retomar a empresa como instrumento de política econômica e social (Petrobras 2022-2025). Por fim, em março de 2024, a retenção de dividendos extraordinários determinada pelo Conselho de Administração, expressão máxima do projeto de reorientação, desencadeou queda de aproximadamente US$13 bilhões em valor de mercado e forçou reversão parcial em semanas.

Defendemos que estes três fatos - piso de distribuição sustentado mesmo com queda acentuada do lucro; ampliação da presença política do capital financeiro internacional na estrutura acionária; reversão forçada do bloqueio de dividendos extraordinários - não são contraditórios. São, juntos, a manifestação empírica de um conflito que atravessa a governança da Petrobras no Lula III: de um lado, as frações internas do campo estatal buscando retomar a empresa como instrumento de política econômica e social; de outro, o capital financeiro internacional, cuja força política cristalizou-se em constrangimentos institucionais embutidos na própria empresa. O resultado é o que descrevemos como *governança híbrida friccional*: uma governança tensionada entre duas estratégias para a Petrobras. O projeto desenvolvimentista das camadas e frações internas ligadas ao Estado projeta uma reorientação da empresa como vetor de desenvolvimento industrial e soberania energética, mas encontra um piso imposto pela disciplina financeira do mercado. A lógica da maximização do valor para o acionista (MVA), por sua vez, impõe um teto à reorientação desenvolvimentista, limitando o alcance das alterações possíveis. Esse tensionamento não se resolve em vitória definitiva de uma fração sobre outra, mas se reproduz em cada decisão do Conselho de Administração, em cada Plano de Negócios e em cada divulgação de resultados, produzindo uma governança em

que o projeto estatal define a direção, mas o capital financeiro define o alcance possível dessa mudança.

Para analisar essa dinâmica, o artigo articula duas tradições que têm caminhado em paralelo: a análise de classes de inspiração poulantziana, em particular Boito Jr. (2007; 2013) e o 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 de maximização do valor para o acionista (MVA) no setor de petróleo e Sarti e Hiratuka (2021) sobre grandes corporações. Empiricamente, apoiamo-nos em 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, 4T25). O artigo organiza-se em quatro seções: a inflexão teórica; o constrangimento institucional herdado de 2016-2022; a análise da disputa na governança durante o Lula III; e as considerações finais.

Inflexão Teórica

O artigo parte da concepção de Estado de Poulantzas (1968; 1969): o Estado capitalista é uma estrutura jurídico-política dotada da função de manutenção da ordem social em uma sociedade dividida em classes, e possui autonomia relativa que lhe permite organizar a hegemonia da burguesia como um todo, frequentemente em detrimento dos interesses de uma de suas frações. O bloco no poder designa a unidade contraditória de frações dominantes articuladas sob a hegemonia de uma delas. Importa ressaltar, como aponta Martuscelli (2018), que hegemonia não se confunde com a ocupação de cargos: a identificação da fração hegemônica exige a análise dos interesses efetivamente priorizados, tanto nas decisões tomadas quanto nas sistematicamente bloqueadas. Mobilizamos essa tradição para pensar a Petrobras não como o próprio Estado, mas como um aparato estatal: a maior empresa do país, cujo controle acionário é exercido pela União, e cuja governança

condensa, de modo mensurável, os conflitos de classe que se manifestam no plano da hegemonia estatal. O presente artigo não pretende reconstruir o bloco no poder em sua totalidade, mas tomar a Petrobras como *locus* específico de disputa, onde os conflitos do bloco se expressam em disputa pela governança da companhia, que se constitui em um objeto específico de análise.

Aplicada ao Brasil contemporâneo, essa tradição interpretou os governos petistas como expressão de uma frente neodesenvolvimentista entre burguesia interna 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. Esse esquema, contudo, enfrenta um limite estrutural ao ser aplicado ao Lula III: a burguesia interna do setor petrolífero, constituída por empreiteiras e fornecedores de conteúdo local, foi desmantelada pela Lava-Jato, operação que Boito (2020) caracteriza como instrumento de asfixia da Petrobras[3].

No Lula III, portanto, não é a burguesia interna petrolífera que encabeça a tentativa de retomada. Trata-se de um projeto político sustentado por três instâncias articuladas ao campo estatal, que a teoria poulantziana permite distinguir com precisão. As duas primeiras são camadas sociais, no sentido definido por Poulantzas (2019): conjuntos sociais cujo traço distintivo não repousa em uma base econômica comum, mas na sua relação específica com os aparelhos de Estado. A primeira é a camada burocrático-técnica, corpo técnico permanente da empresa (engenheiros, geólogos, gestores de carreira), que pensa a sustentabilidade patrimonial e operacional e não é necessariamente portadora de um projeto desenvolvimentista, mas que resiste à lógica MVA na medida em que esta ameaça o futuro produtivo da empresa.

[3] A reconstituição parcial da burguesia interna petrolífera no período 2023-2025 - especialmente no segmento de serviços e fornecedores - é uma questão relevante que excede o escopo deste artigo.

A segunda é a camada indicada, composta por quadros nomeados pelo governo com projeto explícito de retomada da empresa como instrumento de política econômica e social. A terceira, por sua vez, é propriamente uma fração de classe: a fração empresarial emergente, ligada não às plataformas de petróleo, cuja base foi desmantelada, mas ao campo dos biocombustíveis e da transição energética, que se define pela sua posição nas relações de produção e disputa a orientação dos investimentos [4].

Para compreender a fração hegemônica adversária, recorremos à tese de Machado (2022): empresas do setor de óleo e gás mantiveram dividendos mesmo com deterioração do fluxo de caixa. A lógica MVA opera por três canais (*bonds*/*covenants*, *rating* e capitalização de mercado) que constituem um piso de retorno abaixo do qual a empresa perde acesso a mercados ou eleva seu custo de capital. É preciso, contudo, evitar a dissolução analítica das distintas frações do capital financeiro internacional. BlackRock (gestora de ativos, capital fictício), GQG Partners (fundo especulativo *contrarian*) e os bancos de investimento (credores e analistas) possuem lógicas de valorização distintas. O que teoricamente justifica tratá-los como um bloco unificado na governança da Petrobras não é a homogeneidade de seus capitais, mas a convergência funcional de suas estratégias: todos operam e impõem a disciplina da MVA através dos mesmos canais institucionais (*bonds*, *rating* e capitalização de mercado). A heterogeneidade é real, mas a disciplina estrutural que emana dela é unificada. Esses mecanismos transmutam interesses rentistas em discurso técnico, fazendo com que qualquer desvio seja visto como 'risco de governança'. As duas tradições convergem: o capital financeiro opera sobre a Petrobras não apenas como pressão externa, mas como constrangimento estrutural embutido nos arranjos institucionais, a exemplo da Lei 13.303/2016,

[4] Os trabalhadores organizados - FUP e sindicatos da categoria - operam como fração de apoio ao projeto estatal de retomada, sem disputar diretamente a direção da empresa. Sua exclusão analítica é um recorte de escopo, não uma avaliação de relevância política.

dos *covenants*, das avaliações de *rating* e da estrutura de incentivos da Diretoria.

Donde a tese central: o conflito que organiza a governança da Petrobras no Lula III opõe as camadas e frações internas do campo estatal, que buscam retomar a empresa como instrumento de política econômica e social, ao capital financeiro internacional, cuja força política se materializou em constrangimentos institucionais embutidos na própria empresa. Utilizamos a expressão *governança híbrida friccional* como descrição sintética dessa conjuntura específica: não propomos uma categoria analítica autônoma, mas nomeamos um mecanismo em que o projeto desenvolvimentista das camadas e frações estatais define a direção da reorientação, enquanto a disciplina do capital financeiro internacional impõe o teto do alcance possível dessa mudança. Os elementos desse mecanismo são desenvolvidos nas seções seguintes[5]

A Petrobras antes do Lula III: constrangimentos herdados

Entre 2016 e 2022, a Petrobras foi reestruturada por um conjunto articulado de dispositivos institucionais que refletem os interesses do capital financeiro internacional (Evans 1995; Rocha e Pereira 2022). Não se trata de programa governamental revogável por decreto, mas de combinação de lei, estrutura de mercado e expectativa consolidada de investidores que impõem custos políticos à alternância, independentemente de qual fração controle o Estado.

[5] Embora o capital financeiro internacional que incide sobre a Petrobras seja internamente heterogêneo, a distinção entre suas frações é analiticamente secundária neste artigo. Gestoras de ativos de longo prazo, como a BlackRock (capital fictício), fundos contrarian, como o GQG Partners (capital especulativo), e bancos credores e analistas, como Goldman Sachs e JP Morgan, possuem lógicas de valorização distintas. Contudo, essa heterogeneidade não se traduz em disputa estratégica na governança da empresa: todos operam e impõem a disciplina da maximização do valor para o acionista pelos mesmos canais institucionais (bonds, rating e capitalização de mercado). Assim como o conflito interno ao campo estatal é secundário em relação à contradição principal com o capital financeiro, o conflito interno ao próprio capital financeiro também o é. O que os unifica é a convergência funcional em torno da disciplina MVA.

No plano jurídico-institucional, a Lei 13.303/2016, o Estatuto das Estatais, sancionada oito semanas após o afastamento de Dilma Rousseff, formalizou requisitos de governança corporativa que dificultam assegurar o programa estratégico do governo: critérios técnicos mínimos de elegibilidade para conselheiros e diretores, criação obrigatória do Comitê de Pessoas e do Comitê de Auditoria, vedação à filiação político-partidária e ao exercício simultâneo de cargos políticos. Esses dispositivos criaram fricção institucional à atuação da fração indicada, fricção que o Lula III enfrentou com custos políticos concretos, como demonstraremos, embora não tenham impedido a substituição de oito dos onze conselheiros. Complementando esse dispositivo, a estrutura de remuneração variável da Diretoria, o PPP, inscreveu a lógica MVA no interior do próprio aparelho de gestão: 40% do valor é diferido em equivalente de PETR3, criando alinhamento financeiro entre executivos e *performance* bursátil mesmo quando esses executivos são nomeados por um governo com projeto de retomada (BlackRock 2024).

No plano financeiro-operacional, três dispositivos se reforçam mutuamente. O PPI, adotado em outubro de 2016, inscreveu a volatilidade financeira global na estrutura de preços domésticos e transformou qualquer desvio em subsídio implícito nos modelos dos analistas. O Lula III abandonou o PPI em maio de 2023, mas ao custo de a alteração ser registrada pela Petrobras na SEC como risco de governança. O ciclo de desinvestimentos acelerado após 2016, aproximadamente US$25 bilhões em valor de contrato no período Bolsonaro, encolheu a empresa para um modelo concentrado no E&P do pré-sal, alinhado à lógica MVA de foco no ativo de maior rentabilidade relativa (Pinto, 2022). Por fim, o padrão de distribuição de dividendos de 2022, R$ 194,2 bilhões equivalentes a 94,4% do FCL, tornando a Petrobras a segunda maior pagadora de dividendos do mundo, criou expectativas que funcionam como piso de expectativas: investidores institucionais globais precificam a ação com base em fluxo de dividendos esperado, e qualquer revisão para baixo é lida como deterioração do ativo. É neste terreno que o Lula III opera: os constrangimentos não são imutáveis,

mas cada alteração parcial é exposta à pressão do mercado para reversão, e é essa pressão que organiza a *governança friccional*.

A disputa na governança da Petrobras no Lula III

Esta seção é o núcleo empírico do artigo. A exposição opera em duas dimensões articuladas. A economia política da firma (Machado, 2022; Sarti e Hiratuka, 2021), identifica os vetores composicionais que constrangem o processo decisório: a estrutura acionária, os canais MVA e os arranjos institucionais herdados. A tradição do IFCH nos permite ler os resultados, dividendos distribuídos, CAPEX realizado e composição do Plano de Negócios, como manifestação de quem conseguiu impor seus interesses em cada 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 primeiro plano de análise é a composição majoritária do capital social: quem são, concretamente, os acionistas nominados 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.

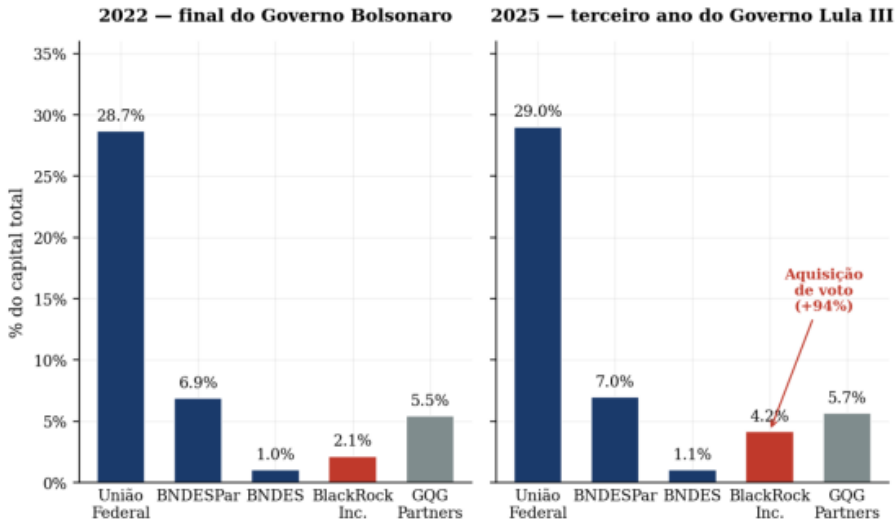


Figura 1: Estrutura acionária da Petrobras: acionistas nominados, em % do capital total, comparação entre 2022 e 2025. Em azul, bloco estatal (União, BNDES, BNDESPar); em vermelho, BlackRock; em cinza, GQG Partners. A indicação de "Aquisição de voto (+94%)" constitui interpretação analítica dos autores com base no ganho de participação em ações ordinárias no período. Fonte: elaboração própria com base nos Formulários de Referência CVM, anos 2022 (v.26) e 2025 (v.27).

Duas constatações estruturam a leitura. A primeira 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.

A segunda constatação é decisiva 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. 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. O movimento da BlackRock não foi isolado: o GQG Partners, fundo estadunidense especializado em investimentos em mercados emergentes, consolidou-se como o segundo maior acionista privado, ampliando sua posição de 5,45% para 5,65%. Considerados em conjunto, BlackRock e GQG Partners passaram de 7,60% para 9,82% do capital total, um crescimento de 2,22 pontos percentuais em três anos. Ambos exercem a disciplina financeira pelos mesmos canais institucionais (votação em assembleias gerais, ameaça de desinvestimento e 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 a reconfiguração da presença financeira global no interior da empresa.

Nesse contexto, as intervenções do Estado em 2023 incidiram sobre a estrutura acionária reconfigurada. 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 por vedação a filiações político-partidárias e votou contra Pietro Mendes por maioria, em razão do exercício simultâneo de cargo no MME. O governo impôs as indicações via poder acionário na AGO de abril de 2023: a Lei 13.303 criara um constrangimento institucional ao projeto governamental, não um veto absoluto. Em abril de 2024, decisão cautelar da 21ª Vara Federal de São Paulo suspendeu Pietro Adamo Sampaio Mendes do exercício do cargo de conselheiro, evidenciando a resistência jurídica da armadura institucional. Em maio de 2023, o PPI foi abandonado e adotada política de preços baseada em *hubs* de venda, registrada pela Petrobras na SEC como risco de governança (Petrobras 2024; Lula da Silva 2023b), sinalização que se converteu 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 Fluxo de Caixa Livre, alteração que produziu em 2023 queda do *payout*

- razão entre dividendos distribuídos e lucro ou fluxo de caixa disponível para distribuição - de 94,4% para 65,4%.

A tensão entre o projeto de retomada e a disciplina do capital financeiro internacional manifestou-se de forma mais aguda em março de 2024. Com lucro líquido de R$124,6 bilhões referente ao exercício de 2023, a Petrobras acumulou R$43,9 bilhões elegíveis para distribuição como dividendo extraordinário. A fração indicada, encabeçada por Jean Paul Prates, propôs distribuir 50% 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.

A resposta do capital financeiro operou pelos três canais MVA identificados por Machado (2022): queda de 10% nas ações em 8 de março de 2024 (Agência Brasil 2024), perda de cerca de US$ 13 bilhões em valor de mercado (aproximadamente R$ 55 bilhões) nas semanas seguintes e rebaixamento de recomendações por analistas de mercado. A divisão dentro do campo governante, com Haddad e a Fazenda favoráveis à distribuição e Rui Costa e Silveira contrários (Bloomberg Línea, 2024), é analiticamente relevante como expressão de contradições secundárias dentro do bloco estatal, ambas igualmente expostas aos constrangimentos estruturais do capital financeiro internacional. A formulação pública do Ministro Silveira captura as duas faces do conflito: "Nós não podemos admitir que a Petrobras tenha um único exclusivo objetivo de ter lucros exorbitantes para poder distribuir a seus acionistas" (Silveira 2024b), afirmação que pressupõe, para ser dita, a consciência dos limites que a própria frase confronta.

Em 19 de abril de 2024, sob essa pressão, o Conselho aprovou a distribuição de R$ 21,95 bilhões em dividendos extraordinários (Reuters 2024; Silveira 2024a; Lula da Silva 2024), exatamente a proposta original da fração indicada, confirmada na AGO (Assembleia Geral Ordinária) de 25 de abril. Esse desfecho demonstra o mecanismo central da governança friccional: a disciplina do capital financeiro internacional não opera por representação política direta, mas pelo custo

estrutural que impõe a qualquer posição que se desvie do piso de expectativas. A reversão não sinaliza a derrota do projeto de retomada, mas o limite que ele pode atingir sem acionar os mecanismos de penalização estrutural.

A reconfiguração da cúpula da empresa que se seguiu, com a nomeação de Magda Chambriard em maio de 2024, engenheira com trajetória no corpo técnico da empresa (1980-2002) e na ANP (2002-2016), deve ser lida não como vitória de uma camada social sobre outra, mas como resposta do campo estatal ao custo imposto pela contradição principal: manter a direção de retomada por uma figura que combine legitimidade técnica com projeto extractivista-soberanista e reduza a incerteza de mercado[6]. Chambriard representa a articulação entre a fração burocrático-técnica e o desenvolvimentismo extractivista-soberanista: "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).

A Margem Equatorial, faixa exploratória do litoral brasileiro que se estende do Amapá ao Rio Grande do Norte, é o ponto em que a disputa interna ao campo estatal se torna mais visível. Chambriard e o MME sustentam o desenvolvimentismo extractivista-soberanista: petróleo como vetor da soberania nacional e receita de royalties como financiamento do Estado. Correntes dentro do PT e da coalizão governamental sustentam que a Petrobras deveria priorizar energias renováveis e limitar novas fronteiras de exploração, expressão da fração empresarial emergente dos biocombustíveis e da transição. Essa disputa interna ao campo estatal é analiticamente relevante e explica a composição do PN 2026-2030 (72% em E&P e 9% em G&LCE) como equilíbrio negociado internamente. É, contudo, um conflito

[6] Os motivos precisos da demissão de Prates envolvem elementos internos ao campo governante que merecem investigação específica. O que nos importa analiticamente é que a reconfiguração da cúpula - independentemente de seus motivos internos - é evidência do custo imposto pela contradição principal ao projeto de retomada

secundário: ambos os polos operam dentro dos constrangimentos impostos pela contradição principal com o capital financeiro internacional, e é essa disputa de fundo que organiza a governança da empresa.

O Plano de Negócios e Gestão 2026-2030, divulgado em novembro de 2025 com investimento total de US$ 109 bilhões, cristaliza o equilíbrio de forças resultante dos três anos de disputa que esta seção analisa (destacando-se que o aumento de 31% no plano quinquenal ocorreu inicialmente na transição para o ciclo 2024-2028 em relação ao plano anterior). A Figura 2 apresenta a alocação do CAPEX por segmento, comparando o realizado no período 2022-2024 com o planejado para 2026-2030.

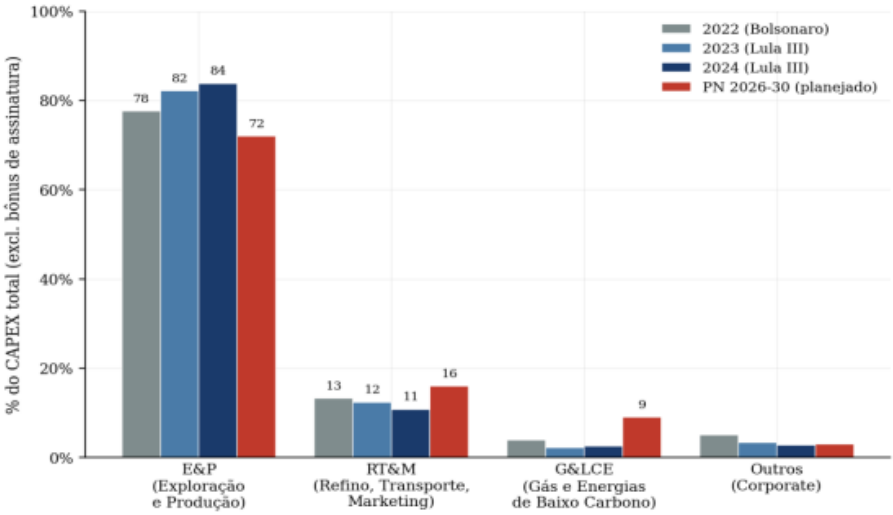


Figura 2: CAPEX por segmento de negócio — % do total (excl. bônus de assinatura). Comparação entre realizado (2022 a 2024) e planejado para o ciclo 2026-2030. Os dados para 2026-2030 representam projeções estratégicas planejadas, sujeitas a flexibilizações contratuais. Fontes: elaboração própria com base nos Relatórios de Desempenho Financeiro 4T22, 4T23, 4T24; Petrobras (PN 2026-2030, nov. 2025); INEEP (2026).

O PN projeta 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%. 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 friccional se manifesta empiricamente: a orientação política da fração indicada projeta uma reorientação que a execução cotidiana, sob pressão do piso de dividendos e do cronograma de entrega dos FPSOs de Búzios contratados em ciclos anteriores, não consegue traduzir em realidade.

O PN introduz, ademais, um mecanismo que merece atenção analítica: a 'governança adicional'. Trata-se de uma cláusula de flexibilização que permite reduzir investimentos comprometidos para cenários de Brent abaixo de US$60 por barril. O INEEP (2026) avalia que, descontada a flexibilização, os investimentos com compromisso firme são de US$81 bilhões, o que representa uma redução de quase 30% em relação ao total anunciado. Em termos analíticos, este mecanismo é a formalização do constrangimento estrutural inscrita no próprio plano estratégico: a reorientação 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. A Tabela 1 sintetiza a evolução da distribuição entre 2021 e 2025.

Ano	Governo	Lucro líquido (R$ bi)	FCL (R$ bi)	Distribuição (R$ bi)	*Payout*/ FCL
2021	Bolsonaro	106,0	—	99,7	—
2022	Bolsonaro	188,3	205,8	194,2	94,4%
2023	Lula III	124,6	155,3	101,6	65,4%
2024	Lula III	36,6	124,1	102,2	82,4%
2025	Lula III	110,6	91,6	45,2	49,3%

Tabela 1: Distribuição de valor aos acionistas da Petrobras (2021–2025). Distribuição = dividendos + juros sobre capital próprio + recompra de ações. Lucro líquido refere-se ao atribuível aos acionistas da Petrobras. O indicador *Payout*/FCL é calculado pelos autores com base na razão entre a distribuição e o Fluxo de Caixa Livre reportado. Fonte: elaboração própria com base nos Relatórios de Desempenho 4T22/4T23/4T24/4T25; DVA/CVM.

A queda do *payout* (razão entre o valor distribuído e o fluxo de caixa livre) de 94,4% em 2022 para 65,4% em 2023 constitui a evidência mais direta de reorientação, indicando que a nova política retém mais capital na empresa. A elevação dessa proporção para 82,4% em 2024, no entanto, revela uma assimetria estrutural. Diante da queda do lucro líquido de R$125,2 bilhões para R$37,0 bilhões, a distribuição absoluta em valores não caiu na mesma proporção, pois o piso de expectativas do mercado impõe um limite inferior.

Os dados de 2025 confirmam e ampliam esse argumento. Com a recuperação do lucro atribuível para R$110,6 bilhões e do fluxo de caixa livre para R$91,6 bilhões, a distribuição caiu para R$45,2 bilhões, resultando em um *payout* de 49,3%, próximo ao piso de 45% comprometido com o mercado. A redução de R$102,2 bilhões para R$45,2 bilhões em um único exercício, uma queda de 56%, evidencia que a mudança de gestão produziu uma reconfiguração real, e não apenas retórica, da distribuição de valor. Esse deslocamento, porém, possui limites precisos, já que a distribuição de 2025 permaneceu 4,3 pontos percentuais acima do piso mínimo. A governança friccional opera, portanto, com um mecanismo de regulação implícito: ela avança no sentido do projeto de retomada quando os lucros são elevados, pois há margem para reter capital sem comprometer as expectativas do mercado; por outro lado, intensifica a lógica da MVA quando os lucros caem, uma vez que o piso de distribuição absoluta impõe um *payout* elevado em proporção ao que sobra.

Considerações finais

Defendemos, ao longo deste artigo, que a governança da Petrobras no Governo Lula III é melhor compreendida como arena de fricção entre projetos de classe distintos do que como vitória de uma fração sobre outra. De um lado, as camadas internas ligadas ao campo estatal - burocrático-técnica, indicada e empresarial emergente dos biocombustíveis - buscaram retomar a empresa como instrumento de

política econômica e social: 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 - é deslocada para dentro do próprio campo estatal.

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 conjunto dos dados revela que os dois agentes operam simultaneamente e produzem, em sua resultante, a governança híbrida friccional. O projeto das frações estatais 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 materializa no próprio documento estratégico - formalização do constrangimento como parte do plano.

Do ponto de vista teórico, o artigo defende que a análise de classes de inspiração poulantziana, formulada por Boito e 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, apresentará novo vetor de conflito tanto entre as frações internas do campo estatal quanto, dependendo da estratégia de nacionalização da cadeia, entre estas e o capital financeiro; se bloqueada, representa derrota da ala extractivista-soberanista dentro do próprio governo. Terceira: a posição acionária da BlackRock nas ordinárias deve ser monitorada - sua entrada durante o Lula III é dado relevante cuja trajetória futura ainda não está clara.

Em uma nota final: a governança híbrida friccional 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. *Agência Brasil*, 8 mar. 2024. Disponível em: https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2024-03/entenda-disputa-por-dividendos-da-petrobras-que-derrubou-acoes. Acesso em: 30 jun. 2026.

AMERICANO, Déphine Marcelle Terra; SOUZA, Ricardo Alves de. Petrobras e o projeto de desenvolvimento: o choque de gestão pós-golpe. *Revista de Economia Política*, 2023. DOI: https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3456.

BLACKROCK INVESTMENT STEWARDSHIP. Global Principles. BlackRock, Inc., 2024. Disponível em: https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engmt-guidelines-en.pdf. Acesso em: 30 jun. 2026.

BLOOMBERG LÍNEA. Petrobras: após pressão, Jean Paul Prates pede demissão como CEO da companhia. *Bloomberg Línea*, 14 maio 2024. Disponível em: https://www.bloomberglinea.com.br/negocios/petrobras-apos-pressao-jean-paul-prates-pede-demissao-como-ceo-da-companhia/. Acesso em: 30 jun. 2026.

BOITO JR., Armando. Estado e burguesia no capitalismo neoliberal. Revista de Sociologia e Política, Curitiba, n. 28, p. 57–73, 2007.

BOITO JR., Armando. Dilma, Temer e Bolsonaro: crise, ruptura e tendências na política brasileira. Goiânia: Phillos Academy, 2020.

BOITO JR., Armando; BERRINGER, Tatiana. Brasil: classes sociais, neodesenvolvimentismo e política externa nos governos Lula e Dilma. Revista de Sociologia e Política, Curitiba, v. 21, n. 47, p. 31–38, 2013.

CHAMBRIARD, Magda Maria de Regina. Entrevista sobre a Margem Equatorial. *Brasil Energia*, abr. 2024a. Disponível em: https://brasil-energia.com.br/petroleo/entrevista-magda-chambriard-margem-equatorial. Acesso em: 30 jun. 2026.

CHAMBRIARD, Magda Maria de Regina. Discurso de posse como presidente da Petrobras. *Agência Brasil*, 24 maio 2024b. Disponível em: https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2024-05/magda-chambriard-toma-posse-como-presidente-da-petrobras. Acesso em: 30 jun. 2026.

EVANS, Peter. Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation. Princeton: Princeton University Press, 1995.

INEEP (INSTITUTO DE ESTUDOS ESTRATÉGICOS DE PETRÓLEO, GÁS NATURAL E BIOCOMBUSTÍVEIS). *Petrobras em Foco*: análises do Plano de Negócios 2026–2030. Rio de Janeiro: INEEP, fev. 2026. Disponível em: https://ineep.org.br/publicacoes/estudos-tecnicos/petrobras-em-foco-plano-2026-2030. Acesso em: 30 jun. 2026.

JANUS HENDERSON. Janus Henderson Global Dividend Index. Issue 36, Nov. 2022. Disponível em: https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDI_Issue+36+Final+%28English%29.pdf. Acesso em: 30 jun. 2026.

LULA DA SILVA, Luiz Inácio. Discurso na assinatura da medida provisória do novo Bolsa Família. *Correio Braziliense*, Brasília, 9 mar. 2023a. Disponível em: https://www.correiobraziliense.com.br/politica/2023/03/5079124-lula-critica-dividendos-da-petrobras-e-defende-investimento-no-pais.html. Acesso em: 30 jun. 2026.

LULA DA SILVA, Luiz Inácio. Nós não vamos manter o preço dolarizado dos combustíveis, diz Lula sobre PPI e Petrobras. *Federação Única dos Petroleiros (FUP)*, maio 2023b. Disponível em: https://fup.org.br/nos-nao-vamos-manter-o-preco-dolarizado-dos-combustiveis-diz-lula-sobre-ppi-e-petrobras/. Acesso em: 30 jun. 2026.

LULA DA SILVA, Luiz Inácio. Declaração sobre redirecionamento de dividendos para investimento. Rio de Janeiro, ago. 2023c. Apurada pela *Federação Única dos Petroleiros (FUP)*. Disponível em: https://fup.org.br/lula-defende-que-petrobras-invista-em-desenvolvimento-e-reduza-dividendos/. Acesso em: 30 jun. 2026.

LULA DA SILVA, Luiz Inácio. Entrevista ao SBT sobre dividendos da Petrobras. *SBT News*, mar. 2024. Disponível em: https://sbtnews.sbt.com.br/noticia/politica/lula-critica-choradeira-do-mercado-e-defende-decisao-sobre-dividendos-da-petrobras. Acesso em: 30 jun. 2026.

MACHADO, João Victor. Maximização do valor para o acionista na indústria mundial do petróleo. 2022. Tese (Doutorado em Economia) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2022.

MARTUSCELLI, Danilo Enrico. Crises políticas e capitalismo neoliberal no Brasil. Curitiba: CRV, 2018.

PETROBRAS. *Formulários de Referência (FRE)*, anos 2022–2025. Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Sistema ENET. Disponível em: https://dados.cvm.gov.br/dataset/cia_aberta-doc-fre. Acesso em: 30 jun. 2026.

PETROBRAS. Annual Report and Form 20-F 2023. Securities and Exchange Commission (SEC), 2024. Disponível em: https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0000908832/000144535424000030/petr-20231231.htm. Acesso em: 30 jun. 2026.

PETROBRAS. *Desempenho Financeiro 4T24*. Relatório de Resultados, 2025. Disponível em: https://www.investidorpetrobras.com.br/wp-content/uploads/2025/03/desempenho-4t24-pt.pdf. Acesso em: 30 jun. 2026.

PINTO, Eduardo Costa. A gestão de portfólio da Petrobras: «Querida, encolhi a empresa». *Revista Fórum*, jul. 2022. Disponível em: https://revistaforum.com.br/opiniao/2022/7/15/gestao-de-portfolio-da-petrobras-querida-encolhi-empresa-119823.html. Acesso em: 30 jun. 2026.

POULANTZAS, Nicos. Pouvoir politique et classes sociales. Paris: François Maspero, 1968.

POULANTZAS, Nicos. The Problem of the Capitalist State. New Left Review, n. 58, p. 67-78, 1969.

POULANTZAS, Nicos. Poder político e classes sociais. Campinas: Editora da Unicamp, 2019.

REUTERS. Lula tomou decisão sobre dividendos da Petrobras e quer investimentos, dizem fontes. *InfoMoney*, 2024. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/mercados/lula-tomou-decisao-sobre-dividendos-da-petrobras-e-quer-investimentos-dizem-fontes/. Acesso em: 30 jun. 2026.

ROCHA, Rafael; PEREIRA, Thiago. A política de paridade de importação e a transmissão de volatilidade de preços: uma análise VAR para o Brasil (2004–2022). Revista de Economia Política, v. 42, n. 3, p. 512–531, 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. 2021. Artigo.

SILVEIRA, Alexandre. Conselho pode distribuir dividendos da Petrobras "em momento oportuno". *Agência Brasil*, mar. 2024a. Disponível em: https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2024-03/conselho-pode-distribuir-dividendos-da-petrobras-em-momento-oportuno. Acesso em: 30 jun. 2026.

SILVEIRA, Alexandre. Petrobras não é só para ter lucro para acionistas, diz ministro. *GloboNews*, abr. 2024b. Disponível em: https://g1.globo.com/globonews/noticia/2024/04/10/petrobras-nao-e-so-para-ter-lucro-para-acionistas-diz-ministro.ghtml. Acesso em: 30 jun. 2026.