

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Estratégias adotadas pelos investidores para responsabilizar a Petrobras por perdas em razão de informações incompletas ou inverídicas divulgadas ao mercado

Ricardo Genis Mourão

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP,
sob a orientação da professora doutora
Luciana Dias

Versão de 1º de outubro de 2018

1. Tema, contexto, objetivos e delimitação de escopo

O problema central do projeto de pesquisa consiste em identificar, sistematizar e discutir as estratégias de responsabilização da empresa brasileira Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS (“Petrobras”), bem como das instituições intermediárias que atuaram em ofertas de valores mobiliários de emissão da Petrobras, adotadas por investidores nacionais e estrangeiros que adquiriram tais valores mobiliários e sofreram prejuízo em razão de informações incompletas ou inverídicas divulgadas ao mercado, no contexto do arranjo negocial celebrado entre a Petrobras e o grupo belga Astra/Transcor (Astra) para formação de *joint venture* com o objetivo declarado de explorar a refinaria de Pasadena, nos Estados Unidos da América, mediante a incorporação das sociedades Pasadena Refining System Inc. (PRSI) e PRSI Trading Company LP.

O projeto irá abordar o conjunto de ações propostas por investidores, identificar a variedade e as estratégias adotadas em tais ações para responsabilizar a Petrobras e as instituições intermediárias por prejuízos causados aos investidores em razão da divulgação de informações incompletas ou inverídicas, bem como identificar os critérios adotados em decisões ou acordos acerca do montante de indenização devido aos investidores.

Conforme as informações públicas disponíveis na data deste projeto, o quadro abaixo apresenta uma lista das ações propostas por investidores de forma individual ou coletiva contra a Petrobras, bem como as principais investigações em andamento envolvendo o caso Petrobras/Pasadena:

País	Investigação/Ação	Partes envolvidas	Situação/Fase Processual	Ano	Montante
Estados Unidos	Kaltman v. Petroleo Brasileiro	Juíz Rakoff; Lead Plaintiff: USS (Universities Superannuation Scheme Ltd.)	Acordo	2018	USD 2,95 bilhões
Estados Unidos e Brasil	Investigações	DoJ; SEC; MPF	Acordo	2018	USD 853,2 milhões
Brasil	Inquérito Administrativo 14/2014; visa apurar dever fiduciário de administradores da Petrobras em relação à Pasadena Refinery System Inc.	CVM	Em instrução	2014	-
Brasil	Inquéritos, Processos Administrativos Sancionadores (PAS) com acusações formuladas e Processos Administrativos (procedimentos de análise) em curso envolvendo a Petrobras	CVM	em andamento	2014-2018	-
Brasil	Ação Civil Pública extinta pela 6ª Vara Cível de São Paulo	Associação dos Investidores Minoritários (AIDMIN)	Recurso para o TJSP	2018	-
Brasil	Arbitragem Coletiva	Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da B3	Procedimento confidencial	2018	-
Holanda	Ação Coletiva proposta perante o Tribunal Distrital de Roterdã	Fundação Stichting Petrobras Compensation representando o interesse dos investidores que adquiriram ações em mercados fora dos Estados Unidos	Fase Inicial	2018	-

O escopo da análise das estratégias adotadas em cada uma das ações descritas no quadro acima será delimitado pelos limites da pesquisa coletiva na modalidade de estudo de caso em que o projeto está inserido, dentre os quais cumpre destacar: (i) a discussão será restrita ao caso Petrobras/Pasadena, respeitando assim o limite do estudo de caso; e (ii) serão analisadas e discutidas as estratégias dos investidores que se referem apenas a questionamentos em razão de informações incompletas ou inverídicas divulgadas ao mercado, não sendo objeto do presente estudo eventuais outras demandas apresentadas por investidores.

2. Justificativa da relevância prática e do potencial inovador

Uma análise superficial do quadro apresentado na seção 1 acima seria suficiente para indicar a relevância prática do tema. Afinal, são várias as ações propostas, em jurisdições e fases processuais distintas, algumas já encerradas mediante acordo, outras em fase preliminar. Sistematizar tais ações em um único estudo para que se possa aprofundar na discussão das estratégias adotadas pelos respectivos investidores é importante para diversos participantes do mercado de capitais brasileiros, a saber: (i) companhias abertas que tenham interesse em se proteger para evitar demandas similares; (ii) instituições intermediárias, pelo mesmo motivo; (iii) investidores que incorram em perdas por conta de situações similares e portanto possam vir a se beneficiar do precedente Petrobras/Pasadena; (iv) reguladores e auto-regulação do mercado brasileiro de valores mobiliários que podem utilizar o estudo sistematizado como base para discussão de inovações regulatórias.

Como exemplo, podemos citar a crescente discussão doutrinária¹ (que ganhou força com casos como Petrobras/Pasadena) acerca do grau da proteção conferida pela regulação brasileira aos investidores no mercado de capitais, bem como risco de tal proteção ser considerada frágil por tais investidores que, em decorrência de tal percepção, podem vir a migrar para jurisdições que apresentem maior grau de proteção. Seria esta uma estratégia adotada pelos investidores no caso Petrobras?

Para tanto, em primeiro lugar devemos analisar as normas que tratam da obrigação da companhia aberta prestar informações para os investidores no mercado de valores mobiliários. A companhia aberta capta recursos ao acessar o mercado de valores mobiliários e, portanto, tem a obrigação legal e regulatória de divulgar certas informações de forma equânime para os investidores neste mercado. No Brasil, tal obrigação está prevista em leis e normas da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), em especial: (i) Lei n. 6.385/76 que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e trata, em seu artigo 19, sobre o registro de oferta pública de valores mobiliários e, em seu artigo 21, sobre o registro de companhia aberta; (ii) Lei n. 6.404/76, a Lei das Sociedades por Ações, que traz diversos artigos tratando dos deveres e responsabilidades dos acionistas e dos administradores das companhias fechadas e abertas; (iii) Instrução CVM n. 400/2003, que dispõe sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e as obrigações da companhia

¹ A esse respeito, ver PRADO, Vivianne Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores (2016); ver também GORGA, Érica. *Is U.S. Law Enforcement Stronger than That of a Developing Country? The Case of Securities Fraud by Brazilian Corporations and Lessons for the Private and Public Enforcement Debate* (2014).

emissora/ofertante e das instituições intermediárias na oferta, incluindo as informações que devem ser prestadas aos investidores; e (iv) Instrução CVM n. 480/2009, que trata do registro de companhia emissora de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados.

As normas mencionadas tratam de matérias distintas mas apresentam forte correlação ao impor obrigações de transparência para as companhias abertas com vistas a proteger o mercado de valores mobiliários e seus investidores. Não obstante, cada norma apresenta um foco distinto, por vezes até mesmo complementar, possibilitando ao investidor um menu de opções para utilizar em sua estratégia de responsabilizar a companhia emissora/ofertante, bem como a instituição intermediária, na hipótese de prejuízos verificados no mercado de capitais. Tal variedade de normas reforça a relevância prática do tema, ou seja, mapear as opções regulatórias para identificar as estratégias vencedoras.

A Instrução CVM n. 400/2003 traz em seu artigo 56 a responsabilidade do ofertante (no caso de oferta primária, a própria companhia emissora) pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas no curso de uma oferta pública de valores mobiliários. O parágrafo primeiro do referido artigo dispõe acerca da responsabilidade da instituição intermediária por assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo com que os investidores tomem decisão de investimento de forma fundamentada a respeito da oferta.

A Instrução CVM n. 480/2009, por sua vez, trata do registro de companhia aberta e dispõe nos artigos 14 e seguintes acerca dos deveres da companhia emissora de valores mobiliários quanto à divulgação de informações “verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro”. Ainda, o referido normativo determina que as informações devem ser divulgadas de forma simultânea para todo o mercado e devem ser úteis para que os investidores possam avaliar os valores mobiliários emitidos pela companhia. Prevê, ainda, que a companhia aberta deve enviar certas informações periódicas para a CVM, bem como manter suas informações atualizadas.

Não obstante, a simples análise e interpretação dessas normas não esgota o tema. Permanecem as dúvidas: qual a responsabilidade da companhia aberta em divulgar informações ao mercado? Quais informações devem ser divulgadas? Qual a responsabilidade da instituição intermediária envolvida em oferta de valores mobiliários? Quais são os direitos dos investidores em decorrência da divulgação de informações incompletas ou inverídicas? São questões fundamentais para toda e qualquer companhia aberta e para instituições intermediárias que atuam em ofertas de

valores mobiliários. As questões serão melhor estruturadas na forma dos quesitos listados no item 5 abaixo.

O trabalho é relevante não apenas para as companhias abertas, instituições intermediárias e investidores mas, também, para reguladores e para o judiciário ou árbitros que venham a se deparar com litígios e arbitragens envolvendo o tema, que poderão aproveitar-se das lições aprendidas com potencial de generalização a serem exploradas na pesquisa.

3. Familiaridade com objeto da pesquisa

O pesquisador, graduado em administração e em direito, atua como advogado desde 2001, sempre nas áreas de mercado financeiro e de capitais. Atuou até 2011 em escritórios de advocacia com foco em clientes instituições financeiras, tendo ingressado em setembro de 2011 na subsidiária brasileira de um banco de investimentos global para atuar como advogado nas áreas de renda fixa e renda variável. Em 2013 foi convidado a assumir o departamento jurídico do mesmo banco no Brasil, cargo que ocupa desde então.

Em sua atuação, o pesquisador participou de diversas ofertas de valores mobiliários no mercado de capitais, bem como prestou assessoria jurídica para companhias na obtenção do registro de companhia aberta. Assessorou clientes na elaboração de política de divulgação de ato ou fato relevante e, mais recentemente, por conta da posição que ocupa, é responsável pelo contencioso do banco no Brasil, participando na definição de estratégias tanto para as lides como para eventuais acordos.

Ademais, por atuar em instituição financeira global, o pesquisador participa de discussões regulatórias envolvendo práticas globais em mercado de valores mobiliários, incluindo a responsabilização de emissores e instituições intermediárias em razão da divulgação de informações incompletas ou inverídicas, tanto no Brasil como nos mercados internacionais mais relevantes para emissores como a Petrobras.

4. Modelo de pesquisa

Pesquisa Coletiva na Modalidade de Estudo de Caso - discussão sobre a estratégia adotadas pelos investidores para responsabilizar a Petrobras e os intermediários por falha na divulgação de informações ao mercado, bem como sobre os acordos jurídicos para encerrar algumas das ações.

5. Quesitos

Q1. Quantas ações foram propostas por investidores contra a Petrobras e instituições intermediárias em ofertas pela divulgação de informações incompletas ou inverídicas? Qual a variedade das referidas ações em função do pedido e dos argumentos utilizados? Quais seriam os critérios para classificar e agrupar as ações?

Q2. O que motivou a estratégia dos investidores em ingressar com ações no judiciário ou arbitragem? Qual a motivação das partes para celebrar acordos para encerrar algumas ações? Quais ações foram encerradas e quais continuam em andamento?

Q3. Qual a base legal e normativa para a responsabilidade da companhia aberta e de instituição intermediária em oferta pública de valores mobiliários na divulgação de informações ao mercado?

Q4. Considerando a estratégia de responsabilização da Petrobras em razão da divulgação de informações incompletas ou inverídicas pelos investidores que adquiriram suas ações, discutir a responsabilidade da companhia na Lei n. 6.404/76 em face da responsabilidade (i) do acionista controlador; (ii) dos diretores; (iii) dos conselheiros; e (iv) dos acionistas minoritários.

6. Fontes de pesquisa e forma de acesso

As fontes de pesquisa consistem em:

Legislação e Regulação do mercado de valores mobiliários (nacional e internacional).

Precedentes tanto na esfera judicial como, principalmente, na esfera administrativa mediante a análise de decisões da CVM.

Doutrina nacional e estrangeira. Considerando que a temática envolve a regulação do mercado de valores mobiliários, regulação essa que se encontra em constante revisão em razão da característica dinâmica do próprio mercado, não encontramos muitos livros sobre o tema, sendo mais frequente a publicação de artigos em coletâneas, o que não diminui a relevância da doutrina encontrada em tais artigos; pelo contrário, reforça a atualidade da discussão.

Trabalhos acadêmicos, tanto no campo jurídico como em outras áreas do conhecimento; em especial, economia e finanças.

Entrevistas: para melhor compreensão das estratégias adotadas por investidores, pretende-se entrevistar representantes dos escritórios de advocacia que representam grupos de investidores, bem como outros participantes das ações movidas contra a Petrobras e intermediários como, por exemplo, peritos nas *class action* movidas no mercado norte-americano (*expert witnesses*). As entrevistas serão direcionadas à comprovação de indícios levantados pelo pesquisador após a análise das peças processuais e das informações divulgadas pela Petrobras.

O acesso à legislação, doutrina e aos trabalhos acadêmicos será feito a partir de bancos de dados e contatos com diversos autores com os quais o pesquisador tem relacionamento em decorrência de sua experiência profissional. Para as entrevistas, o pesquisador pretende acessar os potenciais entrevistados a partir de sua posição de diretor jurídico regional de instituição financeira global.

7. Bibliografia preliminar

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade Administrativa e Civil do Ofertante e do Intermediário pelo Conteúdo do Prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2010.

BOTOSAN, Christine A., PLUMLEE, Marlene. *Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure*. Janeiro de 2000 (disponível em: <http://ssrn.com/abstract=208148>).

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 5a ed., 2011.

CARVALHOSA, Modesto, EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002.

COFFEE JR., John. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. New York: Oxford University Press, 2006.

COFFEE JR., John. Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system. *Virginia Law Review*, Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1974.

EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GORGA, Érica. Is the U.S. Law Enforcement Stronger than that of a Developing Country? The Case of Securities Fraud by Brazilian Corporations and Lessons for the Private and Public Enforcement Debate (October 1, 2014). Yale Law & Economics Research Paper No. 520, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2560565>

IOSCO, *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Setembro de 1998.

IOSCO, *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Fevereiro de 2010.

KRIPKE, Homer. *The SEC and corporate disclosure: regulation in search of a purpose*. New York: Law & Business, 1979.

LAMY FILHO, Alfredo. A sociedade por ações e a empresa. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S. A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem, *in* Processo Societário, coordenadores Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2012.

PARGENDLER, Mariana. *State Ownership and Corporate Governance*. Fordham Law Review, Vol. 80, No. 6, 2012.

PARGENDLER, Mariana. O Estado como Acionista: Desafios para a Governança Corporativa no Brasil. In: Joaquim Rubens Fontes Filho e Ricardo Pereira Câmara Leal (Org.). *O Futuro da Governança Corporativa: Desafios e Novas Fronteiras*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2013, p. 77-90 (com Aldo Musacchio e Sérgio G. Lazzarini).

PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

PINA, Carlos Costa. *O dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, 1999.

PITTA, André G. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PRADO, Vivianne Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. FGV Direito SP, 2016. Disponível em <https://works.bepress.com/viviane-muller-prado/4/>.

SALAMA, Bruno Meyerhof. In Re Petrobras Securities Litigation: validade e abrangência da cláusula arbitral. Revista Brasileira de Arbitragem, Volume XIV n. 55. Outubro de 2017. Disponível em https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/136/.

SALAMA, Bruno Meyerhof e PRADO, Viviane Muller. *Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence*. Journal of Civil Law Studies, vol. 4, n. 1, maio/2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2011, 4a ed.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

Teses e Dissertações

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005.

GORGA, Érica Cristina Rocha. *Direito societário brasileiro e desenvolvimento do mercado de capitais: uma perspectiva de “direito e economia”*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005.

PITTA, André GRÜNSPUN. *As funções da informação no mercado de valores mobiliários: Uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras*. Tese (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2013.

RACHMAN, Nora. *O princípio do “full disclosure” no mercado de capitais*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. 1999.

8. Cronograma de execução

Considerando que o projeto está inserido em uma pesquisa coletiva, o cronograma deve seguir a proposta para o grupo, conforme segue:

