

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Pasadena: uma análise crítica acerca da modelagem jurídica do negócio

Ronaldo Machado Assumpção Filho

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Orientador: Wanderley Fernandes

1. Tema, contexto, objetivos e delimitação de escopo

O tema da pesquisa para o Trabalho de Conclusão de Curso é avaliar a adequação jurídica e negocial da estrutura contratual utilizada para implementação da *joint venture* de Pasadena, com ênfase nas cláusulas de *put option* e *marlim*, no âmbito do arranjo negocial que formalizou a associação entre a Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS (“Petrobras”) e o grupo belga Astra / Transcor (“Astra”).

Conforme divulgado, o objetivo da referida parceria empresarial era assegurar, em favor da Petrobras, a utilização das instalações da refinaria de Pasadena, localizada no Estado do Texas, Estados Unidos da América, de forma a viabilizar o processamento de óleo cru extraído no campo de *marlim* e subsequente comercialização do petróleo refinando no mercado externo. No entanto, as cláusulas contratuais objeto da pesquisa foram duramente criticadas por agentes reguladores, investidores e pela imprensa como um todo, uma vez que geraram dúvidas em relação à observância dos parâmetros usuais de mercado e adequação ao contexto específico da *joint venture*.

A cláusula *marlim* estabelecia uma obrigação contratual à Petrobras, de garantir a sua sócia belga um retorno mínimo, ainda que o negócio não registrasse resultado positivo. Tal cláusula, cujo teor foi omitido do sumário executivo apresentado ao Conselho de Administração da Petrobras, operava como verdadeiro “seguro” à Astra, em contrapartida a garantia concedida à Petrobras, de poder utilizar ao menos 70% (setenta por cento) da capacidade operacional da refinaria de Pasadena para processamento do óleo cru extraído em alto mar.

Já a cláusula de *put option* tinha por objeto a opção de venda forçada da totalidade da participação societária detida pela Astra na *joint venture*, podendo ser exercida pela Astra caso a Petrobras utilizasse a prerrogativa prevista no acordo de acionistas, de fazer prevalecer sua vontade para superar eventual impasse societário no âmbito dos órgãos deliberativos da *joint venture*. A fórmula utilizada para respaldar o cálculo do preço da opção de venda foi objeto de severas críticas pela imprensa especializada, destoando das práticas usuais de mercado e conferindo à Astra uma vantagem econômica excessivamente alta.

Diante dessas questões, o projeto de pesquisa terá por objetivo primordial promover uma análise crítica acerca da instrumentalização da *joint venture* de Pasadena e buscar compreender o porquê de referidas cláusulas acarretarem em prejuízos tão significativos à estatal brasileira. Paralelamente, o estudo também buscará propor possíveis melhorias à estrutura contratual da associação empresarial em questão,

elencando remédios contratuais alternativos (e condizentes com as práticas de mercado) que poderiam ter sido utilizados para resguardar os interesses da Petrobrás.

O caso de Pasadena engloba desdobramentos em diversas áreas do direito, permitindo abordagens bastante diversificadas acerca do tema. Incluem-se, nesse vasto rol de possibilidades, a questão da responsabilização pessoal de conselheiros e administradores, as práticas de governança corporativa, o papel dos órgãos reguladores no monitoramento das atividades da estatal, os efeitos das decisões arbitrais/judiciais proferidas em outras jurisdições, entre outros. Nesse sentido, é importante esclarecer que o escopo do presente trabalho será restrito à avaliação da estrutura contratual da *joint venture* de Pasadena, a qual foi modelada através dos seguintes instrumentos jurídicos: (a) Contrato de Compra e Venda de Participação Societária; (b) Contrato de Associação; (c) Acordo de Acionistas; (d) Contrato de Constituição dos veículos da *joint venture*; e (e) Contrato para processamento do óleo cru e comercialização posterior do petróleo refinado. O enfoque primordial do trabalho, portanto, será promover uma análise crítica das citadas cláusulas contratuais que ocasionaram prejuízos substanciais à petroleira nacional, cumulado com uma abordagem propositiva acerca de mecanismos jurídico-contratuais que poderiam ter sido utilizados para resguardar os interesses da Petrobras, sem prejudicar a essência da *joint venture*.

2. Justificativa da relevância prática e do potencial inovador

Conforme amplamente divulgado nos mais variados canais de comunicação, a *joint venture* de Pasadena ocasionou prejuízos exorbitantes à petroleira nacional. Alguns veículos chegaram a classificar a transação como “o pior negócio da história do mundo capitalista”.

De fato, numa matemática pouquíssimo rebuscada, é fácil de se identificar uma discrepância brutal entre os valores originalmente pagos pela Astra para aquisição da refinaria em 2005, e os valores gastos pela Petrobras no contexto da *joint venture*. Em janeiro de 2005, a Astra adquiriu, por US\$ 56.000.000,00 (cinquenta e seis milhões de dólares norte-americanos), o equivalente a 100% (cem por cento) da refinaria de Pasadena, cujas instalações encontravam-se em situação precária, demandando ampla reforma. Poucos meses depois, em meados de 2006, a Petrobrás pagou US\$ 359.000.000,00 (trezentos e cinquenta e nove milhões de dólares norte-americanos) por 50% (cinquenta por cento) do negócio, além de assumir o compromisso de investimentos para recuperação das instalações da refinaria da ordem de US\$ 580.000.000,00 (quinhentos e oitenta milhões de dólares norte-americanos), investimentos estes que poderiam (ou não) ser acompanhados pela Astra.

Após desavenças societárias entre Petrobrás e Astra, esta última exerceu o direito à opção de venda de sua participação no negócio, o que foi contestado em procedimento arbitral específico. A decisão do painel arbitral (posteriormente ratificada pela Corte do Texas) foi favorável à Astra, tendo convalidado o exercício da opção de venda pelo preço fixado em US\$ 639.000.000,00 (seiscentos e trinta e nove milhões de dólares norte-americanos).

Os montantes despendidos pela Petrobrás em razão da aquisição de 50% (cinquenta por cento) do negócio, somados ao litígio com a Astra e aos investimentos realizados para colocar a refinaria de Pasadena em condições operacionais mínimas superaram a cifra de US\$ 1.245.000.000,00 (um bilhão, duzentos e quarenta e cinco milhões de dólares norte-americanos). O caso representa o maior fracasso da história da petroleira brasileira e desencadeou a reação de diversos órgãos de controle público, a exemplo do Tribunal de Contas da União, da Controladoria Geral da União e da Comissão de Valores Mobiliários.

Até hoje os detalhes do negócio não são claros para o público ordinário, o que mantém o caso obscuro para a maior parte dos operadores do direito e para outros profissionais do mercado. Compreender as condições do negócio, os detalhes na formatação dos contratos da transação e a fundamentação as decisões proferidas pelo painel arbitral e pela Corte do Texas permitirá uma análise fundamentada e reveladora deste caso.

Em tempos de expectativa de retomada de investimentos estrangeiros no país e alavancagem das operações de fusões e aquisições *cross border*, avaliar a fundo os detalhes do negócio de Pasadena e os mecanismos contratuais utilizados pelas partes quando da celebração acordo, permitirá aos profissionais do ramo avaliar com maior clareza os riscos relacionados a operações dessa natureza e identificar ferramentas contratuais e/ou estruturas jurídicas alternativas capazes de endereçar os interesses de seus clientes com menor exposição a riscos.

3. Familiaridade com objeto da pesquisa

Desde 2006, ano em que me tornei Bacharel em Direito, minha atuação profissional esteve direcionada à participação em processos de venda e compra de participações societárias, estruturação de associações estratégicas entre diferentes grupos empresariais, planejamento de estruturas de investimento, reestruturações societárias para otimização tributária e operacional de clientes diversos e direito

societário em geral. Ao longo desses anos, tive oportunidade de trabalhar intensamente me grandes projetos, tanto como assessor jurídico de externo, como na qualidade de advogado interno de empresas multinacionais.

A formatação de arranjos contratuais destinados ao estabelecimento de parcerias empresariais estratégicas, tal como a *joint venture* de Pasadena, bem como a avaliação de remédios contratuais específicos são, portanto, temas rotineiros da minha vida profissional. Essa familiaridade com arranjos contratuais dessa natureza me permitirá avaliar de forma crítica e aprofundada os instrumentos jurídicos do negócio de Pasadena, além de propor possíveis adequações ao arranjo contratual e/ou à estrutura jurídica do negócio celebrado pelas partes e que culminou na disputa litigiosa.

4. Modelo de pesquisa

Conforme destacado, o Trabalho de Conclusão de Curso será feito com base no estudo de caso da *joint venture* de Pasadena. Uma pesquisa descritiva será conduzida, cujo objetivo primordial será explicar de forma suficientemente detalhada a estrutura contratual utilizada no negócio, buscando-se enfatizar a mecânica das cláusulas de *put option* e *marlim* avençadas no contexto da parceria da petroleira brasileira com a Astra.

Em última análise, o detalhamento do arranjo negocial em questão será destinado a aferir se a formatação da parceria desvirtuou muito do que se costuma adotar em transações similares.

Adicionalmente, o modelo de pesquisa também irá contemplar um trabalho exploratório de práticas de mercado, com vistas a indicar sugestões de melhorias ao modelo contratual utilizado na transação. Para tanto, serão avaliados remédios contratuais e/ou estruturas jurídicas alternativas usualmente adotadas no contexto de associações estratégicas como a *joint venture* de Pasadena.

5. Quesitos

- a) Como foi formalizada a *joint venture* de Pasadena?
- b) Qual a mecânica das cláusulas de *put option* e *marlim* contempladas na estrutura contratual da *joint venture*?
- c) Porque as cláusulas de *put option* e *marlim* foram tão prejudiciais à Petrobras?

- d) A estrutura contratual adotada está alinhada com as práticas de mercado para transações *cross border*?
- e) Em que medida a modelagem jurídica de Pasadena poderia ter sido melhor implementada?
- f) Que outros remédios contratuais e/ou estruturas jurídicas alternativas poderiam ser utilizados para resguardar os interesses da Petrobras?
- g) Em vista do notório fracasso que Pasadena representou, quais melhorias à estrutura contratual podem ser identificadas para utilização em negócios semelhantes?

6. Fontes de pesquisa e forma de acesso

A etapa do Trabalho de Conclusão de Curso destinada à descrição pormenorizada da estrutura jurídica da associação entre a Petrobras e a Astra, objeto central do presente estudo, será desenvolvida, fundamentalmente, a partir das seguintes informações e documentos:

- a) Informações e documentos da operação disponibilizados aos alunos da FGV optantes pelos projetos de pesquisa coletiva, com destaque para: (a.1) a decisão da Corte do Texas proferida no âmbito do litígio da Petrobrás e da Astra; e (a.2) os contratos da operação.
- b) Documentos acessíveis aos investidores da Petrobras, incluindo formulários de referência, atas de assembleia de acionistas e do conselho de administração da companhia, documentos societários diversos da companhia, demonstrações financeiras auditadas, fatos relevantes e comunicados ao mercado, e outros. Tais informações e documentos podem ser acessados no site da própria companhia, na seção dirigida aos investidores, e no site da Comissão de Valores Mobiliários.
- c) Informações e documentos extraídos a partir de consultas a processos/procedimentos instaurados por autoridades diversas e agentes reguladores, desde que acessíveis ao público em geral, incluindo o Ministério Público Federal, Controladoria Geral da União, Comissão de Valores Mobiliários, Tribunal de Contas da União, e outros. Parte dessa

documentação já se encontra disponível aos alunos da FGV optantes pelo projeto de pesquisa coletiva, ao passo que outros documentos e informações poderão ser acessados nos sites dos respectivos órgãos e outras fontes de acesso público.

- d) Embora as chances de êxito na realização de entrevista pessoal com os advogados envolvidos no caso sejam muito baixas, não se descarta a possibilidade de realização de entrevistas dessa natureza. No negócio de Pasadena, a Petrobrás foi assessorada de forma conjunta pelo escritório de advocacia estrangeiro Thompson & Night LLP, e pelo escritório local Taulil & Chequer Advogados, de forma que eventuais entrevistas pessoais ocorreriam com profissionais do Taulil & Chequer Advogados. No entanto, pelas pesquisas realizadas até a presente data, sabe-se que tais profissionais já foram procurados em diversas oportunidades, tendo negado, sistematicamente, a atender quaisquer solicitações de entrevistas.

Paralelamente, a etapa do Trabalho de Conclusão de Curso atinente à propositura de mecanismos contratuais e/ou estrutura jurídicas alternativas será conduzido através de um estudo de doutrina e jurisprudência (nacional e internacional). Referida etapa dos trabalhos se destinará a explicar os principais remédios contratuais e estruturas jurídicas utilizadas para acomodar os riscos do negócio de óleo e gás, de forma equânime entre as partes, além de expor os mecanismos mais utilizados para resolução de controvérsias societárias, tais como o mecanismo de *shot gun* e outras variáveis de compra e venda de participação forçada.

A pesquisa desta etapa do Trabalho de Conclusão de Curso será iniciada a partir da bibliografia exposta no item 7 deste Projeto de Pesquisa, bem como em artigos técnicos de advogados nacionais e internacionais. Referida bibliografia poderá ser ampliada/redimensionada no decorrer do desenvolvimento do trabalho.

7. Bibliografia

A bibliografia a ser inicialmente analisada (e que, portanto, será adequada conforme o avanço do trabalho) é a seguinte:

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contratos entre sócios: interpretação e direito societário*. São Paulo: QuartierLatin, 2013.

COX, Marcelo Dourado. *Deadlock Provisions. Resolução contratual e conflitos societários*. São Paulo: Almedina, 2017.

DEFRUTOS, Maria and Kittensteiner, Thomas; "Efficient partnership dissolution under buy-sell clauses"; ideas.repec.org, October 19, 2004.

BULGARELLI, Waldírio. *Questões de Direito Societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

BAINBRIDGE, Stephen M., Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions. *Minnesota Law Review*, Vol. 75, Pp. 239, 1990.

BEVILAQUA, Clovis. *Theoria Geral do Direito Civil*. Rio de Janeiro, 1908.

BEVILAQUA, Clovis. *Manual do Código Civil Brasileiro: do direito das obrigações*. Jacintho Ribeiro dos Santos: Rio de Janeiro, 1928.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

CHOPER, Jesse H.; EINSENBURG, Melvin A. *Corporations*. 15. ed. Chicago: Thomson, 2005.

COTTER, John; "Shotgun Fund looks for bulletproof investments"; *Toronto Business Journal*; Vol 1 No 12, July 9, 2001.

CRAMPTON, P., Gibbons, R. and Klemperer, P. (1987), "Dissolving a partnership efficiently", *Econometrica*, Vol. 55 No. 3, pp. 615-32.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LANDEO, Claudia M. e SPIER, Kathryn E. *Shotguns and Deadlocks*, 31 *Yale Journal on Regulation*, 31/143, 2014.

LIMA, Francisco Rohan de. A razão societária: Reflexões sobre fusões e aquisições e governança corporativa no Brasil. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.

MCAFEE, R.P. (1992), "Amicable divorce: dissolving a partnership with simple mechanisms", Journal of Economic Theory, Vol. 50 No. 2, pp. 266-93

MIDDLEMISS, Jim; "Fund shoots lights out of partnership disputes"; Lawyers Weekly; June 21, 2002; <http://www.shotgunfund.com/news6-partnership-dispute.htm>

MUNIZ, Ian. Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

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

STROHMER, Michael F. International Mergers and Acquisitions. Alemanha: Peter Lang Europaischer Verlag der Wissenschaften, 2005.

TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Coord). Obrigações e contratos: contratos: princípios e limites. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Coord). Obrigações e contratos: obrigações: funções e eficácia. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Coord). Obrigações e contratos: obrigações: estrutura e dogmática. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

8. Sumário preliminar

Introdução

1. Síntese do Caso Prático

1.1 Procedimento Arbitral

1.1.1 Convalidação do direito de *put option* segundo o painel arbitral

1.1.2 Precificação do *put option* segundo o painel arbitral

1.2 Procedimento Judicial – Corte do Texas

1.2.1 Ratificação da decisão arbitral

1.2.2 Efeitos locais da decisão proferida por tribunal estrangeiro

2. Estrutura contratual da joint venture de Pasadena

2.1 Cláusula de *put option* no acordo de acionistas

2.1.1 Viabilidade jurídica, exequibilidade e pertinência negocial

2.1.2 *Put option* como alternativa a impasses societários

2.1.3 A cláusula de *put option* à luz da jurisprudência

2.2 Cláusula *marlim* o Acordo de Acionistas

2.2.1 Viabilidade jurídica, exequibilidade e pertinência negocial

2.2.2 Riscos da cláusula *marlim* e desequilíbrio financeiro

2.2.3 A cláusula *marlim* à luz da jurisprudência

2.3 Impactos jurídicos e comerciais resultantes das cláusulas de *put option* e *marlim*

3. Mecanismos alternativos de resolução de impasses societários

3.1 Compra e venda compulsória de participação societária

3.2 Outros remédios contratuais

4. Estruturas para acomodação de riscos financeiros do negócio de óleo e gás

4.1 Segregação de atividades

4.2 Prestação de serviços recíprocos

4.3 Formas associativas *sui generis*

5. Melhores práticas para formatação de uma *joint venture* internacional no setor de óleo e gás

Conclusão

9. Cronograma de execução

Atividade	2018						2019						Horas	
	jul	ago	set	out	nov	dez	jan	fev	mar	abr	mai	jun		jul
Revisão bibliográfica	■	■	■	■	■									90h
Coleta de informações	■	■	■	■	■									90h
Leitura sistemática			■	■	■	■								150h
Reunião com orientador						■			■		■			5h
Redação							■	■	■	■	■			384h
Revisão do texto											■	■		60h
Depósito													■	n/a