

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO**

RONALDO MACHADO ASSUMPÇÃO FILHO

**PASADENA: UMA ANÁLISE CRÍTICA ACERCA DA
ESTRUTURA JURÍDICA DO NEGÓCIO**

**SÃO PAULO
2020**

RONALDO MACHADO ASSUMPÇÃO FILHO

**PASADENA: UMA ANÁLISE CRÍTICA ACERCA
DA ESTRUTURA JURÍDICA DO NEGÓCIO**

Dissertação apresentada à Escola de
Direito de São Paulo da Fundação Getúlio
Vargas, como requisito para obtenção do
título de Mestre em Direito.

Área de concentração: Direito dos
Negócios. Arranjos Negociais. Fusões e
aquisições.

Orientador: Prof. Dr. Wanderley
Fernandes

SÃO PAULO
2020

Assumpção Filho, Ronaldo Machado.

Pasadena : uma análise crítica acerca da estrutura jurídica do negócio / Ronaldo Machado Assumpção Filho. - 2020.

167 f.

Orientador: Wanderley Fernandes.

Dissertação (mestrado profissional) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Joint ventures. 2. Direito internacional privado - Contratos. 3. Petróleo e gás. I. Fernandes, Wanderley. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 342.24

RONALDO MACHADO ASSUMPÇÃO FILHO

**PASADENA: UMA ANÁLISE CRÍTICA ACERCA DA
ESTRUTURA JURÍDICA DO NEGÓCIO**

Dissertação apresentada à Escola de
Direito de São Paulo da Fundação Getúlio
Vargas, como requisito para obtenção do
título de Mestre em Direito.

Área de concentração: Direito dos
Negócios. Arranjos Negociais. Fusões e
Aquisições.

Data de aprovação: 21/10/2020

Banca examinadora:

Prof. Wanderley Fernandes (Orientador)
FGV Direito SP

Prof. Paulo Dóron Rehder de Araujo
FGV Direito SP

Prof. Marco Antonio da Costa Sabino
INSPER

AGRADECIMENTOS

Ao iniciar o curso de Mestrado, me encontrei conflitado entre as grandes expectativas que possuía em relação ao conteúdo do curso e o enorme receio de não conseguir conciliar as demandas acadêmicas com o trabalho. Hoje, aproximadamente dois anos depois, vejo que o apoio das pessoas próximas a mim foi imprescindível para que pudesse concluir, com êxito, essa importante etapa da minha vida acadêmica.

São muitos os agradecimentos a se fazer, mas alguns merecem destaque.

Aos meus pais, por nunca negarem apoio incondicional e em qualquer circunstância, por se alegrarem pelas minhas conquistas como se fossem suas, por estarem ao meu lado nos bons e nos maus momentos e, acima de tudo, por me inserirem dos valores que guiam a minha vida.

À minha esposa, Alice Souza Sardinha de Azevedo, colega de turma do Mestrado, por todo o apoio nessa jornada, pela compreensão e resiliência, por aceitar minhas incontáveis chegadas tardias do trabalho, por reconhecer o meu esforço, por ser minha companheira de vida e a motivação maior de eu buscar sempre melhorar. Com você ao meu lado, a felicidade é certa.

Aos meus atuais sócios do time de direito societário do Miguel Neto Advogados Associados, Srs. José Antônio Miguel Neto e Décio de Andrade, por terem me apoiado ao longo do curso de Mestrado e, acima de tudo, por acreditarem no meu potencial como advogado. É uma honra e um privilégio tê-los como sócios. Aos meus amigos e equipe do escritório, por prestigiarem a minha iniciativa de cursar o Mestrado.

Por fim, não posso deixar de agradecer ao meu orientador, Professor Doutor Wanderley Fernandes e ao Coordenador do curso de Mestrado da FGV-SP, Professor Doutor Mario Engler Pinto Júnior. Sem a orientação do Professor Doutor Wanderley Fernandes, este trabalho certamente não teria a profundidade e assertividade necessárias. Ao Professor Doutor Mario Engler Pinto Júnior, não apenas pela seleção do material relacionado ao caso de Pasadena, mas, também, pelos ensinamentos durante o curso e pela atenção única dedicada aos alunos.

Meus sinceros agradecimentos a todas as pessoas aqui mencionadas. Espero que gostem do resultado deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho se propõe a analisar a adequação jurídica e comercial dos contratos que deram forma à associação empresarial de Pasadena entre a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras e o grupo belga Astra Transcor. Formada para atender os anseios de internacionalização das operações por parte da estatal brasileira, a associação visava o processamento de petróleo bruto excedente extraído no campo de Marlim, mas acabou se revelando altamente prejudicial à Petrobras. A Petrobras comprou em 2006 uma participação de 50% em Pasadena por aproximadamente US\$ 360 milhões, valor este significativamente superior aos US\$ 42,5 milhões pagos um ano antes pela belga Astra Oil por toda a refinaria. Pouco tempo após o anúncio público da operação, Petrobras e Astra enfrentaram desavenças societárias no direcionamento do negócio, culminando em disputas na esfera arbitral e judicial. Após ser condenada tanto na esfera arbitral como judicial, a Petrobras foi compelida ao pagamento de valores bilionários, o que torna o caso o maior fracasso comercial da história da estatal brasileira constituída em 1953. Diante dessas questões, o presente trabalho promoverá uma análise crítica da estrutura jurídica da *joint-venture* de Pasadena, a fim de compreender os motivos que levaram as partes a enfrentarem desacordos societários tão latentes, e as causas dos prejuízos substanciais experimentados pela estatal brasileira. Além disso, este estudo também proporá possíveis melhorias à estrutura jurídica da associação empresarial em questão, relacionando alternativas contratuais (consistentes com as práticas de mercado) que poderiam ter sido utilizadas para melhor amparar os interesses da Petrobras.

Palavras-chave: 1. Pasadena. 2. Put-option. 3. Joint-ventures. 4. Petróleo e Gás. 5. Associações Corporativas. 6. Joint-ventures. 7. Petróleo e Gás.

ABSTRACT

The present work aims to analyze the legal and business adequacy of the contracts that formed the Pasadena business association between Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras and the Belgian group Astra Transcor. Formed to meet the yearning for internationalization of operations by the Brazilian state-owned company, the association aimed at processing excess crude oil extracted in the Marlim field, but ended up proving highly damaging to Petrobras. In 2006, Petrobras bought a 50% stake in Pasadena for approximately US\$ 360 million, which is significantly higher than the US\$ 42.5 million paid a year earlier by the Belgian Astra Oil for the entire refinery. Shortly after the public announcement of the transaction, Petrobras and Astra faced corporate disagreements in the direction of the business, culminating in disputes in the arbitral and judicial spheres. After being condemned both in the arbitral and judicial spheres, Petrobras was compelled to pay billionaire amounts, which makes the case the biggest business failure in the history of the Brazilian state-owned company founded in 1953. In view of these issues, the present work will promote a critical analysis of legal structure of the Pasadena joint venture, in order to understand the reasons that led the parties to face such latent corporate disagreements, and the causes of the substantial losses experienced by the Brazilian state-owned company. In addition, this study will also propose possible improvements to the legal structure of the business association, listing contractual alternatives (consistent with market practices) that could have been used to better support Petrobras' interests.

Keywords: 1. Pasadena. 2. Put-option. 3. Joint-ventures. 4. Oil and Gas. 5. Corporate Associations. 6. Joint-ventures. 7. Oil and Gas.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Principais itens e valores contemplados na decisão do Painel Arbitral.....	23
Tabela 2 -	Principais eventos relacionados às desavenças entre Petrobras e Astra, no âmbito da <i>joint-venture</i> de Pasadena....	26

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Estrutura Administrativa <i>Pasadena Refinery System Inc.</i>	33
Figura 2 -	Estrutura Administrativa <i>PRSI Trading Company LP</i>	59
Figura 3 -	Cadeia produtiva de Petróleo e Gás.....	79

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - <i>Joint-venture</i> contratual e societária.....	78
Quadro 2 - “ <i>Major Decisions</i> ”	116

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento
CAPEX	Capital <i>Expenditure</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
FIEPR	Federação das Indústrias do Estado do Paraná
IOCs	<i>International Oil Companies</i>
IPO	Oferta Pública Inicial
M&A	<i>Mergers and Aquisitions</i>
MPF	Ministério Público Federal
PETROBRAS	Petróleo Brasileiro S.A.
SMS	Segurança, Meio Ambiente e Saúde
SPA	<i>Share Purchase Agreement</i>
TCU	Tribunal de Contas da União

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO.....	13
1	SÍNTESE DO CASO PRÁTICO.....	15
1.1	Convalidação e Consumação do <i>put-option</i> pelo Painel Arbitral.....	20
1.2	Reafirmação da Decisão Arbitral pelas Autoridades Judiciárias do Texas.....	24
1.3	Compilação dos eventos centrais do caso analisado.....	25
2	ESTRUTURA JURÍDICA DA <i>JOINT-VENTURE</i> DE PASADENA.....	28
2.1	<i>Shareholders Agreement</i>	29
2.1.1	Órgãos da Administração.....	30
2.1.2	Mecanismos de Diluição relacionados ao <i>Revamp Project</i>	33
2.1.3	<i>Put-option</i> decorrente de Decisões Societárias relevantes.....	38
2.1.4	Mecanismos de Diluição relacionados a Aportes de Capital.....	43
2.1.5	Direito de Preferência (<i>Right of First Refusal</i>).....	46
2.1.6	Venda e Compra Compulsória de Ações.....	46
2.1.7	Opção de Compra em casos de Falência e Insolvência.....	47
2.1.8	Resolução de Controvérsias.....	48
2.1.9	Análise crítica e conclusões preliminares acerca do <i>Shareholders Agreement</i>	48
2.2	<i>Agreement of Limited Partnership</i>	56
2.2.1	Órgãos da Administração.....	57
2.2.2	Taxa de retorno após o <i>Revamp Project</i> (<i>marlim clause</i>).....	59
2.2.3	Alocação Especial.....	61
2.2.4	<i>Put-option</i> decorrente de decisões societárias relevantes.....	61
2.2.5	Mecanismo de Diluição relacionado a Aportes de Capital.....	65
2.2.6	Demais Considerações.....	67
2.2.7	Conclusões preliminares acerca do <i>Agreement of Limited Partnership</i>	67

3	ESTRUTURAS JURÍDICAS ASSOCIATIVAS DO SETOR DE ÓLEO E GÁS.....	70
3.1	<i>Joint-ventures</i> como alternativa à exposição de Riscos.....	70
3.2	Classificação das <i>joint-ventures</i>	75
3.3	Diferentes tipos de <i>joint-ventures</i> no segmento de Petróleo e Gás Natural.....	78
3.4	Problemas reincidentes nas <i>joint-ventures</i> do setor de Petróleo e Gás Natural.....	82
3.4.1	Estrutura Associativa Inadequada.....	82
3.4.2	Alinhamento de Metas e Estratégia.....	83
3.4.3	Governança Ineficiente.....	85
3.4.4	Valoração de Ativos e Realização de Investimentos.....	89
3.4.5	Mecanismos de Saída mal elaborados.....	91
3.4.6	Mecanismos Ineficientes de Resolução de Impasses.....	97
3.5	Enquadramento do Modelo Associativo de Pasadena.....	101
3.6	Problemas relacionados ao Modelo Associativo de Pasadena.....	104
3.6.1	Definição e Valoração das Contribuições dos Sócios.....	104
3.6.2	Precificação do Ativo.....	107
3.6.3	Governança Ineficaz e Estrutura Contratual Superficial.....	109
3.6.4	Mecanismos de Saída concedidos à Astra.....	115
3.6.5	Investimentos no <i>Revamp Project</i>	120
3.6.6	Retorno mínimo garantido (<i>Marlim Clause</i>).....	122
4	PROPOSTAS DE ADAPTAÇÃO À ESTRUTURA JURÍDICA DA PARCERIA.....	126
4.1	Motivadores da Petrobras para ingresso na parceria de Pasadena.....	126
4.2	Adaptações sugeridas ao Modelo Associativo de Pasadena.....	127
4.2.1	Dimensionamento do Projeto de Adaptação da Refinaria anterior ao fechamento.....	128

4.2.2	<i>Lock-up Period</i>	133
4.2.3	Governança e Composição do Conselho.....	135
4.2.4	Revisão da Metodologia de Originação e Resolução de Impasses (<i>Deadlocks</i>).....	140
4.2.5	Alterações à Cláusula de <i>Put-Option</i>	147
4.2.6	Investimentos relacionados ao <i>Revamp</i> e Métricas de Diluição.....	151
4.2.7	Exclusão do Retorno Mínimo Garantido (<i>Marlim Clause</i>) e utilização do <i>Earn-Out</i>	152
5	CONCLUSÃO	153
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	156

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a estrutura da *joint-venture* de Pasadena formada pela Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRAS) e pelo grupo belga Astra Transcor, com vistas a avaliar sua adequação jurídica e negocial.

Referida associação empresarial visava 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 petróleo bruto extraído no campo de Marlim e subsequente comercialização do petróleo refinado no mercado externo.

A estrutura administrativa implementada nos veículos da *joint-venture* se revelou extremamente problemática, colocando seus participantes em uma rota de colisão pouco tempo depois do início da associação.

Ademais, determinados mecanismos de impasse e arranjos financeiros avançados entre as partes, por meio de cláusulas contratuais bastante complexas e controversas (e que serão avaliadas em detalhe neste trabalho), foram duramente criticados por agentes reguladores, investidores e pela imprensa, uma vez que geraram dúvidas em relação à observância de parâmetros usuais de mercado e adequação ao contexto específico da *joint-venture*.

A cláusula de *put-option*, por exemplo, tinha por objeto a opção de venda forçada da participação societária detida pela Astra na *joint-venture*, podendo ser exercida pela Astra caso a Petrobras utilizasse a faculdade prevista nos contratos de fazer prevalecer sua vontade para superar eventual impasse societário. As fórmulas utilizadas para respaldar o cálculo do preço da opção de venda foram objeto de severas críticas pela imprensa especializada, conferindo à Astra uma vantagem econômica excessivamente alta.

A chamada cláusula *marlim*, por sua vez, estabelecia uma obrigação contratual à Petrobras, de garantir a sua sócia belga uma taxa de 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 quando da aprovação do negócio, operava como verdadeiro “seguro” à Astra, em contrapartida à garantia concedida à Petrobras de poder utilizar ao menos 70% da capacidade operacional da refinaria de Pasadena para processamento do petróleo bruto extraído em alto mar.

Diante dessas questões, este trabalho promoverá uma análise crítica acerca da instrumentalização jurídica da *joint-venture* de Pasadena, no intuito de compreender os motivos que levaram as partes a enfrentarem desavenças societárias tão latentes e a razão de tal associação acarretar prejuízos tão significativos à estatal brasileira. Ademais, este estudo também irá propor possíveis melhorias à estrutura jurídica da associação empresarial em questão, elencando remédios contratuais alternativos (e condizentes com as práticas de mercado) que poderiam ter sido utilizados para melhor resguardar os interesses da Petrobras.

O presente trabalho está distribuído em quatro capítulos. O **capítulo 1** apresenta síntese do caso analisado, com vistas a aclarar a sequência dos eventos envolvendo o embate societário entre os dois grupos empresariais e, especialmente, compreender a fundamentação jurídica das decisões arbitrais e judiciais proferidas no âmbito das disputas. O **capítulo 2** examina as cláusulas dos contratos da *joint-venture* e também ilustra a aplicação simulada das diversas fórmulas contratuais que serviram para amparar arranjos financeiros específicos. Em seguida, tal capítulo apresenta conclusões preliminares acerca dos contratos analisados. O **capítulo 3** se presta a estudar as estruturas jurídicas associativas usualmente utilizadas no setor de Petróleo e Gás Natural. Após avaliadas as modalidades associativas mais comuns no setor, o capítulo promove análise crítica do modelo associativo da *joint venture* de Pasadena, avaliando em que medida tal modelo destoou das práticas de mercado e como tal estrutura poderia ser mais melhor construída. O **capítulo 4** contempla a etapa propositiva do presente trabalho. Nesse capítulo, são propostas mudanças concretas à estrutura associativa de Pasadena que poderiam ter resguardado os interesses da Petrobrás.

1 SÍNTESE DO CASO PRÁTICO

Os fatos transcritos nesse capítulo foram extraídos a partir das decisões judiciais de primeira e segunda instâncias, de mérito e interlocutórias, proferidas por autoridades judiciárias norte-americanas no âmbito dos diversos embates envolvendo Astra e Petrobras¹, assim como de determinados processos e acórdãos do Tribunal de Contas da União (TCU)² analisados durante a pesquisa.

Em janeiro de 2005, o grupo belga Astra Transcor adquiriu 100% das ações representativas do capital social da refinaria americana *Pasadena Refining System, Inc.* por US\$ 42,5 milhões. Poucos meses depois, em meados de fevereiro de 2005, a Astra iniciou tratativas com a Petrobras acerca de uma possível parceria envolvendo a utilização da usina da refinaria recém adquirida pela Astra.

As tratativas entre a Astra e a Petrobras referentes à refinaria de Pasadena evoluíram e, ao final do mês de março de 2005, profissionais da Petrobras visitaram as instalações da refinaria, tendo recomendado a realização de *due diligence* por meio da contratação de assessoria especializada.

Após a celebração de um memorando de entendimentos que fixava os termos e condições gerais para a realização de *due diligence*, com vistas a uma potencial aquisição da *Pasadena Refining System, Inc.*, a Petrobras contratou a assessoria

¹ *District Court of Harris County Texas, 129th Judicial District. Order Confirming Arbitration award and Final Judgment. No. 2010-22326. Astra Oil Trading NV, Astra GP, Inc., and Astra Tradeco, Petitioners v. Petrobras America Inc., PAI PRSI Trading General LLC, and PAI PRSI Trading Limited LLC, Respondents*, j. em 20 de dezembro de 2010.

Court of Appeals for the First District of Texas. No. 01-11-00073-CV. Petrobras America, Inc., PAI Trading general LLC, and PAI PRSI Trading Limited LLC, Appelants v. Astra Oil Trading NV, Astra GP, Inc., Astra Tradeco. LP LLC, and Pasadena Refinery Holding Partnership, Appelles. On appeal from the 129th District Court Harris County, Texas, Trial Court Case No. 1010-22326, j. em 29 de março de 2012.

District Court for the Southern District of Texas, Houston Division. Memorandum and Order Civil Action No. H-09-1274. Astra Oil Trading NV, Astra GP, Inc., and Astra Tradeco, Plaintiffs v. Petrobras America Inc., PAI PRSI Trading General LLC, and PAI PRSI Trading Limited LLC, Defendants, j. em 10 de março de 2010.

District Court for the Southern District of Texas, Houston Division. Memorandum and recommendation on Defendant's motion for Summary Judgment. Civil Action No. H-08-2072. Transcor Astra Group S.A., Plaintiff v. Petroleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Defendant, j. em 7 de fevereiro de 2012.

² TCU. Tribunal de Contas da União. **Acórdão nº 1839/2018**. Relator Ministro José Múcio Monteiro; j. em 08/08/2018.

TCU. Tribunal de Contas da União. **Acórdão nº 2005/2017**. Relator Ministro Benjamin Zymler; j. em 13/09/2017.

TCU. Tribunal de Contas da União. **Acórdão nº 2284/2017**. Relator Ministro Vital do Rêgo; j. em 11/10/2017.

TCU. Tribunal de Contas da União. **Acórdão nº 2619/2019**. Relator Ministro Benjamin Zymler; j. em 30/10/2019.

TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**. Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014.

especializada da *Muse Stancil & Co*, a qual apresentou o relatório de *due diligence* da refinaria em meados de julho de 2005.

A Diretoria Executiva da Petrobras autorizou então a apresentação de oferta à Astra, para a compra de 70% das ações da *Pasadena Refining System, Inc.* ou dos ativos da companhia, por US\$365 milhões, valor este consubstanciado em um estudo de viabilidade técnica e econômica desenvolvido por um grupo interno da própria Petrobras. A oferta feita pela Petrobras não foi aceita pela Astra tal como apresentada e, após negociações, as partes acertaram a aquisição, pela Petrobras, de 50% dos bens e direitos da *Pasadena Refining System, Inc.* e de 50% da participação societária da *PRSI Trading Company LP*, veículo que ainda seria constituído e cujo objeto seria a comercialização, com exclusividade, do petróleo bruto processado pela *Pasadena Refining System, Inc.* Pelo negócio, a Petrobras pagaria US\$ 189 milhões no fechamento da operação, US\$ 85.142.857,15 um ano após o fechamento e US\$ 85.142.857,15 após dois anos, totalizando US\$ 359.285.714,30 (os detalhes desse arranjo serão abordados em detalhes no Capítulo 2).

O Conselho de Administração da estatal brasileira aprovou o negócio nas condições acima em reunião havida em 3 de fevereiro de 2006. Os contratos definitivos da transação foram celebrados em 20 de março de 2006, com fechamento (liquidação financeira da primeira parcela do preço) em 1º de setembro de 2006.

Ao final do ano de 2007, Petrobras e Astra enfrentaram desavenças na governança da *Pasadena Refining System, Inc.* e da *PRSI Trading Company LP* e iniciaram tratativas para que a Petrobras adquirisse a totalidade da participação societária dessas empresas. Nessa linha, as partes assinaram uma Carta de Intenções (*Letter of Intent*) ainda em dezembro de 2007, na qual se propunha a futura compra e venda dos 50% remanescentes de participação na *Pasadena Refining System, Inc.* por US\$ 700 milhões, além dos 50% remanescentes da *PRSI Trading Company LP* por US\$ 87.665.431,95, com a subsequente liquidação da *PRSI Trading Company*. A despeito do caráter não vinculante da Carta de Intenções que seria posteriormente alegado pela Petrobras, esse documento daria lastro a um embate judicial, aonde a Astra sustentaria a obrigatoriedade de conclusão da compra e venda.

A Diretoria Executiva da Petrobras recomendou ao Conselho de Administração a aquisição complementar das participações nos moldes acima descritos, mas o órgão administrativo da companhia não autorizou o fechamento do negócio, conforme consignado na Ata de Reunião do Conselho de Administração de 3 de março de 2008, tendo determinado que a matéria fosse reapresentada aos Conselheiros com informações complementares. O tema chegou a ser reapresentado ao Conselho de Administração da estatal, mas não houve aprovação.

Em 19 de junho de 2008, a Petrobras convocou uma reunião do órgão administrativo soberano da *Pasadena Refining System, Inc.* com vistas a aprovar matérias que visavam, em última análise, a preservação da saúde financeira da empresa. Em razão da ausência da Astra em tal reunião, a Petrobras exerceu o direito de fazer prevalecer a sua decisão (*right to override*), o que, contratualmente, fazia disparar o direito da Astra de exercer a opção de venda forçada (*put-option*) da sua participação acionária.

Também em 19 de junho de 2008, a Petrobras iniciou procedimento arbitral contra empresas do grupo Astra, fundado no descumprimento de deveres fiduciários da Astra relacionados à gestão conjunta da *Pasadena Refining System, Inc.* e da *PRSI Trading Company LP*, chamadas de capital não realizadas e implementação do plano de negócios e Segurança, Meio Ambiente e Saúde (SMS). Tanto o *Shareholders Agreement* da *Pasadena Refining System, Inc.* como o *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading LP* possuíam cláusula de resolução de controvérsias submetendo conflitos da *joint-venture* para um tribunal arbitral formado por três árbitros, conforme as regras da *American Arbitration Association Rules*. Nesse sentido, a instauração do procedimento arbitral pela Petrobras obedeceu estritamente ao disposto nos contratos da *joint-venture*.

O pleito da Petrobras quando da instauração da arbitragem girava essencialmente em torno da acusação de quebra dos deveres fiduciários por parte da Astra, relativamente à sua condição de acionista da *PRSI Trading LP*. Segundo a Petrobras, a Astra teria se beneficiado de transações *intercompany* (i.e. entre a Astra e a própria *PRSI Trading LP*) de venda de produtos derivados do petróleo realizadas entre setembro de 2006 e setembro de 2008. Tais transações de venda teriam sido feitas fora dos parâmetros de mercado, beneficiando indevidamente a Astra e comprometendo diretamente os resultados da *joint-venture*. A Petrobras requereu, ainda, que os árbitros declarassem que a Carta de Intenções de 5 de

dezembro de 2007 não tivesse força vinculante, de tal modo que a Astra não pudesse se omitir do cumprimento das obrigações de acionista da *Pasadena Refining System, Inc.* e da *PRSI Trading Company LP*.

Em 1 de julho de 2008, em contrapartida ao *right to override*, a Astra exerceu seu direito à opção de venda forçada de ações (*put-option*), segundo o qual a Petrobras estaria obrigada a adquirir a integralidade da participação acionária detida pela Astra na *Pasadena Refining System, Inc.* e na *PRSI Trading Company LP*, de acordo com mecanismos e fórmulas pré-estabelecidos em contrato. Na mesma data, a Astra ajuizou medida judicial junto à Corte Distrital do Texas, Houston, alegando descumprimento contratual da Petrobras assumido na Carta de Intenções, ensejando a cobrança aproximada de US\$ 788 milhões mais juros e honorários. Desse modo, a despeito de o procedimento arbitral versar inicialmente sobre uma suposta falta de cumprimento de deveres fiduciários da Astra perante a *joint-venture*, a validade do exercício do *put-option* e o preço atribuído às participações societárias correspondentes também acabou sendo levada ao crivo do Painel Arbitral.

Em 24 de outubro de 2008, o Painel Arbitral proferiu uma decisão intermediária por meio da qual concluiu que a Astra exercera validamente o *put-option* regulado no *Shareholders Agreement* da *Pasadena Refining System, Inc.* e no *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading Company LP*. Nessa decisão, o Painel Arbitral reconheceu a validade do exercício do *put-option*, mas declarou que todas as questões remanescentes da arbitragem seriam apresentadas em audiência, com início em 3 de fevereiro de 2009, o que incluiria a definição de quando e quanto a Petrobras deveria pagar à Astra pelas participações societárias atreladas ao *put-option*.

Em 3 de dezembro de 2008 a Astra ajuizou nova medida judicial, dessa vez junto à Corte Distrital de Nova Iorque, reivindicando uma indenização de aproximadamente US\$ 156 milhões. Naquela ocasião, a Astra e a Petrobras, por meio de sociedades afiliadas, figuravam como garantidoras de uma linha de crédito junto ao banco BNP Paribas no valor de US\$ 500 milhões, concedida em favor da *PRSI Trading Company LP*.

A *PRSI Trading Company LP* permitiu que a referida linha de crédito vencesse sem que houvesse pagamento integral ao BNP Paribas, de tal forma que a Astra e a Petrobras foram demandadas a pagar aproximadamente US\$ 156 milhões ao BNP Paribas. Diante desse cenário, a Astra operacionalizou tal pagamento por

intermédio de uma afiliada suíça a qual mantinha conta conjunta com outra sociedade da Astra sediada em Nova Iorque. Vale notar que o *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading LP* determinava que a Petrobras deveria indenizar a Astra por qualquer endividamento que esta houvesse garantido, o que respaldava o seu pleito indenizatório. A despeito de se tratar de trâmite judicial específico e posterior à instauração do procedimento arbitral, tal imbróglio também viria a ser analisado pelo Painel Arbitral por se tratar de matéria relacionada ao objeto da arbitragem.

Em sua decisão final, emitida em 10 de abril de 2009, o Painel Arbitral sustentou a inexistência de inadimplemento contratual e violação de deveres fiduciários por parte da Astra e negou provimento a todos os pleitos da Petrobras. Segundo a fundamentação do Painel Arbitral, a alegação de que a Astra realizara operações de venda de produtos derivados do Petróleo de forma irregular não se sustentava, uma vez que os executivos de ambas as partes sempre estiveram a par de todas as movimentações de venda, possuindo visibilidade das operações realizadas pela *PRSI Trading Company LP*. Determinou-se, ainda, que as participações societárias da Astra vinculadas ao *put-option* fossem transferidas em definitivo à Petrobras até 27 de abril de 2009, endereçando especificamente a forma e prazo de pagamento do valor do *put-option*.

Em 27 de abril de 2009, data estabelecida pelo juízo arbitral para pagamento, diante da insegurança jurídica (já que a ação perante a Corte do Texas ainda estava em curso e poderia, a depender do desdobramento, prejudicar o julgamento da arbitragem), a Petrobras optou por não realizar o pagamento da condenação arbitral. A despeito de não receber o valor arbitrado pelo painel, a Astra operacionalizou a transferência da totalidade de suas participações na *Pasadena Refining System, Inc.* e na *PRSI Trading Company LP* para a Petrobras, desvinculando-se do quadro societário dessas empresas.

O resultado da arbitragem acabou sendo confirmado pela Corte do Texas e pela Corte Superior, tendo sido o litígio encerrado por acordo extrajudicial firmado entre as partes, por meio do pagamento, pela Petrobras à Astra, de aproximadamente US\$ 820 milhões.

Feita essa breve descrição dos fatos, cumpre, nesse momento, compreender em maiores detalhes a fundamentação das decisões proferidas no contexto dos litígios acima, relativamente àquilo que toca o tema do presente trabalho.

Como de costume em ambientes de litígio, os pedidos formulados pelas partes ao longo as disputas costumam abranger questões acessórias ao pleito central e que, por óbvio, não interessam ao propósito dessa pesquisa. Nesse sentido, esclarece-se que a análise adiante ficará adstrita aos aspectos que guardam relação com o objeto da presente pesquisa.

Passaremos, então, a analisar tanto a decisão final do Painel Arbitral proferida em 10 de abril de 2009, assim como as decisões de primeira e segunda instâncias emitidas no contexto do embate judicial que se estabeleceu perante as Cortes do Texas posteriormente ao início da disputa arbitral.

1.1 Convalidação e Consumação do *put-option* pelo Painel Arbitral

Conforme vimos, a despeito do procedimento arbitral versar, inicialmente, sobre acusações da Petrobras quanto a supostos inadimplementos contratuais e quebra de deveres fiduciários pela Astra; após o exercício do *put-option* por esta última, a validade do *put-option* e a forma de consumá-lo passaram a fazer parte da discussão arbitral, tornando-se, efetivamente, o seu objeto central.

A convalidação do exercício do *put-option* não ocorreu na decisão arbitral final, mas sim anteriormente, por meio de uma decisão intermediária do Painel Arbitral havida em 24 de outubro de 2008, ou seja, cerca de três meses após o exercício pela Astra. Nessa ocasião, o Painel Arbitral procedeu a uma simples interpretação contratual do *Shareholders Agreement* da *Pasadena Refining System, Inc.*, e do *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading Company LP*, tendo concluído que o exercício do *put-option* fora realizado regularmente pela Astra, em consonância com as formalidades contratuais.

O evento ensejador do direito de *put-option* estabelecido em ambos os contratos era a “tomada de decisão relevante pela Petrobras com a qual a Astra discordasse”. Nesse sentido, no entender do Painel Arbitral, a aprovação das matérias da reunião do *Superboard* da *Pasadena Refining System, Inc.* convocada em 19 de junho de 2008, à revelia da Astra, não deixava qualquer dúvida quanto à caracterização do evento que fazia nascer o direito de *put-option* em favor da Astra. Segundo a Petrobras, os supostos inadimplementos contratuais e quebra de deveres fiduciários por parte da Astra afastavam a possibilidade de exercício do *put-option*, mas o fato é que o Painel Arbitral sequer hesitou em reconhecer e convalidar

o exercício do *put-option*, colocando um ponto final à questão antes mesmo do julgamento final.

Superada a convalidação do exercício, a Petrobras passou a questionar a forma de consumação da venda forçada, insistindo que diversas questões teriam de ser endereçadas antes se efetivar a liquidação financeira do *put-option* (e consequente transferência das ações). Segundo a estatal, a liquidação financeira do *put-option* somente poderia ocorrer após a entrega de informações pela Astra, tais como livros e registros contábeis da *Pasadena Refining System, Inc.* e da *PRSI Trading Company LP*, e resolução de questões acessórias pendentes entre as sócias, incluindo aspectos tributários e transações *intercompany*. No entanto, novamente, a iniciativa da estatal em evitar a consumação do *put-option* restou infrutífera, já que o Painel Arbitral determinou que a liquidação financeira e a transferência das participações societárias ocorressem de forma simultânea, em data específica arbitrada pelo Painel.

Em sua fundamentação constante da decisão final, o Painel Arbitral sustentou que a aquele colegiado já havia reconhecido a validade do exercício do *put-option* pela Astra, restando tão somente definir a forma de consumação do *put-option*. A esse respeito, a decisão procedeu à aplicação do disposto na cláusula 5.3 do *Shareholders Agreement* da *Pasadena Refining System, Inc.* e na cláusula 9.4 do *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading Company LP* as quais regulavam a matéria de forma específica (e que serão analisadas em maiores detalhes adiante).

Apenas para sintetizar a opinião dos árbitros, tal qual exposta na conclusão do procedimento arbitral, transcreve-se, abaixo, a respectiva seção da sentença arbitral, conforme citada em processo do TCU³:

Conclusão

Por ordem do painel, no dia 2/10/2008, depois de apreciadas as manifestações sobre os assuntos submetidos à arbitragem, os árbitros expedem os seguintes entendimentos e determinações:

- (a) O direito de retirada foi adequado e validamente exercido pela Astra em 1/7/2008.

³ TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**. Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014.

- (b) Á Astra deve ser pago o montante equivalente a 106% do valor de mercado dos seus 50% de participação, avaliados em 1/7/2008, de acordo com o item 7 do Anexo B do Agreement of Limited Partnership e do item 7 do contrato de compra e venda da refinaria (ou qualquer valor maior, estabelecido e previsto no referido item 7). [item, posteriormente, retificado para 120% sobre o valor calculado em função das fórmulas contratuais].
- (c) O valor justo de mercado deve ser determinado em conformidade com o que estabelece o mecanismo previsto na cláusula 5.2 do contrato de compra e venda da refinaria, que foi preparado e apresentado pela Astra no curso do procedimento arbitral.
- (d) Depois de 1/7/2008, a Astra não tinha qualquer obrigação de anuir com quaisquer chamadas de capital, nem de participar na administração, nem de prover qualquer assistência financeira à refinaria ou à parceria comercial. Qualquer omissão da Astra em assim fazer não resultou em qualquer tipo de diluição de capital relativamente à sua participação acionária e não deve ser considerada como inadimplência em honrar suas obrigações contratuais sob os acordos em questão.
- (e) A questão do carácter vinculante da carta datada de 7/12/2007 – o acordo de compra – não está sob jurisdição desse painel ou dessa corte arbitral. Se a questão estivesse sob a jurisdição desse painel, não poderia ser resolvida no âmbito de um procedimento sumário, porque há questões fáticas a dirimir, relativamente ao carácter vinculante da carta de intenções.

Para o Painel Arbitral, os arranjos do Shareholders Agreement e do Agreement of Limited Partnership evidenciavam a intenção das partes de que o *put-option* fosse consumado dentro de noventa dias da data da decisão que fazia disparar o *put-option*, mediante a efetivação da transferência das ações e realização do pagamento correspondente de forma simultânea, sem que se fizessem necessárias outras medidas acessórias, como queria a Petrobras. Ainda que houvesse disposições contratuais que permitissem à Petrobras a solicitação de informações e documentos quando da consumação do *put-option*, o Painel Arbitral interpretou que isso não se tratava de uma condicionante à consumação do *put-option*, mas de um simples direito contratual, passível de ser reivindicado em procedimento arbitral específico caso a Petrobras assim quisesse.

A tabela, a seguir, extraída do laudo arbitral, sintetiza os principais itens e valores contemplados na decisão do Painel Arbitral:

Tabela 1 – Principais itens e valores contemplados na decisão do Painel Arbitral⁴

Itens constantes da sentença arbitral (em 10/04/2009)	Valor
1. Preço pela Compra dos 50% remanescentes na <i>Pasadena Refining System, Inc.</i>	US\$ 298.629.834,00
2. Juros incorridos sobre o montante anterior desde fim do prazo de noventa dias após o dia do exercício pela Astra de sua opção de venda forçada (1/7/2008).	US\$ 8.301.293,00
3. Obrigação imposta à Petrobras de ressarcir a Astra por empréstimo da Astra da <i>PRSI Trading Company LP</i> junto ao BNP Paribas, em parte honrado pela própria Astra.	US\$ 156.442.879,00
4. Juros incorridos sobre o montante anterior desde o fim do prazo de noventa dias após o exercício pela Astra da sua opção de venda forçada (1/7/2008).	US\$ 3.364.593,00
5. Alocação especial devida à Astra no âmbito da <i>PRSI Trading Company LP</i> conforme estipulado no <i>Agreement of Limited Partnership</i> , devida em duas parcelas iguais abaixo indicadas:	US\$ 170.734.769,00
5.1 Primeira parcela devida pela compra dos 50% remanescentes na <i>PRSI Trading Company LP</i> , devida a partir de 17 de setembro de 2009.	US\$ 85.367.385,00
5.2 Segunda parcela devida pela compra dos 50% remanescentes na <i>PRSI Trading Company LP</i> , devida a partir de 17 de setembro de 2010.	US\$ 85.367.385,00
6. Custas judiciais, custos arbitrais e honorários advocatícios.	US\$ 4.692.891,00
TOTAL	US\$ 639.166.260,00

Fonte: “III. Summary of Specific Relief Awarded” do “Final Award of Arbitrators”.

⁴ Tabela extraída da seção intitulada “III. Summary of Specific Relief Awarded” do “Final Award of Arbitrators”, conforme mencionado na decisão da Court of Appeals for the First District of Texas. No. 01-11-00073-CV. *Petrobras America, Inc., PAI Trading general LLC, and PAI PRSI Trading Limited LLC, Appellants v. Astra Oil Trading NV, Astra GP, Inc., Astra Tradeco. LP LLC, and Pasadena Refinery Holding Partnership, Appelles.*

Após a perda da disputa arbitral, a Petrobras ainda envidaria esforços para tentar anular parcialmente os efeitos da decisão na esfera judicial, sem que, no entanto, tivesse êxito. Esse embate teve desdobramentos tanto nas Cortes Federais, como na Corte Estadual do Distrito do Texas. Adiante avaliaremos o julgado da *Court of Appeals for the First District of Texas*, o qual decidiu pela manutenção da decisão de primeira instância, no sentido de reafirmar a decisão havida em sede arbitral.

1.2 Reafirmação da Decisão Arbitral pelas Autoridades Judiciárias do Texas

Em sede judicial, enquanto a Astra buscava a convalidação da decisão arbitral (ante o não pagamento do *put-option* pela Petrobras), a estatal se empenhava para tentar anular os efeitos do julgado do Painel. Os julgamentos de primeira e segunda instância, emitidos, respectivamente, pelo *District Court for the Southern District of Texas* em 10 de março de 2010 e pela *Court of Appeals for the First District of Texas* em 29 de março de 2012, rejeitaram os pedidos da Petrobras para anulação parcial da decisão arbitral, ratificando o julgado do Painel.

Dentre outros pedidos formulados, a Petrobras solicitava a anulação dos efeitos da decisão arbitral acerca da consumação do *put-option*, sob a alegação de que o Painel Arbitral excedera os limites de sua autoridade ao “reescrever” as disposições contratuais dos contratos da *joint-venture* que regulavam essa questão. Para a estatal, considerando que os contratos previam a obrigação da Astra de “entregar documentos razoavelmente solicitados” quando da consumação do *put-option*, o Painel Arbitral jamais poderia impor a liquidação financeira do *put-option* sem que tais documentos fossem efetivamente entregues pela Astra à Petrobras.

Sobre tal argumentação, as autoridades judiciárias fundamentaram que a arbitragem é uma questão contratual, cabendo estritamente às partes contratantes definir os poderes dos árbitros indicados. Somente há excesso de autoridade caso os árbitros julguem contrariamente às disposições contratuais expressas. Os contratos da *joint-venture* autorizavam os árbitros a resolver “qualquer disputa decorrente ou relacionada” aos respectivos instrumentos, pelo que se infere que a intenção das partes, quando da consumação do negócio, foi de outorgar ao Painel os poderes e a autoridade de interpretação dos contratos.

Nessa esteira, ao contrário do que a Petrobras alegava, a decisão arbitral não “reescrevia o contrato” para dispensar a Astra da obrigação de fornecer os documentos razoavelmente solicitados quando da consumação do *put-option*, mas apenas interpretava que essa não era uma condição impeditiva à liquidação financeira do *put-option* e transferência das participações. No linguajar contratual, para o Painel Arbitral a entrega de documentos não era uma “condição precedente” ao *closing* do *put-option*, mas sim uma simples obrigação contratual, a qual, caso não fosse cumprida, poderia ensejar um procedimento arbitral específico para tratar dessa matéria. Em síntese, o Painel Arbitral tinha autoridade para interpretar os contratos da *joint-venture* e assim o fez.

Para as autoridades judiciárias do Texas, a Petrobras solicitava judicialmente justamente aquilo que não poderia ser feito: uma segunda interpretação contratual, a qual já fora mérito da decisão proferida pelo Painel Arbitral. Para corroborar esse entendimento, citou-se o julgado *Kergosien v. Ocean Energy, Inc.* 390 F.3d 346, 353 (5th Cir. 2004): “*So far as the arbitrator’s decision concerns construction of the contract, the courts have no business overruling him because their interpretation of the contract is different than his*”.⁵

1.3 Compilação dos eventos centrais do caso analisado

Conforme se observa, o caso analisado possui múltiplos desdobramentos e particularidades. Visando facilitar a compreensão do caso ora analisado, consolida-se, a seguir, uma tabela ilustrativa com os principais eventos relacionados às desavenças entre Petrobras e Astra, no âmbito da *joint-venture* de Pasadena. Essa síntese dos fatos foi extraída do já mencionado processo do Tribunal de Contas da União, relativo à representação do Ministério Público acerca de irregularidades do processo de aquisição refinaria.

⁵ No que diz respeito à decisão do árbitro concernente à construção do contrato, os tribunais não devem anulá-la porque sua interpretação do contrato é diferente daquela proferida pelo árbitro. (tradução livre)

Tabela 2 - Principais eventos relacionados às desavenças entre Petrobras e Astra, no âmbito da *joint-venture* de Pasadena

Data	Evento
Jan/2005	A Astra compra a refinaria de Pasadena da Crown por US\$ 42,5 milhões.
Fev/2005	A Astra, por intermédio de um ex-empregado da Petrobras, oferece a refinaria à Petrobras.
Abr/2005	A Petrobras e a Astra assinam um acordo de confidencialidade a respeito da possível compra da refinaria.
Mai/2005	A Petrobras e a Astra assinam um memorando de entendimentos a respeito da possível compra da refinaria. Entre 23 de maio e 17 de junho, técnicos da Petrobras efetuam diligências para conhecer o estado do ativo de refino.
Ago/2005	A Petrobras oferece US\$ 365 milhões por 70% da refinaria. A Astra rejeita a oferta.
Set/2005	A Petrobras formula nova proposta de compra por US\$ 470 milhões por 70% da refinaria. A Astra faz nova contraproposta de US\$ 720 milhões.
Fev/2006	As partes celebram um acordo e assinam o contrato de compra e venda por US\$ 360 milhões (50% da refinaria e da <i>trading company</i>).
Set/2006	Fechamento definitivo do negócio jurídico. A Petrobras, por meio de sua controlada indireta <i>Petrobras America Inc.</i> , paga em dinheiro à Astra US\$ 318 milhões. Compromete-se a pagar, adicionalmente, US\$ 170,4 milhões em duas parcelas iguais, anuais e consecutivas com vencimento em fevereiro de 2007 e 2008. Começam as operações conjuntas.
Set-Dez/2007	A Petrobras e a Astra negociam a compra dos remanescentes 50% nas empresas por US\$ 787,6 milhões. Durante esse período, a Petrobras gere sozinha a refinaria, aporta vultuosos capitais, mas não convoca reuniões formais do <i>Board of Directors</i> ou do <i>Senior Owners Committee</i> para diluir a participação da Astra.
Mar/2008	A negociação é aprovada pela Diretoria Executiva, mas não é aprovada pelo Conselho de Administração da Petrobras. A Astra passa a exigir o cumprimento das tratativas havidas em documentos não vinculantes.
Jun/2008	Após tentar impor à Astra, sem sucesso, decisões retroativas de chamadas de capital, a Petrobras invoca o procedimento arbitral.
Jul/2008	A Astra ingressa com ação judicial pleiteando que a Petrobras pagasse os US\$ 787 milhões discutidos em sede da Carta de Intenções (arranjo não vinculante).
Nov/2008	Sai a sentença arbitral provisória. No bojo dessa decisão, o tribunal arbitral já reconheceu que a Astra exerceu validamente seu direito contratual de forçar a Petrobras a comprar a participação belga de 50% nas duas empresas da <i>joint-venture</i> .
Abr/2009	Sai a sentença arbitral definitiva. A Petrobras é condenada a reconhecer o exercício da opção de venda forçada pela Astra e a pagar à Astra US\$ 639 milhões. A Petrobras não cumpre a sentença arbitral e decide pleitear judicialmente a revisão judicial da decisão arbitral. Sofre duas derrotas consecutivas.

Fonte: Processo do TCU **00540620137**, Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014.

Uma vez aclarados os fatos relacionados ao caso que lastreia a análise objeto dessa pesquisa, passaremos a analisar, efetivamente, a estrutura jurídico-contratual do negócio.

2 ESTRUTURA JURÍDICA DA JOINT-VENTURE DE PASADENA

A modelagem jurídica da *joint-venture* envolveu a celebração de quatro grandes contratos: (a) o contrato de venda e compra de participação acionária e formação de parceria limitada (*Stock Purchase and Sale Agreement and Limited Partnership Formation Agreement*), o qual o regulamentava a compra da refinaria pela Petrobras e posterior formação da *PRSI Trading Company LP*; (b) o acordo de acionistas (*Shareholders Agreement*) da *Pasadena Refining System, Inc.*, o qual se prestava a regulamentar o relacionamento da Petrobras e da Astra enquanto acionistas da entidade responsável pelo processamento do petróleo bruto, notadamente em relação à definição da estrutura administrativa corporativa e às regras de alienação de participação societária; e (c) o contrato de parceria comercial (*Agreement of Limited Partnership*) da *PRSI Trading Company LP*, cujo escopo era estabelecer os direitos e obrigações da Petrobras e da Astra no âmbito do veículo utilizado para a comercialização do petróleo bruto processado pela *Pasadena Refining System, Inc.*, especialmente em relação aos aportes de capital, estrutura administrativa corporativa e alienação de participação na associação; e (d) o contrato de processamento de petróleo (*Processing Agreement*) entre a *Pasadena Refining System, Inc.* e *PRSI Trading Company LP*, o qual regulava as condições de fornecimento de produtos de petróleo para posterior processamento e comercialização, em consonância com o escopo da associação.

A lógica dessa estruturação passa pelo estabelecimento de um único contrato para os dois negócios jurídicos distintos (compra e venda da refinaria e formação de empresa comercial) e três liames jurídicos acessórios. Dois liames destinavam-se a estabelecer regras de comportamento e de governança corporativa entre os acionistas das duas diferentes entidades que explorariam o negócio, a *Pasadena Refining System, Inc.* (empresa industrial e focada no processamento de petróleo), e a *PRSI Trading Company LP* (empresa comercial, formada logo após a compra de metade do negócio pela Petrobras). Conforme veremos, as sócias não eram exatamente as mesmas, fato que acresceu graus de complexidade à governança corporativa conjunta. O terceiro liame jurídico foi estabelecido entre as duas pessoas jurídicas em que se cindiu o negócio, quais sejam, a refinaria (*Pasadena Refining System, Inc.*) e a empresa comercial (*PRSI Trading Company LP*), o qual era voltado a destinar a capacidade de processamento da refinaria aos interesses da empresa

comercial. Por tal acordo de processamento, a *PRSI Trading Company LP*, recém constituída, teria o direito de mobilizar toda a capacidade de refino do parque industrial de Pasadena e forneceria todas as matérias-primas para a refinaria, mas, em contrapartida, seria proprietária de todos os produtos do refino. Por esses direitos, a *PRSI Trading Company LP* pagaria tão somente uma tarifa de refino, que excluía, expressamente, os investimentos do *Revamp Project*. Vale notar, aqui, que esse arranjo ia de encontro aos interesses econômicos de longo prazo da Petrobras, uma vez que a Petrobras tinha o foco do seu interesse no projeto de adaptação e revitalização da refinaria para torná-la capaz de processar o petróleo bruto de Marlim.

É notório, portanto, que o *Shareholders Agreement* e o *Agreement of Limited Partnership*, enquanto contratos que regulavam o relacionamento das partes como sócias do negócio, revelam-se como peças principais de análise deste trabalho. Esses contratos contemplavam tanto as regras de governança corporativa, como as cláusulas financeiras mais sensíveis ao relacionamento societário das partes, incluindo os compromissos de aporte, as hipóteses de compra compulsória de participação, eventos de diluição acionária e correspondentes mecanismos de cálculo do percentual de diluição, previsão de venda forçada (*put-option*) da Astra em situações de impasse e as fórmulas de precificação, além de diversos outros arranjos relevantes.

Dessa forma, o presente Capítulo buscará elucidar o teor do *Shareholders Agreement* e do *Agreement of Limited Partnership*, com vistas a possibilitar um entendimento suficientemente aprofundado acerca dos direitos e obrigações das partes no âmbito da *joint-venture*. Vale destacar que as análises foram feitas a partir dos respectivos contratos assinados entre as partes, aos quais se teve acesso durante a pesquisa do presente trabalho. Ao final de cada tópico, promover-se-á uma conclusão parcial da análise.

2.1 Shareholders Agreement

A sociedade do grupo Petrobras destacada para deter as ações da *Pasadena Refining System, Inc.* e integrar o *Shareholders Agreement* foi a *Petrobras America Inc.*, subsidiária americana da estatal. Pela Astra, figurou a *Astra Oil Trading NV*,

entidade do grupo estabelecida na Holanda. Cada acionista era detentor de 50% das ações da *Pasadena Refining System, Inc.*

De acordo com o *Shareholders Agreement*, o objetivo primordial dos acionistas era a maximização dos lucros da companhia, através de uma operação combinada com a *PRSI Trading Company LP*, de acordo com as seguintes premissas: (a) necessidade de que a operação atendesse inteiramente à regulamentação aplicável, incluindo legislações ambientais, saúde e segurança do trabalho; (b) definição e implementação de um projeto de revitalização (*Revamp Project*) da refinaria., de modo a permitir o processamento do petróleo bruto pela Petrobras; (c) celebração de um novo contrato de processamento com a *PRSI Trading Company LP*; e (d) operação da refinaria conforme as melhores práticas da indústria norte-americana.

2.1.1 Órgãos da Administração

A estrutura administrativa da *Pasadena Refining System, Inc.*, segundo o *Shareholders Agreement*, contemplava um *Senior Owners Committee*, um Conselho de Administração (*Board of Directors*) e uma Diretoria Executiva.

Havia previsão expressa de alteração nas regras de composição desses órgãos administrativos conforme a participação da Astra fosse para um patamar inferior a 25%, ou caso a Petrobras reduzisse o seu percentual de participação para menos de 50%. Na prática, no entanto, a estrutura dos órgãos administrativos da *Pasadena Refining System, Inc.* sempre operou com os dois acionistas em igualdade de condições, já que não houve alteração no percentual dos dois acionistas até o exercício do *put-option* pela Astra.

O *Senior Owners Committee* era composto pelos presidentes da Petrobras e da Astra, ou por um profissional da alta administração de indicação da Petrobras e outro profissional da alta administração de indicação da Astra. O papel do *Senior Owners Committee* era resolver impasses havidos no âmbito do Conselho de Administração (i.e. matérias submetidas ao Conselho de Administração e que não fossem aprovadas por desavença entre os Conselheiros).

O Conselho de Administração, por sua vez, era composto por seis membros, sendo três de indicação da Petrobras e três de indicação da Astra. Ao Conselho de Administração cabiam todas as decisões relevantes da companhia (*Major*

Decisions), tomadas por maioria de votos, além da implementação de políticas internas, comitês e eventual criação de novos cargos dentro da Diretoria Executiva (a Diretoria Executiva possuía uma composição predefinida, a qual poderia ser complementada/modificada por decisão do Conselho de Administração). Adicionalmente a outras matéria de cunho estratégico constantes do estatuto social da companhia, o Conselho de Administração tinha prerrogativa de decisão das chamadas matérias relevantes (*Major Decisions*), assim elencadas no *Shareholders Agreement*: (a) aprovação do orçamento operacional e do orçamento de Capital Expenditure (CAPEX), e autorização para qualquer gasto substancial não contemplado no respectivo orçamento, observado que o orçamento para o projeto de revitalização da refinaria (*Revamp Project*) não deveria ser considerado uma *Major Decision*; (b) tomada de empréstimos e oneração de quaisquer ativos, exceto se necessários para atender ao orçamento operacional e ao orçamento de CAPEX; (c) venda de ativos relevantes ou compra de ativos fora do curso ordinário do negócio; (d) qualquer aditamento ao novo contrato de processamento com a *PRSI Trading Company LP*, excetuados os ajustes que porventura se fizessem necessários para garantir que 70% da capacidade total da refinaria fosse destinada ao processamento de petróleo bruto à Petrobras; (e) alteração relevante na política de distribuição de resultados da companhia, incluindo aumento na constituição de reservas porventura exigidas no âmbito do orçamento operacional e de CAPEX; (f) alterações relevantes nas práticas contábeis e fiscais da companhia; (g) seleção e remoção de auditores independentes; (h) admissão de novo conselheiro, exceto pelo disposto no *Shareholders Agreement*; (i) celebração de quaisquer transações com partes relacionadas, que não as operações com a *PRSI Trading Company LP* relativamente ao fornecimento de matéria prima; (j) liquidação, dissolução ou pedido de falência da companhia; e (k) adoção de quaisquer medidas contrárias aos princípios da companhia.

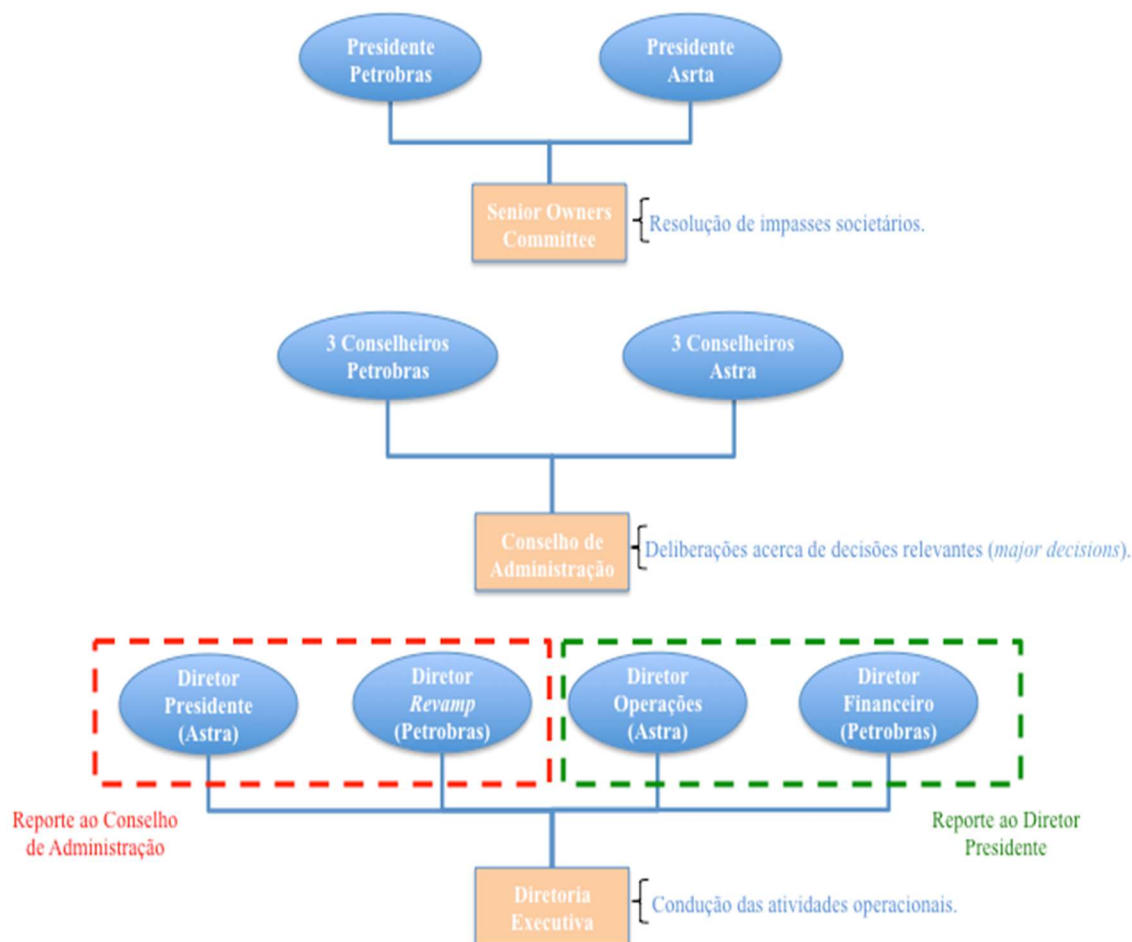
Ademais, o *Shareholders Agreement* também regulava a composição da Diretoria Executiva da companhia, consistente dos seguintes cargos (*Key Officers*): (a) um Diretor Presidente (*Chief Executive Officer*); (b) um Diretor Vice-Presidente responsável pelo projeto de revitalização da refinaria (*Vice President for Revamp Project*); (c) um Diretor de Operações (*Chief Operating Officer*); e (d) um Diretor Financeiro (*Chief Financial Officer*).

O Diretor Presidente seria escolhido pelos membros do Conselho de Administração de indicação da Astra, até o término do projeto de revitalização da refinaria (*Revamp Project*). Uma vez finalizado tal projeto de revitalização, os membros do Conselho de Administração de indicação da Petrobras passariam a ter a prerrogativa de escolha do Diretor Presidente. O Diretor de Operações seria escolhido pelos membros do Conselho de Administração indicados pela Astra; enquanto o Diretor Vice-Presidente do *Revamp Project* e o Diretor Financeiro seriam escolhidos pelos membros do Conselho de Administração de indicação da Petrobras, observado que o cargo do Diretor Vice-Presidente do *Revamp Project* deixaria de existir mediante a finalização do projeto de revitalização da refinaria. Assim, cada acionista (através de seus conselheiros) indicaria dois Diretores Executivos até que o projeto de revitalização fosse concluído.

A hierarquia da Diretoria Executiva, segundo o *Shareholders Agreement*, era a seguinte: o Diretor de Operações e o Diretor Financeiro reportavam ao Diretor Presidente, enquanto o Diretor Presidente e o Diretor Vice-Presidente do *Revamp Project* reportavam diretamente ao Conselho de Administração.

Esquemáticamente, portanto, a estrutura dos órgãos administrativos da *Pasadena Refining System, Inc.* era a seguinte, conforme figura:

Figura 1 - Estrutura Administrativa *Pasadena Refinery System Inc.*



2.1.2 Mecanismos de Diluição relacionados ao *Revamp Project*

Conforme já introduzido, o projeto de revitalização da refinaria (*Revamp Project*) era uma questão vital para o sucesso da associação entre a Petrobras e a Astra, uma vez que, somente através da efetivação das obras de revitalização é que a *Pasadena Refining System, Inc.* teria condições de atender à demanda de processamento de petróleo bruto da Petrobras.

Nesse sentido, o *Shareholders Agreement* se prestou a regular a matéria de forma específica, no seguinte sentido: após a assinatura do *Shareholders Agreement*, a *Pasadena Refining System, Inc.* tomaria providências (a seu próprio custo) para que um estudo econômico de concepção e engenharia do projeto de revitalização da refinaria fosse conduzido, pela própria Petrobras ou por uma empresa de engenharia especializada contratada para essa finalidade,

estabelecendo: (a) as modificações necessárias à refinaria para processamento do petróleo bruto da Petrobras; (b) as especificações do petróleo bruto que seria processado após a conclusão do projeto de revitalização; (c) o prazo estimado para conclusão do projeto; e (d) uma opinião fundamentada acerca dos custos e prazo de execução das obras relacionados ao projeto. Caso tal estudo econômico de concepção e engenharia do projeto fosse conduzido pela própria Petrobras, então a Astra teria o direito de validar os custos e a engenharia do projeto por meio de uma empresa de engenharia terceirizada de primeira linha, sendo-lhe garantido, nessa situação, amplo acesso às informações atinentes ao estudo realizado pela estatal.

Uma vez comunicada a conclusão o estudo de concepção e engenharia do projeto de revitalização da refinaria, a Astra teria noventa dias, ou até 31 de dezembro de 2006, o que ocorresse antes, para informar a Petrobras acerca de sua intenção de: (a) manter o seu percentual de participação na *Pasadena Refining System, Inc.* e participar efetivamente do projeto de revitalização, por meio do aporte proporcional dos recursos necessários à execução do projeto; (b) vender à Petrobras a totalidade ou uma parcela da sua participação societária, conforme métrica de precificação predefinida (hipótese em que a Petrobras seria obrigada a comprar); ou (c) não vender a totalidade da sua participação para a Petrobras, tampouco participar da totalidade das contribuições de capital necessárias ao financiamento do projeto de revitalização, hipótese em que a Astra seria diluída gradativamente, conforme métrica de diluição previamente estabelecida, à medida em que a Petrobras fosse realizando as contribuições de capital do *Revamp Project*.

O preço atribuído à participação societária da Astra na *Pasadena Refining System, Inc.*, na hipótese da alínea (b) acima, seria extraído a partir do valor total originalmente atribuído à *Pasadena Refining System, Inc.* (US\$ 378 milhões) proporcionalmente à participação alienada da Astra, somado ao valor proporcional das contribuições de capital da Astra não amortizadas. Assim, a ideia da mecânica contratual era que se pagasse pela participação da Astra o mesmo valor que a Petrobras pagara pouco tempo antes, somando-se as contribuições de capital realizadas pela Astra até tal data, considerando-se, ainda, uma taxa de depreciação aplicável às contribuições de capital de 10% ao ano. Assim, a título meramente exemplificativo, a aplicação da fórmula seria a seguinte:

Pasadena Refining System, Inc.

Put-option da Astra em função da decisão de não acompanhar o Revamp

Premissas:

- Valor originalmente atribuído à companhia: US\$ 378 milhões
- Participação alienada: 50% (total das ações detidas pela Astra)
- Valor das contribuições de capital da Astra: US\$ 100 milhões
- Taxa de depreciação aplicável: 30%

$$\text{Valor do put-option} = (378 * 0,5) + [100 - (100 * 0,3)]$$

$$\text{Valor do put-option} = 189 + 70$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ 259 milhões}$$

Por outro lado, o preço atribuído à participação societária da Astra na *PRSI Trading Company LP*, na mesma hipótese da alínea (b) acima, seria extraído a partir do percentual de participação societária objeto da venda, multiplicado pelo valor total do investimento considerado para a *PRSI Trading Company LP* (US\$ 300.571.428,00), somado ao valor das receitas operacionais da *PRSI Trading Company LP* proporcionais à participação alienada, somado ao valor de estoque da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação alienada, subtraindo-se os custos e despesas operacionais da *PRSI Trading Company LP* também proporcionais à participação alienada. Assim, exemplificativamente:

PRSI Trading Company LP

Put-option da Astra em função da decisão de não acompanhar o Revamp

Premissas:

- Valor total originalmente considerado a *PRSI Trading Company*: US\$ 300,6 milhões
- Participação alienada: 50% (total da participação da Astra)
- Receitas operacionais da *PRSI Trading Company*: US\$ 50 milhões
- Estoque da *PRSI Trading Company*: US\$ 75 Milhões
- Custos e despesas operacionais da *PRSI Trading Company*: US\$ 35 milhões

$$\text{Valor do put-option} = (300,6 * 0,5) + (50 * 0,5) + (75 * 0,5) - (35 * 0,5)$$

$$\text{Valor do put-option} = 150,3 + 25 + 37,5 - 17,5$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ 230,3 milhões}$$

O cálculo da diluição atribuída à Astra, na hipótese da alínea (c) acima (*Dilution of Ownership Interest on Revamp Project Decision*), seria extraído a partir da somatória do valor total de investimento considerado para a Astra nos dois veículos da *joint-venture* (US\$ 339.285.714,30) com o valor das contribuições de capital realizadas pela Astra e não amortizadas, subtraindo-se o resultado da soma do valor do *put-option* (caso aplicável) com os custos do projeto de revitalização assumidos pela Astra (caso aplicável), dividindo-se, finalmente, pelo valor total considerado para os dois veículos da *joint-venture* (US\$ 678.571.428,60) somado ao valor das contribuições de capital não amortizadas e ao custo total do projeto de revitalização.

Observa-se, assim, que ideia central da mecânica contratual para se aferir o percentual de diluição era partir do valor considerado de participação da Astra somado ao valor das contribuições de capital realizadas pela Astra até tal data, e dividir pelo valor total considerado dos veículos da *joint-venture* somado ao valor total das contribuições não amortizadas dos acionistas até tal data. Como havia a possibilidade de a *Astra Oil Trading* contribuir parcialmente com o projeto e/ou vender parcialmente a sua participação, a fórmula em questão precisou ser sofisticada, para que se capturasse eventual preço pago pela Petrobras a título de *put-option* e também eventual valor de custo parcial do projeto que a Astra aceitasse financiar. Para fins de clareza, promover-se-á a simulação da aplicação da fórmula em quatro cenários diferentes:

Pasadena Refining System, Inc. / PRSI Trading Company LP

Diluição da Astra em função do *Revamp Project*

Exemplo 1 – Diluição sem *put-option* e sem investimento em *Revamp* pela Astra

Premissas:

- Valor do investimento da Astra nos dois veículos da *joint-venture*: US\$ 339,3 milhões
- Contribuições de capital não amortizadas da Astra nos dois veículos: US\$ 100 milhões
- *Put-option* pago pela Petrobras nos dois veículos em razão da decisão do *Revamp*: n/a
- Custos do *Revamp* assumidos pela Astra: n/a
- Total considerado para os dois veículos da *joint-venture*: US\$ 678,6 milhões
- Contribuições de capital das sócias não amortizadas nos dois veículos: US\$ 200 milhões
- Custo total do *Revamp*: US\$ 300 milhões

$$\text{Participação Remanescente} = (339,3 + 100) / (678,6 + 200 + 300)$$

$$\text{Participação Remanescente} = 439,3 / 1.178,6$$

Participação Remanescente da Astra = 0,3727 ou 37,27%

Exemplo 2 – Diluição com *put-option* e com investimento em *Revamp* pela Astra

Premissas:

- Valor do investimento da Astra nos dois veículos da *joint-venture*: US\$ 339,3 milhões
- Contribuições de capital não amortizadas da Astra nos dois veículos: US\$ 100 milhões
- *Put-option* pago pela Petrobras nos dois veículos em razão da decisão do *Revamp*: US\$ 400 milhões
- Custos do *Revamp* assumidos pela Astra: US\$ 150 milhões
- Total considerado para os dois veículos da *joint-venture*: US\$ 678,6 milhões
- Total das contribuições de capital das sócias não amortizadas nos dois veículos: US\$ 200 milhões
- Custo total do *Revamp*: US\$ 300 milhões

$$\text{Participação Remanescente} = (339,3 + 100 - 400 + 150) / (678,6 + 200 + 300)$$

$$\text{Participação Remanescente} = 189,3 / 1.178,6$$

Participação Remanescente da Astra = 0,16 ou 16%

Exemplo 3 – Diluição com *put-option* e sem investimento em *Revamp* pela Astra

Premissas:

- Valor do investimento da Astra nos dois veículos: US\$ 339,3 milhões
- Valor das contribuições de capital não amortizadas da Astra nos dois veículos: US\$ 100 milhões
- *Put-option* pago pela Petrobras nos dois veículos em razão decisão do *Revamp*: US\$ 400 milhões
- Custos do *Revamp* assumidos pela Astra: n/a
- Total considerado para os dois veículos da *joint-venture*: US\$ 678,6 milhões
- Total das contribuições de capital das sócias não amortizadas nos dois veículos: US\$ 200 milhões
- Custo total do: US\$ 300 milhões

$$\text{Participação Remanescente} = (339,3 + 100 - 400) / (678,6 + 200 + 300)$$

$$\text{Participação Remanescente} = 39,3 / 1.178,6$$

Participação Remanescente da Astra = 0,0333 ou 3,33%

Exemplo 4 – Diluição sem *put-option* e com investimento em *Revamp* pela Astra

Premissas:

- Valor do investimento da Astra nos dois veículos da *joint-venture*: US\$ 339,3 milhões
- Contribuições de capital não amortizadas da Astra nos dois veículos: US\$ 100 milhões
- *Put-option* pago pela Petrobras nos dois veículos em razão da decisão do *Revamp*: n/a
- Custos do *Revamp* assumidos pela Astra: US\$ 100 milhões
- Total considerado para os dois veículos da *joint-venture*: US\$ 678,6 milhões
- Total das contribuições de capital das sócias não amortizadas nos dois veículos: US\$ 200 milhões
- Custo total do *Revamp Project*: US\$ 300 milhões

$$\text{Participação Remanescente} = (339,3 + 100 + 100) / (678,6 + 200 + 300)$$

$$\text{Participação Remanescente} = 539,3 / 1.178,6$$

$$\text{Participação Remanescente da Astra} = 0,4575 \text{ ou } 45,75\%$$

Vê-se, dessa forma, que o *Shareholders Agreement* conferia à *Astra Trading NV* um direito de, no momento de aportar o capital para o *Revamp Project*, decidir manter, diluir ou vender sua participação à Petrobras tendo como base, em qualquer dos casos, o valor pago inicialmente pela Petrobras à Astra.

O *Shareholders Agreement* ainda estipulava que, anteriormente ao término do projeto de revitalização, a *Pasadena Refining System, Inc.* deveria providenciar um estudo econômico junto a um assessor financeiro de primeira linha (tais como PriceWaterHouseCoopers, Deloitte Touche, KPMG ou Ernest & Young), com vistas ao desenvolvimento de uma modelagem financeira destinada a calcular a taxa de retorno líquido das entidades da *joint-venture*.

2.1.3 *Put-option* decorrente de Decisões Societárias relevantes

O direito de *put-option* atribuível à Astra, o qual seria objeto central das desavenças entre os agentes da *joint-venture*, era regulado de forma específica e detalhada pelo *Shareholders Agreement*.

Segundo o acordo, na eventualidade de a Petrobras fazer prevalecer a sua decisão (*right to override*) em razão da incapacidade do *Senior Owners Committee* acordar acerca de uma matéria relevante (*major decision*) previamente submetida ao Conselho de Administração, então a Astra teria um direito de venda forçada de parte

ou da totalidade de sua participação na companhia, conforme métricas de precificação previamente definidas. Os critérios de precificação das ações objeto do *put-option* variavam conforme: (a) o percentual da participação da Astra na companhia no momento do exercício; (b) a data do exercício; e (c) a natureza da decisão imposta pela Petrobras.

Mediante o exercício do *put-option* pela Astra, a consumação da transação (i.e. transferência da participação e pagamento pela Petrobras) ocorreria dentro de até noventa dias da data de exercício. Nessa ocasião, adicionalmente à efetiva transferência da participação objeto da venda forçada, a Petrobras deveria: (a) pagar o valor da participação objeto do *put-option* conforme métrica de precificação do contrato; (b) desonerar a Astra de qualquer dever de indenização e/ou endividamento em que figurasse como garantidora; e (c) assinar outros documentos razoavelmente solicitados pela Astra.

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, dentro de até dois anos da conclusão do *Revamp Project*, e dentro de um contexto no qual a Astra detivesse participação societária inferior a 50%, então a precificação das ações objeto do *put-option* seria extraída a partir do valor base da companhia (US\$ 378 milhões) proporcionalmente à participação da Astra, somado às das contribuições de capital da Astra não amortizadas. Assim, exemplificativamente:

Pasadena Refining System, Inc.

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- Valor originalmente atribuído à companhia: US\$ 378 milhões
- Participação considerada da Astra: 30%
- Valor das contribuições de capital da Astra: US\$ 100 milhões
- Taxa de depreciação aplicável: 30%

$$\text{Valor do put-option} = (378 * 0,3) + [100 - (100 * 0,3)]$$

$$\text{Valor do put-option} = 113,4 + 70$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ 183,4 milhões}$$

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, a qualquer momento após dois anos da conclusão do *Revamp Project*, e dentro de um contexto no qual a Astra

detivesse participação societária inferior a 50%, então a precificação das ações objeto do *put-option* seria extraída a partir do *Fair Market Value* da companhia, proporcionalmente à participação da Astra. Assim, exemplificativamente:

Pasadena Refining System, Inc.

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- *Fair Market Value* considerado: US\$ 500 milhões
- Participação considerada da Astra: 30%

$$\text{Valor do put-option} = (500 * 0,3)$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ 150 milhões}$$

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, dentro de até dois anos da conclusão do *Revamp Project*, impondo decisão que afrontasse os princípios essenciais da companhia (identificados no item 2.1 acima), então a precificação das ações objeto do *put-option* seria de 120% do valor base da companhia (i.e. 120% de US\$ 378 milhões) proporcionalmente à participação da Astra, somado a 120% das contribuições de capital da Astra não amortizadas e não relacionadas ao *Revamp Project*, somadas, ainda, às contribuições de capital da Astra relacionadas ao *Revamp Project*. Assim, exemplificativamente:

Pasadena Refining System, Inc.

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- Valor originalmente atribuído à companhia: US\$ 378 milhões
- Participação considerada da Astra: 50%
- Valor das contribuições de capital da Astra: US\$ 100 milhões
- Taxa de depreciação considerada: 30%
- Valor das contribuições da Astra ao *Revamp*: US\$ 150 milhões

$$\text{Valor do put-option} = (0,5 * 378 * 1,2) + \{[(100) - (100 * 0,3)] * 1,2\} + 150$$

$$\text{Valor do Put Option} = 226,8 + 84 + 150$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ 460,8 milhões}$$

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, a qualquer momento após dois anos da conclusão do *Revamp Project*, impondo decisão que afrontasse os princípios essenciais da companhia (identificados no item 2.1 acima), então a precificação das ações objeto do *put-option* seria de 120% do *Fair Market Value* da companhia, proporcionalmente à participação da Astra. Assim, exemplificativamente:

Pasadena Refining System, Inc.

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- *Fair Market Value* considerado: US\$ 500 milhões
- Participação considerada da Astra: 50%

$$\text{Valor do put-option} = (500 * 0,5)$$

Valor do *put-option* = US\$ 250 milhões

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, a qualquer momento antes do início das operações comerciais relacionadas ao *Revamp Project*, e dentro de um contexto no qual a Astra detivesse participação societária equivalente a 50%, então a precificação das ações objeto do *put-option* seria extraída do maior valor entre: (a) 120% do valor base da companhia (i.e. 120% de 378 milhões), proporcionalmente à participação societária da Astra, somado a 120% das contribuições de capital da Astra não amortizadas e não relacionadas ao *Revamp Project*, somadas, ainda, às contribuições de capital da Astra relacionadas ao *Revamp Project*; ou (b) 106% do *Fair Market Value* da companhia, proporcionalmente à participação da Astra. Esse, aliás, foi o cenário considerado pelo Painel Arbitral para precificação da participação da Astra objeto do *put-option* quando da condenação da Petrobras. Exemplificativamente, a aplicação da fórmula seria a seguinte:

Pasadena Refining System Inc.

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- Valor total originalmente considerado da Pasadena Refining System Inc.: US\$ 378 milhões
- Participação considerada da Astra: 50%
- Contribuições da Astra não relacionadas ao *Revamp*: US\$ 50 milhões
- Taxa de depreciação das contribuições da Astra não relacionadas ao *Revamp*: 30%

- Contribuições de capital da Astra relacionadas ao *Revamp*: US\$ 75 milhões
- *Fair Market Value* considerado = US\$ 600 milhões

1. Cálculo com base no valor original

$$\text{Valor do put-option} = (1,2 * 378 * 0,5) + \{(1,2 * 0,5 * [50 - (50 * 0,3)])\} + 75$$

$$\text{Valor do put-option} = 226,8 + 21 + 75$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ } 322,8$$

2. Cálculo com base no *Fair Market Value*

$$\text{Valor do put-option} = 600 * 1,06 * 0,5$$

$$\text{Valor do put-option} = 318$$

Valor do put-option final = US\$ 322,8 milhões (valor original)

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, a qualquer momento depois do início das operações comerciais relacionadas ao *Revamp Project*, e dentro de um contexto no qual a Astra detivesse participação societária equivalente a 50%, então a precificação das ações objeto do *put-option* seria extraída do maior valor entre: (a) 120% do valor base da companhia (i.e. 120% de US\$ 378 milhões), proporcionalmente à participação societária da Astra, somado a 120% das contribuições de capital da Astra não amortizadas; ou (b) 106% do *Fair Market Value* da companhia, proporcionalmente à participação da Astra. Assim, exemplificativamente:

Pasadena Refining System Inc.

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- Valor total originalmente considerado da Pasadena Refining System Inc.: US\$ 378 milhões
- Participação considerada da Astra: 50%
- Contribuições da Astra: US\$ 50 milhões
- Taxa de depreciação das contribuições da Astra: 30%
- *Fair Market Value* considerado = US\$ 600 milhões

1. Cálculo com base no valor original

$$\text{Valor do put-option} = (1,2 * 378 * 0,5) + \{(1,2 * 0,5 * [50 - (50 * 0,3)])\}$$

$$\text{Valor do put-option} = 226,8 + 21$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ } 247,8$$

2. Cálculo com base no *Fair Market Value*

$$\text{Valor do put-option} = 600 * 1,06 * 0,5$$

$$\text{Valor do put-option} = 318 \text{ milhões}$$

$$\text{Valor do put-option final} = \text{US\$ } 318 \text{ milhões (Fair Market Value)}$$

Havia, ainda, previsão estabelecendo que caso a Petrobras se valesse do *right to override*, impondo decisão que violasse os princípios da companhia, então a Astra poderia exercer o *put-option* por qualquer das métricas do contrato, conforme sua conveniência.

2.1.4 Mecanismos de Diluição relacionados a Aportes de Capital

Adicionalmente às regras de diluição resultantes da decisão da Astra de aderir ou não ao *Revamp Project* e dos eventos autorizadores do exercício de *put-option* pela Astra, o *Shareholders Agreement* ainda trazia regras de diluição específicas para outros aportes de capital.

Segundo o contrato, as contribuições de capital previstas em orçamento de CAPEX, aprovado pelo Conselho de Administração, constituíam obrigação dos acionistas, podendo ensejar, em última circunstância, a diluição do acionista inadimplente.

Havendo inadimplemento da obrigação de contribuição de capital por parte de algum acionista, este seria notificado e, remanescendo a mora por mais de cinco dias de sua notificação, tal acionista ficaria sujeito a: (a) pagamento de juros durante todo o período compreendido entre a notificação de inadimplemento e a efetiva realização do aporte; (b) pagamento de todas as penalidades incorridas pela *Pasadena Refining System, Inc.* em razão da não realização do aporte; (c) suspensão dos direitos de voto do acionista inadimplente relativamente a qualquer matéria relacionada ao CAPEX; e (d) cômputo de outras penalidades relacionadas ao inadimplemento.

Decorridos trinta dias sem efetivação do aporte pelo acionista inadimplente, ao outro acionista seria dado o direito (não a obrigação) de realizar o aporte de capital em seu lugar, disparando, automaticamente, um mecanismo de diluição específico e, eventualmente, um direito de compra forçada (*call option*) conforme a contribuição de capital estivesse ou não relacionada ao *Revamp Project*. No caso de se tratar de aporte de capital não relacionado ao *Revamp Project*, ao acionista adimplente seria dado tão somente o direito de realizar o aporte e diluir o acionista que não honrara seu compromisso de contribuição. Por outro lado, tratando-se de aporte vinculado ao *Revamp Project*, adicionalmente à possibilidade de realização do aporte no lugar do acionista inadimplente, ao outro acionista seria dado o direito de adquirir a participação do primeiro conforme métrica de precificação previamente definida (*Default Call Price*).

A métrica de diluição da participação societária do acionista inadimplente seria extraída a partir do valor da contribuição de capital não realizada (incluindo juros e demais penalidades), dividido pelo valor total considerado os dois veículos da *joint-venture* (US\$ 678.571.428,60), somado ao valor das contribuições de capital não amortizadas. Alternativamente, caso o mecanismo de diluição em comento fosse acionado após dois anos do término do *Revamp Project* e desde que houvesse acordo entre os acionistas, o percentual de diluição seria extraído a partir do valor da contribuição de capital não realizada (incluindo juros e demais penalidades), dividido pelo *Fair Market Value* dos dois veículos da *joint-venture*. Assim, exemplificativamente:

Pasadena Refining System, Inc. / PRSI Trading Company LP
Diluição por Inadimplemento

Premissas:

- Valor das contribuições não realizadas pelos acionistas inadimplentes: US\$ 200 milhões
- Multa e juros considerados: US\$ 5 milhões
- Valor total considerado para os dois veículos da *joint-venture*: US\$678,6 milhões
- Valor total das contribuições de capital das sócias não amortizadas: US\$400 milhões
- Taxa de depreciação: 30%
- *Fair Market Value* total dos dois veículos da *joint-venture*: US\$ 700 milhões

Exemplo 1 – Diluição antes de 2 anos do Revamp

$$\text{Diluição} = (200 + 5) / 678,6 + [400 - (400 * 0,3)]$$

$$\text{Diluição} = 205 / 678,6 + [400 - 120]$$

$$\text{Diluição} = 205 / 958,6$$

$$\text{Diluição} = 0,2138 \text{ ou } 21,38\%$$

Exemplo 2 – Diluição após 2 anos do Revamp

$$\text{Diluição} = (200 + 5) / 700$$

$$\text{Diluição} = 205 / 700$$

$$\text{Diluição} = 0,2928 \text{ ou } 29,28\%$$

O *Default Call Price*, por sua vez, seria calculado a partir do percentual de participação societária objeto da compra, multiplicado pelo valor total originalmente atribuído à *Pasadena Refining System, Inc.* (US\$ 378 milhões), somado às contribuições de capital do acionista inadimplente não relacionadas ao *Revamp Project* e não amortizadas até tal data, somado, ainda, às contribuições de capital do acionista inadimplente vinculadas ao *Revamp Project*. Assim, exemplificativamente:

Pasadena Refining System Inc.

Default Call Price

Premissas:

- Valor total originalmente atribuído à companhia: US\$ 378 milhões
- Participação objeto da compra: 20,72% (i.e. participação residual após a diluição do exemplo acima)
- Valor das contribuições do acionista inadimplente fora do *Revamp*: US\$ 70 milhões
- Taxa de depreciação: 30%
- Contribuições do acionista inadimplente relacionadas ao *Revamp*: US\$ 50 milhões

$$\text{Call Price} = (378 * 0,2072) + [70 - (70 * 0,3)] + 50$$

$$\text{Call Price} = 78,32 + 49 + 50$$

$$\text{Call Price} = \text{US\$ } 177,32 \text{ milhões}$$

Vê-se, dessa forma, que as situações acima referem-se aos casos em que um dos acionistas deixava de contribuir com aporte de capital autorizado pela companhia. Pela omissão, o acionista inadimplente poderia ter sua participação diluída. Caso a contribuição de capital estivesse vinculada ao *Revamp Project*, o acionista adimplente poderia exercer opção de compra do acionista inadimplente.

Em ambos os casos, o preço que seria pago pela transferência das ações teria como base o valor pago inicialmente pela Petrobras à Astra. No caso da diluição, caso houvesse acordo entre as partes, esta poderia ser feita com base no *Fair Market Value*.

2.1.5 Direito de Preferência (*Right of First Refusal*)

O *Shareholders Agreement* continha mecanismos de direito de preferência (*right of first refusal*) na aquisição de ações da *Pasadena Refining System, Inc.*, tendo como principal peculiaridade o fato de tal direito ser outorgado, prioritariamente, à própria companhia e não ao outro acionista, como usualmente se costuma verificar em contratos dessa natureza.

Assim, caso qualquer dos acionistas pretendesse alienar, vender, transferir ou onerar a totalidade ou apenas uma parcela de suas ações, este deveria notificar a companhia e o outro acionista, com a indicação do preço e da quantidade de ações ofertadas. Em seguida, a companhia teria quinze dias para convocar uma Reunião do Conselho de Administração, deliberar se iria ou não exercer o direito de preferência, e então comunicar o acionista ofertante. Na eventualidade de a companhia não exercer o direito de preferência, então o outro acionista teria quinze dias para exercê-lo.

Não havendo exercício do direito de preferência pela companhia e/ou pelo outro acionista, então o acionista ofertante teria noventa dias da data da notificação de oferta para concluir a venda de suas ações para terceiros, desde que nas mesmas condições da oferta original, observado, ainda, que a participação societária objeto da venda para o terceiro estaria vinculada às regras e disposições do *Shareholders Agreement*. Aqui, vale destacar que a redação da cláusula não determinava de maneira clara se, nessa situação, o *Shareholders Agreement* seria aplicável em sua integralidade, ou se apenas as disposições relacionadas aos direitos de preferência alcançariam a participação societária objeto da venda.

2.1.6 Venda e Compra Compulsória de Ações

O *Shareholders Agreement* ainda continha cláusula relacionada à compra e venda compulsória de ações por um dos acionistas, em situações onde houvesse

uma oferta de terceiro concreta. Dizia o contrato que, caso um dos acionistas recebesse uma oferta concreta de terceiro para aquisição da totalidade (e não menos que a totalidade) de suas ações, então o outro acionista teria o direito de (a) adquirir a participação societária objeto da oferta, de acordo com a mecânica de *Fair Market Value* prevista no contrato; ou (b) vender a integralidade da sua participação societária segundo as mesmas condições apresentadas pelo terceiro adquirente.

Vale destacar que o contrato equivocadamente nomeou a cláusula acima de “*drag along*”. Como se sabe, o *drag along* representa o direito de um acionista (tipicamente o controlador) de forçar a venda das ações de outros acionistas (tipicamente os minoritários) na hipótese de uma oferta de venda de terceiro. Definitivamente não é isso que a cláusula regula.

Em verdade, o que se estipulou foi um direito de preferência, cumulado com um direito de *tag long*, ambos outorgados em favor do acionista que não recebeu a oferta. O direito de preferência consistia na prerrogativa contratual de tal acionista poder adquirir a participação societária do acionista ofertante, a um determinado preço (*Fair Market Value*), na hipótese de uma oferta concreta de terceiro pela totalidade (e não menos que a totalidade) das ações do acionista ofertante. O *tag along*, por sua vez, consistia no direito dado a esse acionista que não recebeu a oferta, de poder vender as suas próprias ações, na hipótese de uma oferta concreta de terceiro pela totalidade (e não menos que a totalidade) das ações do acionista ofertante. Somente haveria *drag along*, caso o acionista ofertante tivesse o direito de obrigar o outro acionista a vender as suas ações, diante da oferta apresentada pelo terceiro, o que não é o caso.

2.1.7 Opção de Compra em casos de Falência e Insolvência

Na hipótese de declaração de insolvência ou adjudicação a processo falimentar de um dos acionistas, a *Pasadena Refining System, Inc.* teria a opção de compra (*call option right*) de adquirir a totalidade da participação de tal acionista pelo seu *Fair Market Value*. Novamente, a opção de compra fora outorgada em favor da companhia e não do outro acionista.

Não havendo exercício da opção de compra pela companhia, o contrato determinava que o acionista declarado insolvente ou em processo falimentar permaneceria vinculado ao *Shareholders Agreement*.

2.1.8 Resolução de Controvérsias

Qualquer disputa relacionada ou decorrente do *Shareholders Agreement* seria submetida à arbitragem, ressalvado o direito de ambas as partes recorrerem ao poder judiciário para a propositura de medidas de urgência.

A arbitragem seria conduzida por um Painel composto por três árbitros, em conformidade com as regras da *American Arbitration Association Rules*, sendo um de indicação de cada uma das partes e o terceiro indicado pelos árbitros nomeados pelas próprias partes.

Ficou estabelecido, de antemão, que cada parte arcaria com os próprios custos e despesas relacionados a eventual procedimento arbitral, incluindo honorários advocatícios e periciais. Ademais, cada parte arcaria com 50% dos custos e despesas da *American Arbitration Association Rules*.

A lei de regência contratual escolhida foi a lei do Estado do Texas, Estados Unidos da América.

2.1.9 Análise crítica e conclusões preliminares acerca do *Shareholders Agreement*

De modo geral, o *Shareholders Agreement* se revelou ineficaz para proteção dos interesses da Petrobras no âmbito da *joint-venture* de Pasadena. Tanto em razão da forma como a estrutura de controle conjunto foi regulada, como também em função das cláusulas de saída concedidas à Astra em condições vantajosas.

O controle conjunto representa o compartilhamento, contratualmente convencionado, do controle de negócio que existe somente quando decisões sobre as atividades relevantes exijam o consentimento unânime das partes que compartilham o controle⁶. Nesse sentido, o modelo da associação da *Pasadena Refining System, Inc.* fundou-se na premissa de que todas as decisões de relevância seriam tomadas em consenso pelas sócias.

Em linhas gerais, o controle conjunto (ou compartilhado) é marcado por uma dinâmica singular, sem equivalência nas estruturas com controle individual. Trata-se, efetivamente, de um desdobramento dos fenômenos associativos entre agentes do

⁶ Comitê de Pronunciamentos Contábeis Pronunciamento Técnico CPC 18(R2).

mercado⁷. No controle conjunto, a tomada de decisões é regulada por mecanismos variáveis e, diversas vezes, complexos, sendo desejável que os remédios contratuais sejam suficientemente claros e detalhados.

Havendo participações iguais ou paritárias, em grupo de controle formado por apenas dois acionistas, a prática revela uma diversidade de procedimentos estabelecidos para formação da vontade do grupo, a qual os acordantes se vinculam. Ou seja, os integrantes do grupo de controle estabelecem, contratualmente, regras distintas para a tomada de decisões no interior do grupo, na maior parte das vezes reproduzindo a sistemática deliberativa societária. Nesse procedimento decisório interno, comumente organizado na forma de reuniões prévias, as deliberações costumam ser tomadas por maioria (simples ou qualificada) ou por unanimidade. Podem ser estabelecidos, ainda, considerando a liberdade contratual predominantes nesse cenário, vetos em favor de determinados integrantes do grupo, ou condicionadas algumas deliberações ao voto positivo ou afirmativo de alguns acionistas.⁸

Ademais, como regra geral, a mecânica de tomada de decisões pelo grupo controlador pode prever que cada integrante do grupo tenha direito a um voto nas deliberações da companhia, ou que cada um exerça o direito de voto proporcionalmente à participação societária de tida no veículo. Nesse aspecto, o controle deve ser uno, e, ainda que haja pluralidade de pessoas titulares de interesses individuais, em sua face externa as controladoras conjuntas apresentam-se de forma unificada, com objetivos e interesses comuns, vinculadas por um liame jurídico específico.

Em sua tese de doutorado⁹, Laura Amaral Patella, sintetiza de forma precisa os elementos formadores do controle conjunto sob a ótica da lei brasileira. Segundo a doutora, os pressupostos do controle conjunto seriam os seguintes:

A pluralidade subjetiva: o conjunto das ações com direito de voto que asseguram, de modo permanente, a maioria dos votos nas

⁷ ADAMEK, M.V. Von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, p. 42.

⁸ PATELLA, Laura Amaral. **Controle conjunto nas companhias brasileiras**: disciplina normativa e pressupostos teóricos. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 22.

⁹ PATELLA, Laura Amaral. **Controle conjunto nas companhias brasileiras**: disciplina normativa e pressupostos teóricos. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 27-28.

deliberações sociais e o poder de eleger a maior parte dos administradores tem, no controle conjunto, dois ou mais titulares independentes juridicamente entre si, mas fortemente vinculados. Enquanto, objetivamente, o controle é único, em seu aspecto subjetivo ele é plural. O grupo de controle se apresenta, frente à companhia, aos acionistas não controladores e outros terceiros como um único centro de interesses integrado por múltiplos sujeitos. A imputação pluris subjetiva do controle, a dois ou mais sujeitos independentes entre si, não envoltos por laços de personalidade, é o marco inicial para a caracterização teórica do controle conjunto.

A comunhão de objetivos e a conjugação de interesses: a comunhão de objetivos – a qual, desde que não seja acidental, pode ser expressa ou implícita – será determinante para a caracterização do controle conjunto. O estabelecimento de objetivos políticos comuns, de forma consensual, constitui uma das substâncias fundamentais do controle conjunto.

A coordenação decisória consensual: a imputação do controle à pluralidade de sujeitos dependerá de uma verificação, em cada caso, da coordenação decisória estabelecida entre os controladores, para o que servem como premissas a pluralidade subjetiva e a comunhão de objetivos e de interesses. Essa coordenação deverá ser capaz de garantir, ao grupo, o poder de controlar a companhia de forma conjunta, ou seja, de prevalecer nas deliberações e de eleger, de maneira conjunta, a maior parte dos administradores, além de efetivamente comandar as atividades empresariais.

Da análise de tais pressupostos, vemos que a coordenação decisória consensual e permanente, responsável por conferir unidade ao poder de controle nos casos de controle compartilhado, forma a vontade atribuível ao grupo controlador como um todo. Significa dizer, portanto, que a formatação do arranjo negocial deve, fundamentalmente, contemplar elementos que permitam o direcionamento do negócio de uma forma única e consensual, ainda que existam interesses individuais diversos entre os integrantes do grupo de controle. Nos dizeres de Fábio Konder Comparato¹⁰:

O bloco majoritário pode não ser constituído por um único acionista, nem se apresentar, necessariamente, como um grupo monopolístico de interesses. É mesmo usual que dois ou mais acionistas, ou grupos de acionistas, componham a maioria, associando interesses, temporária ou permanentemente convergentes. Pode-se falar, em tais hipóteses, de um controle conjunto ou por associação.

¹⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. São Paulo: Editora Forense, 1983, p. 46.

O foco do interesse empresarial da Petrobras no negócio era industrial, porque objetivava, primariamente, adaptar e expandir as instalações de refino para processar o petróleo que extraía de Marlim. Esse objetivo, inclusive, constou de forma específica no *Shareholders Agreement* como um dos princípios fundamentais da companhia. Por oposição, o foco empresarial da Astra residia no comércio, em sentido estrito, de petróleo e produtos refinados. O controle conjunto da *Pasadena Refining System, Inc.* carregava, dessa forma, partes com interesses e prioridades distintas, sendo imprescindível que a modelagem contratual da parceria contemplasse mecanismos que permitissem a condução das decisões estratégicas da operação de forma conjunta, observado, no entanto, o conflito de interesses. Nesse aspecto, a regulamentação contratual do direito de voto, de maneira a conferir de modo permanente a ingerência sobre os destinos empresariais, é condição fundamental para a efetiva configuração do controle conjunto. Nesse sentido, Luiz Gastão de Paes Barros Leães ensina:

O poder que detém o sócio majoritário de decidir, de modo permanente, no âmbito da assembleia geral, os negócios relativos às atividades sociais, inclusive elegendo a maioria dos administradores da companhia, o pacto parassocial, que institui o controle compartilhado, deverá necessariamente versar sobre esses dois tópicos: o funcionamento da assembleia geral e a composição dos órgãos administrativos.¹¹

Em razão disso, os acordos de acionistas e acordos de *joint-ventures* em geral costumam dedicar cláusulas específicas regulamentando o direito de voto entre seus parceiros. A constatação é de James Bamford:

*A typical joint-venture agreement spells out 20-30 or more decisions – such as liquidation of the company, changes do the venture's authorized scope, incurrence f indebtedness, capital calls, payment of dividends, adoption f the annual budget, etc. – and defines whether each will be determined by unanimous, supermajority, or majority shareholder or board approval.*¹²

¹¹ LEÃES, Luiz Gastão de Paes Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Saraiva, 1980. 2004, v. 2, p. 1310.

¹² “Um típico acordo de *joint venture* enuncia 20-30 ou mais decisões - como liquidação da empresa, mudanças no escopo autorizado do empreendimento, incorrimento de dívidas, chamadas de capital, pagamento de dividendos, adoção do orçamento anual, etc. - e define se cada um será determinado por unanimidade, supermaioria, ou por voto majoritário dos acionistas ou do conselho”. (tradução livre). BAMFORD, James. **Voting Rights and Delegations**: Unless Otherwise Agreed. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/voting-rights-and-delegations-unless-otherwise-agreed> Acesso em: 30 ago. 2020.

Abordando especificamente a estrutura administrativa da *Pasadena Refining System, Inc.*, vimos que o contrato dispôs sobre o *Senior Owners Committee*, o Conselho de Administração e as regras para nomeação de seus membros, além da composição da Diretoria Executiva. Pelo disposto no contrato, ainda que a Astra detivesse menos do que 50% de participação (mas desde que detivesse mais do que 25%), à Astra seria assegurado o direito de eleger três dos seis Conselheiros que integrariam o principal órgão de gestão da refinaria. Tais três Conselheiros nomeados pela Astra tinham, ainda, a prerrogativa de nomear o *Chief Executive Officer* da *Pasadena Refining System, Inc.*; isto é, a Astra garantiu, contratualmente, o direito de indicar o principal executivo do negócio, uma vez que tanto o Diretor Financeiro como o Diretor Operacional submetiam-se ao *Chief Executive Officer* (CEO).

Essa posição, contratualmente assegurada pelos termos do *Shareholders Agreement*, dava à Astra autonomia para bloquear decisões da Petrobras com as quais divergisse. Ainda que não detivesse os mesmos 50% de participação societária da Petrobras, a belga teria o mesmo número de Conselheiros que a estatal, garantindo, automaticamente, influência nas decisões estratégicas da empresa, uma vez que não havia possibilidade de decisão majoritária pelo Conselho de Administração, principal instância de governança da empresa. A esse respeito, vimos que o *Shareholders Agreement* expressamente dispunha que as decisões do Conselho de Administração eram tomadas por maioria em reuniões prévias regularmente convocadas. O Conselho de Administração arrogava as funções de implementação das políticas e dos procedimentos operacionais da empresa. Assim, se o Conselho de Administração era formado por seis membros, três dos quais nomeados pela Astra, independentemente de esta deter efetivamente 50% das ações da *Pasadena Refining System, Inc.*, então nenhuma decisão majoritária seria viável sem que houvesse expressado consentimento da Astra.

Avaliando as características da estrutura administrativa da *joint-venture* da *Pasadena Refining System, Inc.*, é inegável a presença dos elementos caracterizadores do controle conjunto, uma vez que as partes estipularam regras de indicação dos administradores e de voto em reuniões de conselho. A esse respeito, é válida, mais uma vez, a lição de Luiz Gastão de Paes Barros Leães:

A formação de um grupo de controle através da assinatura de um acordo de votos só se dará, portanto, quando esse acordo for avançando de molde a assegurar aos acionistas convenientes não somente a obtenção da maioria dos votos nas deliberações da assembleia, como também o poder de eleger ou destituir, de maneira conjunta, a maioria dos administradores da sociedade. A adoção do quórum majorado para certas deliberações, aliada a distribuição entre os pactuantes dos cargos administrativos, representa, assim, sinal incontestável de compartilhamento de controle.¹³

Ainda que se ateste a configuração do controle compartilhado, o *Shareholders Agreement* se mostrou ineficaz em endereçar satisfatoriamente mecanismos para superação de dissensos entre as sócias.

Sob o aspecto de regulamentação do direito de voto, o *Shareholders Agreement* endereçou o tema de forma superficial e genérica, limitando-se a listar as *Major Decisions*, tal como descrito no item 2.1.1 do presente Capítulo. A listagem desse singelo rol de onze matérias, genérico e pouco customizado aos propósitos da parceria, deixou muitas lacunas abertas. A falta de assertividade contratual no endereçamento de matérias sujeitas à deliberação dos sócios é especificamente endereçada por James Bamford:

*But in legal contract jurisdictions that do not establish a matter of law how voting works when an agreement is silent can bring future pain – for the company, the counterparty, or venture management – as authority over undefined matters is open to competing interpretations. This is especially the case for more operational decisions, which tend to be undefined in the legal agreements and may be considered the purview of either venture management or a majority shareholder, if one exists.*¹⁴

Sob a ótica da composição da administração, ainda que na prática as participações de Astra e Petrobras tenham se mantido equivalentes ao longo do projeto, chama a atenção a prerrogativa contratual concedida à empresa belga de

¹³ LEÃES, Luiz Gastão de Paes Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Saraiva, 1980. 2004, v. 2, p. 1.311.

¹⁴ "Mas jurisdições de contratos legais, que não estabelecem legalmente como funciona a votação quando um contrato é omissivo, pode trazer problemas futuros - para a empresa, a contraparte ou para a administração do empreendimento - já que a autoridade sobre questões indefinidas está aberta a interpretações concorrentes. É especialmente o caso de decisões mais operacionais, que tendem a ser indefinidas nos contratos legais e podem ser consideradas da competência da administração do empreendimento ou de um acionista majoritário, se houver". (tradução livre). BAMFORD, James. **Voting Rights and Delegations: Unless Otherwise Agreed**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/voting-rights-and-delegations-unless-otherwise-agreed> Acesso em: 30 ago. 2020.

eleger o mesmo número de conselheiros ainda que viesse a deter participação inferior. Conforme analisado, o *Shareholders Agreement* dispunha de mecanismos de diluição atrelados a compromissos financeiros diversos, notadamente o financiamento o *Revamp Project*.

Nesse sentido, assumindo-se hipoteticamente que a Petrobras viesse a deter percentual de participação maior que a Astra, tal fato seria decorrência do maior investimento realizado no negócio pela empresa brasileira, o que pressupõe o direito de atuar com maior autonomia na gestão da empresa. Nessa hipótese, ainda que pudessem ser concedidos vetos à Astra na condição de sócia minoritária, não parece razoável condicionar todas as decisões relevantes à empresa belga nessas situações. Não se trata, efetivamente, de uma situação fácil de se lidar, já que pode ser trabalhoso regular os direitos e prerrogativas dos sócios na hipótese de haver descompasso nas participações originalmente atribuídas. Brian E. Hamilton reconhece os desafios de se definir os direitos dos sócios de uma *joint-venture* com participações diferentes e sugere que a estipulação de vetos é a abordagem mais comum nessas situações. O advogado ainda é categórico ao indicar que quanto menor o percentual de participação, menor deve ser a ingerência administrativa:

Governance gets more complicated when the partners have unequal ownership in the joint venture and board seats and votes are allocated based on the ownership percentages of the parties. If ownership is split 60% to 40%, for example, the 60% owner will want to have sole decision-making power over as many issues as possible, while the 40% owner will push for a supermajority voting requirement over a list of key items that it views as most critical (so that its vote is required to approve those matters). The majority owner will want to be able to run the business with as little hindrance as possible from the minority shareholder, while the minority shareholder will want to make sure that no key decisions are taken without its consent. Not surprisingly, in most cases the larger the minority stake, the greater the degree of minority voting protections: other things being equal, a 40% shareholder will have veto rights over a greater number of issues than a 25% shareholder.¹⁵

¹⁵ “A governança fica mais complicada quando os sócios têm participação desigual na joint venture e assentos no conselho e os votos são alocados com base nas porcentagens de propriedade das partes. Se a participação for dividida em 60% a 40%, por exemplo, o detentor de 60% desejará ter o poder de decisão exclusivo sobre o maior número de questões possível, enquanto o proprietário de 40% pressionará por um requisito de voto por maioria absoluta sobre uma lista de chaves itens que considera mais críticos (de modo que seu voto se tornará necessário para aprovar esses assuntos). O acionista majoritário desejará poder administrar o negócio com o mínimo de obstáculos possível por parte do acionista minoritário, enquanto o acionista minoritário desejará certificar-se de que nenhuma decisão importante seja tomada sem seu consentimento. Não surpreendentemente, na maioria dos casos, quanto maior a participação minoritária, maior o grau de proteção aos votos dos

No que se refere ao exercício da opção de venda forçada, esta nada mais era do que a forma contratualmente prevista, do exercício do direito de retirada garantido à Astra. Embora o direito de retirada constitua um direito trivial no direito societário, a forma desse exercício no caso sob análise requer ressalvas. Observe-se que o liame jurídico que une dois sócios num empreendimento é a afeição societária (*"affectio societatis"*). O rompimento desse liame suscita, de imediato, a ruptura na comunhão de propósitos que justificava a colaboração de esforços em prol de objetivos empresariais comuns. O direito de retirada é um instrumento previsto pelo Direito para conceder à sociedade, entidade jurídica distinta da de seus sócios, a alternativa de continuidade, ao invés da dissolução. Consiste, igualmente, em um instrumento jurídico para salvaguardar a liberdade do sócio, que não poderia estar indelevelmente preso à sociedade.

Por conseguinte, o que chama a atenção no caso concreto da *Pasadena Refining System, Inc.* não é a previsão contratual do direito de retirada, uma vez que esse é um direito implícito tanto no sistema brasileiro como norte-americano. O que chama a atenção é a forma peculiar de garantir à Astra, especificamente, o direito de exercer a retirada mediante condições vantajosas, econômica e juridicamente.

Conforme vimos em detalhe nesse Capítulo, pelo estabelecido no *Shareholders Agreement*, a opção de venda garantia à Astra a precedência e a prioridade do seu direito de retirada sobre os interesses da Petrobras relativamente ao projeto de revitalização, adaptação e expansão da refinaria (*Revamp Project*). E, adicionalmente, previa que essa opção de venda poder-se-ia dar, a critério da Astra, por um preço superior ao valor de mercado da refinaria. A Astra fez incluir no *Shareholders Agreement* a premissa de que seu investimento pretérito na *Pasadena Refining System, Inc.* corresponderia a US\$ 339.285.714,30, valor esse que, como analisado, serviu para subsidiar o cálculo do preço do exercício da opção de venda da Astra em variados cenários. Em linhas gerais, as fórmulas garantiam à Astra a percepção de um sobrepreço ao valor preestabelecido contratualmente, porque incluíam a aplicação de percentuais de 6% a 20% sobre o preço que viesse a ser

minoritários: outras coisas sendo iguais, um acionista com 40% terá direito de veto sobre um número maior de questões do que um acionista com 25%". (tradução livre). HAMILTON, Brian E. Cross-Border Joint Ventures: When They Are Useful and What to Watch Out For. **Bloomberg Law**. Disponível em: <https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/Hamilton-Cross-Border-Dealmaker.pdf>. Acesso em: 31 ago. 2020.

calculado conforme os ajustes previstos nas fórmulas dos preços de transferências de participações.

Nesse aspecto, é criticável a formatação das cláusulas de *put-option* do *Shareholders Agreement*. Esse tema será abordado em mais detalhes no Capítulo 3, mas de antemão chama a atenção tanto a amplitude dos gatilhos dados à Astra para utilização de tal prerrogativa contratual, como também os valores atrelados ao exercício desse direito. A Astra vendeu metade do negócio a partir de uma precificação lastreada em fluxos atingíveis somente após a implementação e operação do *Revamp Project* (o que lhe garantiu um ágio substancial logo no início) e, adicionalmente, garantiu um direito de venda forçada de sua participação com uma precificação igualmente baseada no valor do negócio pós *Revamp*. Dessa forma, mesmo sem implementar o *Revamp*, a Astra tinha garantido, desde o início da parceria, o valor integral do negócio expandido. Em resumo, pode-se dizer que o *put-option*, tal como concebido no *Shareholders Agreement*, fazia com que fosse mais interessante para a Astra sair do negócio, do que efetivamente ficar.

2.2 Agreement of Limited Partnership

As sociedades do grupo Petrobras escolhidas para participar da *PRSI Trading Company LP* e integrar o *Agreement of Limited Partnership* foram a *PAI PRSI Trading Limited LLC*, juntamente com a *PAI PRSI Trading General LLC*, ambas subsidiárias do Texas da estatal brasileira (conjuntamente referidas no contrato como *Petrobras Partners*); ao passo que, pela Astra, figuraram a *Astra GP Inc.*, entidade do grupo estabelecida em Delaware e *Astra Trade Co LP LLC*, empresa de Nevada (conjuntamente referidas no contrato como *Astra Partners*). Petrobras e Astra detinham, portanto, 50% de participação na *PRSI Trading Company LP* cada.

De acordo com o *Agreement of Limited Partnership*, o objetivo primordial da associação era (a) celebrar o contrato de processamento com a *Pasadena Refining System, Inc.*; (b) comercializar produtos derivados do petróleo, assim entendidos o petróleo bruto, matérias primas e outros produtos relacionados ao petróleo (incluindo produtos refinados); e (c) engajar em outros negócios eventualmente aprovados pelo Conselho (*Board*) da associação.

O prazo da associação estabelecida através da *PRSI Trading Company LP* era indeterminado, vigorando até a incidência de uma das hipóteses de liquidação ou dissolução reguladas de forma expressa no *Agreement of Limited Partnership*.

2.2.1 Órgãos da Administração

A estrutura administrativa da *PRSI Trading Company LP* prevista no *Agreement of Limited Partnership* era um espelho daquela prevista no *Shareholders Agreement*. Assim, havia previsão de um *Senior Partners Committee*, um Conselho de Representantes (*Board of Representatives*) e uma Diretoria Executiva.

Similarmente ao *Shareholders Agreement*, também havia previsão de alteração das regras de composição dos órgãos administrativos conforme a participação da Astra fosse para um patamar inferior a 25%, ou caso a *PRSI Trading Company LP* reduzisse o seu percentual de participação para menos de 50%.

O *Senior Partners Committee* também era composto, via de regra, pelos presidentes da Petrobras e da Astra, ou por um profissional da alta administração de indicação da Petrobras e outro profissional da alta administração de indicação da Astra. O papel do *Senior Partners Committee* era resolver impasses havidos no âmbito do Conselho de Representantes (i.e. matérias submetidas ao Conselho de Representantes e não aprovadas por desavença entre os Conselheiros).

O Conselho de Representantes era integrado por seis membros, sendo três de indicação da Petrobras e três de indicação da Astra. Ao Conselho de Representantes cabiam todas as decisões relevantes da associação (*Major Decisions*), tomadas por maioria de votos, além da implementação de políticas internas, comitês e eventual criação de novos cargos dentro da Diretoria Executiva (a Diretoria Executiva, a exemplo do que ocorria na *Pasadena Refining System, Inc.*, também possuía uma composição predefinida, a qual poderia ser complementada/modificada por decisão do Conselho de Representantes).

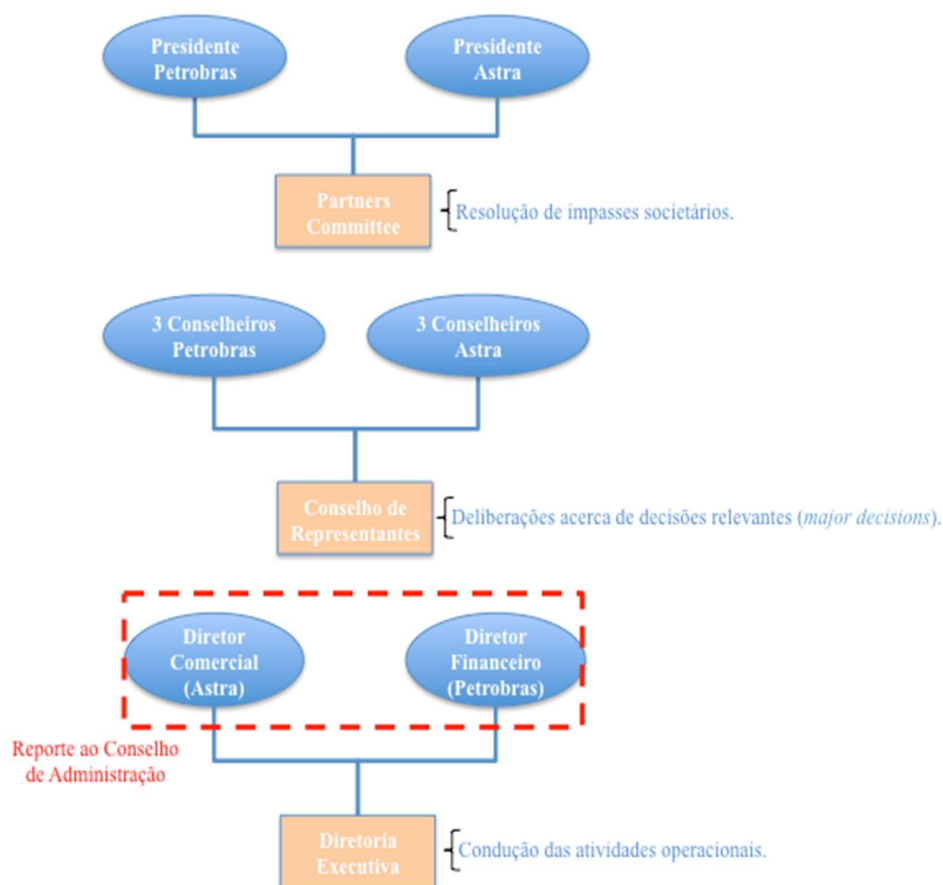
Assim, o *Agreement of Limited Partnership* dispunha que o Conselho de Representantes deveria envidar esforços comercialmente viáveis para (a) respeitar os contratos celebrados em nome da associação; (b) respeitar a regulamentação e as leis aplicáveis sobre os negócios da associação; (c) obter e manter licenças, autorizações e aprovações governamentais exigidas no âmbito das propriedades e dos negócios da associação. Havia, ainda, disposição contratual específica

estabelecendo o dever fiduciário do Conselho de Representantes pela guarda e uso regular da propriedade tangível e intangível da associação, devendo, para tanto, evitar a utilização de tais propriedades por terceiros estranhos à associação. Adicionalmente a estas funções, ao Conselho de Representantes cabia deliberar acerca das matérias relevantes (*Major Decisions*) de cunho estratégico da *PRSI Trading Company*, substancialmente similares àquelas estabelecidas no *Shareholders Agreement*, assim elencadas no *Agreement of Limited Partnership*: (a) aprovação do orçamento operacional e as matérias relacionadas ao capital de giro da associação; (b) tomada de empréstimos e oneração de quaisquer ativos da associação, conforme exigidos para atender às necessidades de capital da associação; (c) venda de ativos relevantes ou compra de ativos fora do curso ordinário do negócio; (d) qualquer aditamento ao novo contrato de processamento com a *PRSI Trading Company LP*, excetuados os ajustes que porventura se fizessem necessários para garantir que 70% da capacidade total da refinaria fosse destinada ao processamento de petróleo bruto da Petrobras; (e) alteração relevante na política de distribuição de resultados da companhia; (f) alterações relevantes nas práticas contábeis e fiscais da companhia; (g) seleção e remoção de auditores independentes; (h) admissão de novo sócio na associação; (i) celebração de quaisquer transações com partes relacionadas, que não as operações com a *Pasadena Refining System, Inc.*, relativamente ao fornecimento de matéria prima; (j) liquidação, dissolução ou pedido de falência; e (k) adoção de quaisquer medidas contrárias aos princípios da companhia.

A composição da Diretoria Executiva da associação englobava os seguintes cargos (*Key Officers*): (a) um Diretor Vice-Presidente Comercial (*Vice President of Trading*); e (b) um Diretor Vice-Presidente Financeiro. O Diretor Vice-Presidente Comercial era escolhido pelos membros do Conselho de Representantes de indicação da Astra, enquanto o Diretor Vice-Presidente Financeiro era escolhido pelos membros do Conselho de Representantes de indicação da Petrobras. Ambos os Diretores reportavam diretamente ao Conselho de Representantes.

Esquemáticamente, portanto, a estrutura dos órgãos administrativos da *PRSI Trading Company LP* era a seguinte, conforme figura:

Figura 2 – Estrutura Administrativa PRSI Trading Company LP



2.2.2 Taxa de retorno após o *Revamp Project* (*marlim clause*)

O arranjo relacionado à obrigação de retorno mínimo conferido à Astra (*marlim clause*) foi regulado por meio de um anexo específico do *Agreement of Limited Partnership*.

Anteriormente à finalização do *Revamp Project*, a Petrobras, a *Pasadena Refining System, Inc.* e a *PRSI Trading Company LP* deveriam, em conjunto, acordar acerca da contratação de um assessor financeiro para desenvolvimento de um modelo financeiro, destinado a calcular a taxa de retorno líquido (i.e. livre de impostos) do negócio combinado entre a *Pasadena Refining System, Inc.* e a *PRSI Trading Company LP*, conforme certas diretrizes financeiras e operacionais acordadas desde início pelas partes, as quais incluíam os custos de determinados projetos que deveriam necessariamente constar do modelo; o valor base do negócio considerado para os fins da transação; as contribuições de capital de cada uma das

partes; os parâmetros de mercado que deveriam ser observados pela Petrobras na venda dos subprodutos do petróleo para a refinaria; dentre outras.

A partir do primeiro mês subsequente à implementação do *Revamp Project*, a Petrobras deveria vender à *PRSI Trading Company LP* os produtos derivados do petróleo, a preços que garantissem uma taxa de retorno líquido do negócio combinado entre a *Pasadena Refining System, Inc.* e a *PRSI Trading Company LP* nunca inferior a 6,9% ao ano, por um período de quinze anos.

Ao final de cada ano calendário, as partes deveriam se reunir para determinar a taxa líquida de retorno do negócio combinado da *Pasadena Refining System, Inc.* e da *PRSI Trading Company LP* efetivamente apurada no exercício, observado que, caso a taxa de retorno apurada fosse inferior a 6,9%, a Petrobras deveria providenciar a necessária contribuição financeira na *PRSI Trading Company LP* e/ou na *PRSI Trading Company LP*, conforme o caso, de modo a atingir a taxa mínima de retorno acordada. A transcrição integral do trecho em comento segue abaixo:

*At the end of each calendar year, and consistent with the timing required to obtain audited financials, the parties shall meet to determine the actual after tax returns of the Trade Co./PRSI enterprise. In determining these results, the actual income and expenses will be used in accordance with the above financial above. In the event the actual after tax returns of the combined enterprise are less than 6.9%, then Petrobras will make appropriate settlement to Trading Company or PRSI as agreed, in order to achieve the 6.9% minimum internal rate of return for the combined enterprise (Trading Company and PRSI) after tax return for that year.*¹⁶ (grifos nossos)

Assim, a Astra tinha o direito de acompanhar ou não os investimentos do *Revamp Project* (conforme prerrogativa regulada no *Shareholders Agreement* - item 2.1.2 desse capítulo), e ainda tinha o direito a uma rentabilidade mínima do negócio pelo prazo de quinze anos.

2.2.3 Alocação Especial

¹⁶ “No final de cada ano civil, e de acordo com o prazo necessário para obter informações financeiras auditadas, as partes se reunirão para determinar os resultados líquidos da Trade Co./PRSI. Na determinação desses resultados, as receitas e despesas reais serão usadas de acordo com o financeiro acima. Caso os resultados líquidos combinados das empresas seja inferior a 6,9%, a Petrobras fará a uma contribuição apropriada à *Trading Company* ou à PRSI como acordado, a fim de atingir a taxa interna de retorno mínima de 6,9% para a empresa combinada (*Trading Company* e PRSI) após os impostos daquele ano.” (tradução livre).

Objeto de questionamento por órgão reguladores, a cláusula de alocação especial (*special allocation*) inserida no *Agreement of Limited Partnership* era, de fato, um tanto controversa. À Astra seria garantida uma alocação especial a título de faturamento bruto de vendas, no valor de US\$ 170.285.714,30, paga em duas parcelas iguais de US\$ 85.142.857,15, devidas dentro de um e dois anos após o fechamento. O contrato estabelecia que tais valores seriam pagos pela própria *PRSI Trading Company LP*, mas a Petrobras assumia o compromisso de pagamento da alocação especial se as receitas brutas do negócio não fossem suficientes para que a *PRSI Trading Company LP* distribuísse tais valores à Astra.

Vê-se, dessa forma, que a alocação especial tinha uma natureza híbrida. Operava tanto como uma garantia de preço assumida pela Petrobras, como uma antecipação de resultado econômico relativamente ao negócio de comercialização da associação recém criada.

Tratava-se, em verdade, de uma parte do preço de compra anuído pela Petrobras e pago de por meio desse mecanismo, possivelmente para redução do ganho de capital do vendedor na operação.

2.2.4 *Put-option* decorrente de decisões societárias relevantes

O *Agreement of Limited Partnership* previa mecanismos de *put-option* similares aos do *Shareholders Agreement*. Segundo o contrato, na eventualidade de a Petrobras fazer prevalecer a sua decisão (*right to override*) em razão da incapacidade do *Senior Partners Committee* acordar acerca de uma matéria relevante (*major decision*) previamente submetida ao Conselho de Representantes, então a Astra teria um direito de venda forçada de parte ou da totalidade de sua participação na associação, conforme métrica de precificação previamente definida. As regras estabelecidas no contrato também variavam conforme a participação da Astra, o momento do exercício desse direito e a natureza da decisão imposta pela Petrobras.

O preço devido pela Petrobras em decorrência do exercício do *put-option* deveria ser pago em duas parcelas, sendo a primeira devida no primeiro aniversário da data de exercício do *put-option*, e a segunda devida no segundo aniversário da data de exercício do *put-option*. Mediante o exercício do *put-option* pela Astra, a consumação da transação (i.e. transferência da participação e pagamento pela Petrobras) ocorreria dentro de até noventa dias da data de exercício. Nessa ocasião,

adicionalmente à efetiva transferência da participação objeto da venda forçada, a Petrobras deveria: (a) assinar notas promissórias no valor das parcelas do preço em favor da Astra; (b) desonerar a Astra de qualquer dever de indenização e/ou endividamento em que figurasse como garantidora; e (c) assinar outros documentos razoavelmente solicitados pela Astra.

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, dentro de até dois anos da conclusão do *Revamp Project*, e dentro de um contexto no qual a Astra detivesse participação inferior a 50%, então a precificação da participação objeto do *put-option* seria extraída a partir do investimento total considerado para a *PRSI Trading Company LP* (US\$ 300.571.428,00) proporcionalmente à participação da Astra, somado às receitas operacionais da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra, somado ao valor do estoque da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra, subtraindo-se os custos e despesas operacionais da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra. Assim, exemplificativamente:

PRSI Trading Company LP

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- Valor total originalmente considerado para o investimento na *PRSI Trading Company*: US\$ 300,6 milhões
- Participação considerada da Astra: 30%
- Receitas operacionais da *PRSI Trading Company*: US\$ 50 milhões
- Estoque da *PRSI Trading Company*: US\$ 75 Milhões
- Custos e despesas operacionais da *PRSI Trading Company*: US\$ 35 milhões

$$\text{Valor do put-option} = (300,6 * 0,3) + (50 * 0,3) + (75 * 0,3) - (35 * 0,3)$$

$$\text{Valor do put-option} = 90,18 + 15 + 22,5 - 10,5$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ 117,18 milhões}$$

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, a qualquer momento após dois anos da conclusão do *Revamp Project*, e dentro de um contexto no qual a Astra NV detivesse participação inferior a 50%, então a precificação da participação objeto do *put-option* seria extraída a partir do *Fair Market Value* da *PRSI Trading Company LP*, proporcionalmente à participação da Astra. Assim, didaticamente:

PRSI Trading Company LP

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- *Fair Market Value* considerado: US\$ 500 milhões
- Participação considerada da Astra: 30%

$$\text{Valor do put-option} = (500 * 0,3)$$

Valor do put-option = US\$ 150 milhões

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, dentro de até dois anos da conclusão do *Revamp Project*, impondo decisão que afrontasse os princípios essenciais da *PRSI Trading Company LP* (identificados no item 2.2 acima), então a precificação da participação objeto do *put-option* seria de 120% do investimento total considerado para a *PRSI Trading Company LP* (i.e. 120% de US\$ 300.571.428,00) proporcionalmente à participação da Astra, somado às receitas operacionais da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra, somado ao valor do estoque da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra, subtraindo-se os custos e despesas operacionais da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra. Assim, exemplificativamente:

PRSI Trading Company LP

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- Valor original considerado para a *PRSI Trading Company*: US\$ 300,6 milhões
- Participação considerada da Astra: 30%
- Receitas operacionais da *PRSI Trading Company* : US\$ 50 milhões
- Estoque da *PRSI Trading Company*: US\$ 75 Milhões
- Custos e despesas operacionais da *PRSI Trading Company*: US\$ 35 milhões

$$\text{Valor do put-option} = (1,2 * 300,6 * 0,3) + (50 * 0,3) + (75 * 0,3) - (35 * 0,3)$$

$$\text{Valor do put-option} = 108,216 + 15 + 22,5 - 10,5$$

Valor do put-option = US\$ 135,22 milhões

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, a qualquer momento após dois anos da conclusão do *Revamp Project*, impondo decisão que afrontasse os

princípios essenciais da *PRSI Trading Company LP* (identificados no item 2.2 acima), então a precificação da participação objeto do *put-option* seria de 120% do *Fair Market Value* da *PRSI Trading Company LP*, proporcionalmente à participação da Astra. Assim, exemplificativamente:

PRSI Trading Company LP

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- *Fair Market Value* considerado: US\$ 500 milhões
- Participação considerada da Astra: 50%

$$\text{Valor do put-option} = (1,2 * 500 * 0,3)$$

Valor do *put-option* = US\$ 180 milhões

Caso a Petrobras se valesse do *right to override*, a qualquer momento (independentemente de antes ou depois do início das operações comerciais relacionadas ao *Revamp Project*), e dentro de um contexto no qual a Astra detivesse participação societária equivalente a 50%, então a precificação da participação objeto do *put-option* seria extraída do maior valor entre: (a) 120% do investimento total considerado para a *PRSI Trading Company LP* (i.e. 120% de US\$ 300.571.428,00) proporcionalmente à participação da Astra, somado às receitas operacionais da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra, somado ao valor do estoque da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra, subtraindo-se os custos e despesas operacionais da *PRSI Trading Company LP* proporcionalmente à participação da Astra; ou (b) 106% do *Fair Market Value* da *PRSI Trading Company LP*, proporcionalmente à participação da Astra. Assim, exemplificativamente:

PRSI Trading Company LP

Put-option da Astra em função do Right to Override da Petrobras

Premissas:

- Valor total original do investimento na *PRSI Trading Company*: US\$ 300,6 milhões
- Participação considerada da Astra: 50%
- Receitas operacionais da *PRSI Trading Company*: US\$ 50 milhões

- Estoque da PRSI Trading Company: US\$ 75 Milhões
- Custos e despesas operacionais da PRSI Trading Company: US\$ 35 milhões
- *Fair Market Value* considerado = US\$ 500 milhões

1. Cálculo com base no valor original

$$\text{Valor do put-option} = (1,2 * 300,6 * 0,5) + (50 * 0,5) + (75 * 0,5) - (35 * 0,5)$$

$$\text{Valor do put-option} = 180,36 + 15 + 22,5 - 10,5$$

$$\text{Valor do put-option} = \text{US\$ } 207,36 \text{ milhões}$$

2. Cálculo com base no *Fair Market Value*

$$\text{Valor do put-option} = 500 \text{ milhões} * 1,06 * 0,5$$

$$\text{Valor do put-option} = 265 \text{ milhões}$$

$$\text{Valor do put-option final} = 265 \text{ milhões (Fair Market Value)}$$

Havia, ainda, previsão estabelecendo que caso a Petrobras se valesse do *right to override*, impondo decisão que violasse os princípios da *PRSI Trading Company LP*, então a *Astra Partners* poderia exercer o *put-option* por qualquer das métricas do contrato, conforme sua conveniência.

2.2.5 Mecanismo de Diluição relacionado a Aportes de Capital

Assim como no *Shareholders Agreement*, havia previsão de que, havendo inadimplemento da obrigação de contribuição de capital por parte de alguma das partes, esta seria notificada e, remanescendo a mora por mais de cinco dias de sua notificação, tal parte ficaria sujeita: (a) ao pagamento de juros durante todo o período compreendido entre a notificação de inadimplemento e a efetiva realização do aporte; (b) ao pagamento de todas as penalidades incorridas pela *PRSI Trading Company LP* em razão da não realização do aporte; e (c) ao cômputo de outras penalidades relacionadas ao inadimplemento.

Decorridos trinta dias sem efetivação do aporte pela parte inadimplente, ao outro acionista seria dado o direito (não a obrigação) de realizar o aporte de capital em seu lugar, disparando, automaticamente, um mecanismo de diluição específico. Tal métrica de diluição da participação societária da parte inadimplente seria

extraída a partir do valor da contribuição de capital não realizada (incluindo juros e demais penalidades), dividido pelo valor total considerado para os dois veículos da *joint-venture* (US\$ 678.571.428,60) somado a eventuais contribuições de capital não amortizadas. Alternativamente, caso o mecanismo de diluição em comento fosse acionado após dois anos do término do *Revamp Project* e desde que houvesse acordo entre as partes, o percentual de diluição seria extraído a partir do valor da contribuição de capital não realizada (incluindo juros e demais penalidades), dividido pelo *Fair Market Value* dos dois veículos da *joint-venture*. Assim, exemplificativamente:

Pasadena Refining System, Inc. / PRSI Trading Company LP

Diluição por Inadimplemento

Premissas:

- Valor das contribuições não realizadas pelo acionista inadimplente: US\$ 200 milhões
- Multa e juros considerados: US\$ 5 milhões
- Valor total considerado para os dois veículos da *joint-venture*: US\$678,6 milhões
- Valor total das contribuições de capital das sócias não amortizadas: US\$400 milhões
- Taxa de depreciação: 30%
- *Fair Market Value* total dos dois veículos da *joint-venture*: US\$ 700 milhões

Exemplo 1 – Diluição antes de 2 anos do Revamp

$$\text{Diluição} = (200 + 5) / 678,6 \text{ milhões} + [400 - (400 * 0,3)]$$

$$\text{Diluição} = \text{US\$ } 205 / 678,6 + [400 - 120]$$

$$\text{Diluição} = 205 / 958,6$$

$$\text{Diluição} = 0,2138 \text{ ou } 21,38\%$$

Exemplo 2 – Diluição após 2 anos do Revamp

$$\text{Diluição} = (200 + 5) / 700$$

$$\text{Diluição} = \text{US\$ } 205 / 700$$

$$\text{Diluição} = 0,2928 \text{ ou } 29,28\%$$

2.2.6 Demais Considerações

As disposições do *Agreement of Limited Partnership* relacionadas a direito de preferência (*Right of First Refusal*), venda e compra compulsória de ações, opção de

compra em casos de falência e insolvência e resolução de controvérsias são disposições correspondentes no *Shareholders Agreement*. Desse modo, as análises indicadas nos itens 2.1.5, 2.1.6, 2.1.7 e 2.1.8 também valem para o *Agreement of Limited Partnership*.

2.2.7 Conclusões preliminares acerca do *Agreement of Limited Partnership*

As conclusões parciais relacionadas ao *Agreement of Limited Partnership* se assemelham àquelas feitas para o *Shareholders Agreement* no item 2.1.9. O documento se revelou igualmente falho em amparar juridicamente os interesses da estatal no âmbito da *joint-venture*.

O *Agreement of Limited Partnership* previa uma estrutura administrativa da *PRSI Trading Company LP* muito similar à da refinaria, contemplando um *Senior Partners Committee*, um Conselho e uma Diretoria Executiva. Ainda que a Astra detivesse menos do que 50% de participação (mas desde que detivesse mais do que 25%), a Astra teria o direito de indicar três dos seis Conselheiros que governariam a *PRSI Trading Company LP*. Essa posição dava à Astra o poder de bloquear quaisquer decisões da Petrobras com as quais não concordasse, mesmo que não detivesse os mesmos 50% de participação societária que a Petrobras.

Conforme também detalhado no presente Capítulo, a opção de venda forçada era garantia à Astra, com precedência e prioridade aos interesses da Petrobras relativamente ao projeto de revitalização, adaptação e expansão da refinaria (*Revamp Project*). E, de forma idêntica ao *Shareholders Agreement*, previa que essa opção de venda poder-se-ia dar, a critério da Astra, por um preço inclusive superior ao valor de mercado da refinaria. Nesse sentido, a Astra fez incluir no *Agreement of Limited Partnership*, a premissa de que seu investimento da *PRSI Trading Company LP* corresponderia a US\$ 300,6 milhões, valor esse que serviu para embasar o cálculo do preço do exercício da opção de venda da Astra em variados cenários.

Assim como estipulado no *Shareholders Agreement*, as fórmulas garantiam à Astra a percepção de um sobrepreço ao preço preestabelecido contratualmente, porque incluíam a aplicação de percentuais de 6% a 20% sobre o preço que viesse a ser calculado conforme os ajustes previstos nas fórmulas dos preços de transferências de participações.

Nesse sentido, as mesmas ressalvas feitas à estrutura administrativa da refinaria, à mecânica de indicação de membros do conselho e aos efeitos deletérios da opção de venda concedida à Astra aplicam-se, também, ao *Agreement of Limited Partnership*.

Ademais, é também digna de ressalvas a inclusão de garantia contratual, dada pela Petrobras à Astra no *Agreement of Limited Partnership*, de rentabilidade mínima de 6,9% ao ano, durante quinze anos após a implementação do *Revamp Project*, para o empreendimento conjunto que englobava a refinaria e a empresa comercial.

Segundo constatação do TCU¹⁷, essa garantia importava à Petrobras a assunção antecipada de um ônus contratual incompatível com os riscos do negócio de refino, sobretudo porque a Petrobras havia se utilizado de uma taxa de desconto de 6,9% ao ano para descontar os fluxos de caixa projetados para o negócio. O órgão pondera que a taxa de desconto é um indicador econômico do custo de oportunidade que os capitais a serem investidos num determinado projeto teriam frente a outras alternativas de risco equivalente. Assim, a Petrobras usou uma taxa de desconto de 6,9% para estimar o valor presente do empreendimento e, em seguida, comprometeu-se a garantir à Astra uma rentabilidade mínima, líquida de impostos, de 6,9% ao ano.

Significa dizer, assim, que ao garantir uma rentabilidade mínima para os negócios a serem desenvolvidos conjuntamente, a Petrobras acabou aceitando absorver todos os riscos que havia projetado em sua taxa de desconto. Ao mesmo tempo, em contrapartida, garantia contratualmente à Astra o direito de reivindicar, inclusive em foro judicial, o pagamento dessa rentabilidade, proporcionalmente ao volume refinado e comercializado, durante quinze anos. Embora a cláusula tenha perdido objeto, visto que o *Revamp Project* jamais foi implementado, esta operava como um seguro à Astra, imputando à Petrobras a integralidade dos riscos do negócio¹⁸.

¹⁷ TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**. Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014, p. 203.

¹⁸ TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**. Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014, p. 306.

3 ESTRUTURAS JURÍDICAS ASSOCIATIVAS DO SETOR DE ÓLEO E GÁS

O presente capítulo abordará as estruturas jurídicas associativas usualmente utilizadas no setor de Petróleo e Gás Natural, com vistas a mitigar os riscos inerentes à atividade. O propósito é que, uma vez avaliadas as modalidades associativas mais comuns no setor, possamos compreender em que medida a *joint-venture* de Pasadena destoou das práticas de mercado e em que medida tal estrutura poderia ser mais bem construída.

3.1 *Joint-ventures* como alternativa à exposição de Riscos

As sociedades convencionais representam formas de concentração de recursos e esforços empresariais entre seus sócios, como forma de compartilhamento dos riscos do negócio e geração de resultados financeiros. Segundo Calixto Salomão Filho¹⁹, as sociedades representam entidades cujo conceito é fundamentalmente integrado pela cooperação entre os sócios.

Ocorre que, para certas atividades empresariais, as formas associativas societárias convencionais, por diversas vezes, se revelam insuficientes para atendimento aos anseios pretendidos pelos agentes econômicos. Por essa razão, a prática empresarial sedimentou meios de cooperação empresarial que pudessem atender com maior assertividade e flexibilidade os agentes de mercado. Nestes meios consuetudinários de colaboração empresarial residem as chamadas *joint-ventures*.

A despeito de sua ampla utilização no ambiente comercial, não há uma definição jurídica de *joint-venture*, seja na legislação ou na prática jurídico-negocial. Representam parcerias estratégicas entre dois ou mais agentes independentes, que combinam recursos e esforços comerciais para desempenho conjunto de atividades empresariais.

Nessa linha, Patrícia Carvalho sugere a seguinte conceituação de *joint-venture*: “a cooperação de duas ou mais empresas independentes, a fim de melhor desenvolver um projeto comum”²⁰

¹⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Editora Malheiros, 2011, p. 55.

²⁰ CARVALHO, Patrícia. Joint Venture: um olhar voltado para o futuro. **Revista de Direito Privado**, v. 2, n. 6, abr./jun. 2001, p.168.

Segundo Ronald Charles Wolf, a *joint-ventures* seriam formas específicas de se fazer negócios em sua jurisdição ou não:

*A particular form of doing business by one party in a jurisdiction, either foreign or domestic, by means of a stable, permanent legal entity with another party, for a term, usually indefinite, with economic independence and a lawful commercial purpose.*²¹

Trata-se, portanto, de um arranjo de cooperação empresarial *sui generis* celebrado entre partes autônomas. Amparado pela análise da jurisprudência norte-americana, Luiz Olavo Baptista sugere que a identificação das *joint-ventures* pela presença de quatro requisitos: (a) origem ou caráter contratual; (b) natureza associativa; (c) direito dos participantes à gestão conjunta; e (d) objetivo e duração limitados²².

Sabe-se que as atividades de exploração, produção, distribuição e comercialização do petróleo, no seu todo, não são simples. Elas desencadeiam uma série de análises e decisões para os envolvidos, as quais são tomadas por meio da ponderação e dimensionamento dos riscos das atividades de cada forma específica de se realizar projeto.

O segmento de Petróleo e Gás Natural representa, dessa forma, um nicho fértil para o estabelecimento de *joint-ventures*. Os elevados riscos atrelados à atividade resultaram num movimento natural de colaboração empresarial entre os agentes da indústria do petróleo, que perceberam que a conjugação de esforços seria a saída mais eficaz para acomodação dos seus interesses econômicos.

Dentre os principais riscos/desafios da indústria, podemos citar: (a) elevados custos financeiros, especialmente nas etapas exploratória e de refino; (b) riscos ambientais, regulatórios e políticos; e (c) preço futuro do petróleo e do gás natural (como *commodity*, o valor de mercado desses produtos é altamente volátil).

²¹ "Forma específica de se fazer negócios por uma parte em uma jurisdição, tanto estrangeira como nacional, por meio de uma entidade legal estável e permanente, com outra parte, por um período geralmente indeterminado, com independência econômica e uma finalidade comercial legal." (tradução livre). WOLF, Ronald Charles. **Effective international joint venture management: practical legal insights for successful organization and implementation**. Armonk, New York: M.E Sharpe, 2002, p. 6.

²² BAPTISTA, Luiz Olavo; DURAND-BARTHEZ, Pascal. **Les Associations d'Entreprises dans Le Commerce International**. Paris: FEDUCI, 1986, p. 19 (Apud RIBEIRO, Marilda Rosado Sá. **Direito do Petróleo – As Joint Ventures na Indústria do Petróleo**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 105).

Nesse cenário, os empreendimentos de Petróleo e Gás Natural, ao redor de todo o globo, a despeito de sua notória rentabilidade, caracterizam-se, também, pelos altos riscos envolvidos e pela elevada mobilização financeira exigida de seus agentes na execução dos projetos.

Tais particularidades contribuem para que as empresas atuantes nesse segmento se associem, com frequência, na formação de parcerias estratégicas, visando a conjugação de esforços a fim de dividir os riscos, bem como a otimização de seus respectivos portfólios de investimentos e suas metas de curto, médio e longo prazos.

Nos dizeres de Bill Manning, os elevados custos da etapa exploratória do petróleo levam empresas a se associar para atenuar os riscos do negócio:

*This combination of high costs and high risk forced most resource companies to spread the risk as much as possible. Most petroleum exploration companies take the view that it is far preferable to have a smaller interest in many wells than a larger interest in one well. The use of a joint-venture where the costs and risks are spread amongst a number of co-ventures can assist smaller cash-starved companies to survive.*²³

Em artigo jurídico publicado por Anna Nerush, a autora aborda a larga utilização das *joint-ventures* para estruturação de parcerias internacionais nas atividades de exploração de petróleo:

Joint ventures are a common and well-established feature of the international oil and gas industry. There are many reasons why oil companies, from small operators to super-majors, elect to collaborate on upstream projects. Such projects are expensive and risky, both in terms of costs, ability to monetise the investment and the nature of operations, as many of the underlying assets tend to be located in geologically challenging environments. All upstream development projects require substantial capital injections throughout the project cycle from exploration to production, with deepwater and liquefied natural gas projects posing additional technical and geological challenges. Operating such assets through a joint venture enables partners to:

- *Reduce costs and risks associated with large scale*

²³ “Essa combinação de altos custos e altos riscos forçou a maioria das empresas que exploram recursos a dividir o risco tanto quanto possível. A maioria das petroleiras adota postura de que é muito mais preferível ter uma participação menor em vários poços do que uma participação maior em um único poço. O uso de uma joint-venture onde os custos e riscos são divididos entre um dado número de parceiros pode ajudar pequenas empresas sedentas por capital a sobreviver.” (tradução livre). MANNING, Bill. Some Practical Aspects of Resources Joint Ventures. In: DUNCAN, W.D. (Org.). **Joint Ventures Law in Australia**. 2.ed. Sidney: the Federation Press, 2005, p. 321.

*exploration and production (E&P) operations. • Diversify their asset portfolio and therefore the cashflow in respect of projects in different phases of development. • Capitalise on the know-how and technology obtained from JV partners to ultimately maximise production and monetise their investment.*²⁴

As parcerias entre empresas atuantes no segmento de Petróleo e Gás Natural, portanto, permitem às partes deter somente uma parcela do projeto, possibilitando a alocação do restante de seus recursos em um número maior de empreendimentos. Logo, esse tipo de estrutura possibilita a diversificação de projetos, ao invés da execução de somente um deles, não obstante atingir-se o mesmo objetivo.

Todos esses desafios levam as empresas a considerarem, na avaliação de um projeto, o compartilhamento de riscos e oportunidades. Ao fazerem isso, as empresas diminuem suas participações nas receitas do projeto, já que o lucro é usualmente compartilhado, mas, por outro lado, diminuem também a exposição aos riscos inerentes à atividade.

Em artigo técnico dedicado às *joint-ventures* do segmento de Petróleo e Gás Natural, Ashok Kumar Bansal expõe de forma didática os motivos pelos quais os agentes econômicos optam pela formatação de parcerias através de *joint-ventures*:

In the petroleum sector, international joint ventures are very common. The joint venture is an association of two or more companies, individuals or organisations that are otherwise unrelated to explore, drill, develop and operate jointly owned properties. Most of the companies are willing to take partners for large scale investments in high risk petroleum ventures in order to: • Overcome a budgetary constraint; • Develop a prospective area owned jointly; • Accelerate the

²⁴ “As joint ventures são comuns e bem estabelecidas na indústria internacional de petróleo e gás. Há muitas razões pelas quais as empresas de petróleo, de pequenas operadoras a grandes empresas, optam por colaborar entre si em projetos de upstream. Tais projetos são caros e arriscados, tanto em termos de custos, capacidade de monetizar o investimento quanto a natureza das operações, pois muitos dos ativos subjacentes tendem a estar localizados em ambientes geologicamente desafiadores. Todos os projetos de desenvolvimento upstream requerem injeções substanciais de capital ao longo do ciclo, desde a exploração até a produção, com projetos em águas profundas e gás natural liquefeito apresentando desafios técnicos e geológicos adicionais. A operação desses ativos por meio de uma joint venture permite aos parceiros: (i) Reduzir custos e riscos associados às operações de exploração e produção (E&P) em larga escala. (ii) Diversificar sua carteira de ativos e, portanto, o fluxo de caixa referente a projetos em diferentes fases de desenvolvimento. (iii) Capitalizar o know-how e a tecnologia obtidos dos parceiros da joint venture para maximizar a produção e monetizar seus investimentos.” (tradução livre). NERUSH, Anna. **International Joint Ventures: Oil & Gas**. Disponível em: https://www.haynesboone.com/media/files/attorneypublications/2019/nerush_practice_note_oil_and_gas.ashx?la=en&hash=C1780717EDE621318229E4F39B27056468A78F2A. Acesso em: 20 ago. 2020.

*development; • Spread the available budget over more wells and areas; • Sharing of risk capital; • Assist in building a closer relationship with a local company.*²⁵

A mesma constatação é feita pelo professor Bernard Taverne, em uma de suas obra bibliográficas da indústria do petróleo:

*Success in the industry has always required cooperation with other parties, whether they be contractors, governments or competitors. Indeed, the upstream petroleum industry is unique in terms of how it deals with its competitors. Oil and gas producing companies frequently negotiate contracts between each other with a view to mutual benefit. Joint ventures, farmouts, unitizations and other such arrangements are common transactions. It is difficult to imagine Coke and Pepsi negotiating a joint venture, but international oil companies (IOCs) do so frequently. While these companies do compete in the traditional sense in many areas of the petroleum business, when it comes to upstream operations, they frequently find cooperation to be mutually beneficial.*²⁶

É notório, portanto, que no mercado competitivo de Petróleo e Gás Natural as *joint-ventures* figuram como a forma mais usual de exploração de projetos. Segundo estudo conduzido pela empresa de auditoria *Ernst & Young*²⁷ junto a trezentos e sessenta e cinco megaprojetos da indústria petrolífera mundial, 71% dos

²⁵ "No setor de petróleo, joint ventures internacionais são muito comuns. O empreendimento conjunto é uma associação de duas ou mais empresas, indivíduos ou organizações que, de outra forma, não estão relacionadas a explorar, perfurar, desenvolver e operar propriedades de propriedade conjunta. A maioria das empresas está disposta a contratar parceiros para investimentos em larga escala em empreendimentos petrolíferos de alto risco, a fim de: • Superar uma restrição orçamentária; • Desenvolver uma área em perspectiva de propriedade conjunta; • Acelerar o desenvolvimento; • Divulgar o orçamento disponível em mais poços e áreas • Compartilhar capital de risco • Auxiliar na construção de um relacionamento mais próximo com uma empresa local". (tradução livre). BANSAL, Ashok Kumar. **Joint Ventures In Petroleum Sector**. Disponível para assinantes em: https://www.academia.edu/31753455/JOINT_VENTURES_IN_PETROLEUM_SECTOR. Acesso em: 20 ago. 2020.

²⁶ "O sucesso na indústria sempre exigiu cooperação com outras partes, sejam elas contratadas, governos ou concorrentes. Na verdade, a indústria do petróleo upstream é única em termos de como lida com seus concorrentes. As empresas produtoras de petróleo e gás frequentemente negociam contratos entre si com o objetivo de benefício mútuo. Joint ventures, farmouts, unitizações e outros acordos desse tipo são transações comuns. É difícil imaginar a Coca e a Pepsi negociando uma *joint venture*, mas as empresas internacionais de petróleo (IOCs) o fazem com frequência. Embora essas empresas concorram no sentido tradicional em muitas áreas do negócio do petróleo, quando se trata de operações de upstream, elas frequentemente consideram a cooperação mutuamente benéfica". (tradução livre). TAVERNE, Bernard. *Petroleum, Industry and Governments: an introduction to petroleum regulation, economics and government policies*. Londres: **Kluwer Law International Ltd.**, 1999, p. 361.

²⁷ ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**, p. 01. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

investimentos em projetos de exploração e produção de petróleo (*upstream*) são realizados por meio de alianças corporativas na forma de *joint-ventures*.

Referido estudo destaca que a formação das *joint-ventures* permite aos seus participantes: (a) intensidade de capital; (b) mitigação de riscos; (c) troca de *know how* tecnológico; (d) otimização de recursos e da cadeia de fornecimento (*supply chain*); (e) penetração de mercado e ganho de escala; (f) colaboração no atendimento a requisitos regulatórios; e (g) agilidade no processo constitutivo.

No entanto, embora as vantagens potenciais da cooperação sejam claras e bem compreendidas, garantir que esses benefícios sejam alcançados não é uma tarefa fácil, e o gerenciamento dos desafios envolvidos nessas relações multipartidárias, transfronteiriças e culturais são muitas vezes negligenciados. De fato, segundo artigo da Lexis Nexis²⁸, as *joint-ventures* levam em média dezoito meses para serem estabelecidas, mas a grande maioria sobrevive menos de cinco anos, com alguns trabalhos de pesquisa sugerindo que a taxa de fracasso nessas relações é de 70%.

Da mesma forma, a diversidade de estruturas de *joint-ventures* e o vasto rol de contribuições permitidas para os parceiros individuais são vistas como vantagens desse tipo de estrutura, mas há desafios importantes a serem considerados. Não existe uma abordagem jurídica única para os diferentes projetos, seja em termos de governança ou em termos operacionais, e isso significa que a aprendizagem/memória corporativa se revela menos eficaz para evitar erros do passado quando comparado com outros segmentos da indústria.

3.2 Classificação das *joint-ventures*

Conforme destacado, as *joint-ventures* não encontram definição legal, uma vez que constituem forma associativa eminentemente empírica. Consistem arranjos negociais sem caráter definitivo, para a realização de determinados empreendimentos, através da divisão de obrigações, lucros e responsabilidades entre os parceiros.

²⁸ LEXIS NEXIS. **Oil and gas joint ventures** - exit mechanisms and key issues. Disponível em: <https://www.lexisnexis.co.uk/legal/guidance/oil-gas-joint-ventures-exit-mechanisms-key-issues>. Acesso em: 31 ago. 2020.

Sem prejuízo, ao longo do tempo, a doutrina consolidou alguns parâmetros de classificação das *joint-ventures*, com vistas a tornar o tema mais palatável. Nessa esteira, boa parte dos doutrinadores costuma classificar as *joint-ventures* em dois grandes grupos: contratuais (sem personalidade jurídica – *non corporate* ou *unincorporated joint-venture*) ou societária (com personalidade jurídica – *corporate* ou *incorporated joint-venture*).

Nos dizeres de Maristela Basso, as *joint-ventures* societárias implicam a efetiva subscrição ou aquisição de ações pelos agentes econômicos: “O investimento direto de capitais em empresas estrangeiras, através de subscrições de participações acionárias em sociedades nascentes de outros países, ou então por meio da aquisição de participações em sociedades”.²⁹

Ronald Charles Wolf, por sua vez, sustenta que a participação societária denota um investimento efetivo por parte do agente ou, ainda, uma contribuição de direitos que garantam a propriedade sobre as ações da empresa: “*In common day business language, equity means an investment, ownership interests, or rights attaching to ownership.*”³⁰

Uma *joint-venture* societária envolve, portanto, a criação de uma entidade jurídica separada, que deterá os ativos e conduzirá as operações. Em uma associação desta natureza, os participantes se tornarão sócios na sociedade criada, a qual será uma entidade com personalidade jurídica distinta da de seus participantes, distribuindo resultados na forma de dividendos.

O documento básico de constituição de uma *joint-venture* societária é o contrato social ou estatuto social, que expressa a intenção das partes para estabelecer a *joint-venture* em uma forma societária. Adicionalmente, poderão ser assinados documentos jurídicos acessórios, como memorandos de intenções, acordos de quotistas ou acionistas ou pactos para regulamentação de aspectos específicos do empreendimento³¹.

²⁹ BASSO, Maristela. **Joint ventures**: manual prático das associações empresariais. 3. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2002, p. 41.

³⁰ “Na linguagem dos negócios “equity” significa investimento, participações societárias, ou direitos inerentes à propriedade”. (tradução livre). WOLF, Ronald Charles. **Effective international joint venture management**: practical legal insights for successful organization and implementation. Armonk, New York: M.E Sharpe, 2002, p. 49.

³¹ ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LÜDKE, Fernando Gregio. Benefícios Sociais de Parcerias e Estruturas Jurídicas no Desenvolvimento de Atividades de Exploração e Produção de Hidrocarbonetos: O Conteúdo Local. In: **Publica Direito**, p. 11-12. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=774412967f19ea61> Acesso em: 20 ago. 2020.

As *joint-ventures* societárias representam um arranjo mais sofisticado de parceria e carregam uma gama maior de obrigações legais. Em alguns países, a exploração de recursos naturais pode ser, por lei, outorgada a somente uma entidade, que exercerá o monopólio estatal. Neste caso, os parceiros em uma *joint-venture* deverão, necessariamente, criar um novo veículo para conduzir as operações. De todo modo, não sendo este o caso, os participantes devem estar convencidos na hora de optarem por esta estrutura de que as vantagens serão maiores do que desvantagens, principalmente em razão do fato de a parceria restar regulada pelas exigências e normas vigentes de direito societário³².

Já a *joint-venture* não societária ou contratual é formada a partir da relação contratual direta das partes e não envolve a formação de entidade societária para operar a parceria. Novamente, Maristela Basso é precisa ao conceituar o arranjo em tela:

*A non corporate joint venture, conhecida aqui no Brasil como joint venture contratual, caracteriza-se por ser uma associação de interesses em que os riscos são compartilhados, porém não se forma uma pessoa jurídica e, em geral, não existe contribuição de capitais. Nessas associações, não se forma sociedade conjunta com personalidade jurídica separada daquele dos co-ventures, nas quais os sócios possuam ações de capital proporcional ao investimento.*³³

É importante observar que, apesar de uma *joint-venture* contratual ser um tipo flexível, permitindo a facilidade de criação, operação e término – o que leva à sua maior popularidade em relação às de natureza societária – as partes precisam se preocupar em definir precisamente os limites e extensão da sua relação no contrato ou em uma série de contratos acessórios.

A ausência de uma estrutura societária significa que os documentos contratuais podem se tornar muito extensos, pois eles precisariam regular toda a administração da parceria³⁴. De toda sorte, garantem uma maior flexibilidade aos participantes, já que, em grande parte, os direitos e obrigações entre as partes são

³² FISHER, Simon. Formation and Structure. In: DUNCAN, W.D. (Org.). **Joint Ventures Law in Australia**. 2. ed. Sidney: the Federation Press, 2005, p. 144 *et seq.*

³³ BASSO, Maristela. **Joint ventures: manual prático das associações empresariais**. 3. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2002, p. 43.

³⁴ AG Greenwood. International Joint Venture Arrangements. In: LEW, J. D. M; STANBROK, C. (Org.). **International Trade: Law and Practice**. 2. ed. Londres: Euromoney Publications, 1990, p. 157. Apud FISHER, Geoffrey. *op. cit.*, p. 344.

fixadas pelos termos do contrato alcançado e não são sujeitos a disposições legais supervenientes, como é o caso na utilização de uma estrutura societária.

Para melhor exemplificar os aspectos descritos acima, o quadro, a seguir, inspirado no que foi proposto por Bill Manning, resume os principais pontos nos quais uma *joint-venture* contratual se diferencia de uma societária.

Quadro 1 - *Joint-venture* contratual e societária

	Estrutura contratual	Estrutura societária
Formalização jurídica	Contrato associativo ou de consórcio	Contrato de sociedade devidamente arquivado
Qualidade das partes	Contratantes ou partes	Sócios
Propósito	Definido variavelmente pelo escopo, itens excluídos e compromissos associados no ato de constituição.	Definido pelo objeto social da sociedade e por uma lista definida de questões aplicáveis.
Compromisso dos participantes	Nenhum compromisso exclusivo em relação ao propósito da associação, mas sujeito a deveres de lealdade.	Pode existir obrigação dos sócios de dar preferência ao propósito da sociedade e podem existir certos compromissos de exclusividade.

Fonte: MANNING, Bill. Some Practical Aspects of Resources Joint Ventures. In: DUNCAN, W.D. (Org.). Joint Ventures Law in Australia. 2.ed. Sidney: the Federation Press, 2005.

3.3 Diferentes tipos de *joint-ventures* no segmento de Petróleo e Gás Natural

Aclarados alguns conceitos fundamentais das *joint-ventures* e constatada a preferência dos agentes econômicos atuantes no segmento de Petróleo e Gás Natural por este tipo de estrutura, cumpre abordar de forma mais específica os formatos associativos verificados no setor.

Para que se possa analisar a formatação dessas parcerias é preciso compreender, inicialmente, como se estabelece a cadeia produtiva da indústria de Petróleo e Gás Natural.

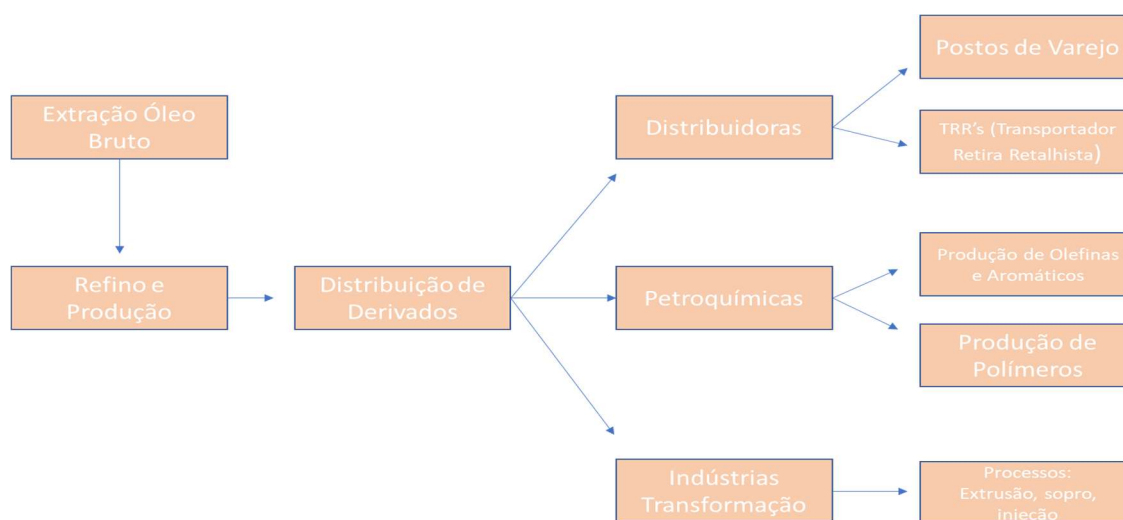
A cadeia produtiva representa a visão sistêmica das etapas de transformação dos insumos, até a constituição de um produto final (bem ou serviço). Trata-se, dessa forma, de uma série de operações interligadas (ou etapas técnicas de

produção e distribuição), realizadas por diversos agentes econômicos, desde a extração de determinada matéria-prima até a efetiva distribuição do produto acabado.

Segundo artigo da Federação das Indústrias do Estado do Paraná (FIEPR)³⁵, o conceito de cadeia produtiva parte da premissa de que a produção de bens pode ser representada como um sistema, no qual os diversos atores estão interconectados por fluxos de materiais, de capital e de informação, objetivando suprir um mercado consumidor final com os produtos do sistema.

Ainda segundo o mesmo artigo FIEPR, as atividades integrantes da cadeia produtiva de petróleo e gás podem ser agrupadas em dois grandes blocos: (a) *upstream*: onde se encontram atividades correlatas à exploração e produção do óleo propriamente dito; e (b) *downstream* ou abastecimento: caracterizado pelas atividades de transporte, refino, distribuição e comercialização. A figura simplificada da cadeia encontra-se a seguir:

Figura 3 - Cadeia Produtiva de Petróleo e Gás



Fonte: <http://www.fiepr.org.br/fomentoedesenvolvimento/cadeiasprodutivas/uploadAddress/petroleogas%5B19590%5D.pdf>

³⁵ FIEPR. Federação das Indústrias do Estado do Paraná. **Cadeia Produtiva de Óleo e Gás.**

Disponível em:

<http://www.fiepr.org.br/fomentoedesenvolvimento/cadeiasprodutivas/uploadAddress/petroleogas%5B19590%5D.pdf> Acesso em: 20 ago. 2020.

Em umas de suas obras, Forgioni³⁶ define a concentração vertical como sendo a integração de agentes atuando em diferentes níveis de uma mesma cadeia produtiva. Na indústria do Petróleo e Gás Natural, as parcerias associativas com integração vertical são, portanto, aquelas que reúnem atividades de exploração, produção e refino sob uma mesma estrutura hierárquica. A concentração horizontal, de outro modo, se verifica nas alianças corporativas nas quais os agentes concorrem na mesma etapa da cadeia produtiva, tal como se observa nas parcerias associativas de refino, a exemplo da *joint-venture* da Petrobras com a espanhola *Repsol YPF*, formada em 2001 e que, em 2010, retomou ao controle exclusivo da estatal brasileira.

Desse modo, vê-se que as *joint-ventures* do setor de Petróleo e Gás Natural são, via de regra, formadas para regulamentar o relacionamento dos agentes econômicos em uma ou mais etapas da cadeia produtiva.

O já citado estudo da *Ernst & Young*³⁷, o qual trata especificamente das *joint-ventures* do setor de *upstream*, propõe a classificação dessas parcerias sob três modelos: (a) *joint-ventures* operacionais; (b) *joint-ventures* de compartilhamento de riscos; e (c) *joint-ventures* de compartilhamento de capacidade.

As *joint-ventures* operacionais são aquelas onde duas ou mais empresas criam uma entidade autônoma, que possui o conjunto completo de ativos e capacidades operacionais necessários para diretamente desenvolver e executar o projeto de exploração e produção de petróleo. Trata-se, portanto, de uma *joint-venture* societária, com efetiva criação de veículo empresarial autônomo.

As *joint-ventures* de compartilhamento de risco são aquelas onde duas ou mais empresas criam uma *joint-venture* primordialmente com o objetivo de compartilhar riscos ou financiamento. Um dos participantes normalmente administra a operação, com os outros contribuindo apenas com financiamento e, potencialmente, com alguma ingerência sobre decisões em nível estratégico.

As *joint-ventures* de compartilhamento de capacidade são aquelas em que a *joint-venture* realiza negócios, aproveitando uma combinação de recursos e *know how* das empresas participantes. Por exemplo, um dos participantes pode contribuir com recursos de engenharia e fabricação, enquanto o outro contribui com influência

³⁶ FORGIONI, P. **Os Fundamentos do Antitruste**. 2. ed. São Paulo: RT, 2004.

³⁷ ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**, p. 04. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

política e penetração em certos países. Nesse caso, a própria *joint-venture* usualmente detém uma gama limitada de ativos operacionais; focando prioritariamente na gestão dos recursos e ativos dos próprios participantes.

O setor de *downstream*, mais especificamente o segmento do refino, não contrariou a tendência global de união e divisão de esforços empresariais, caminhando, na verdade, no sentido da consolidação das *joint-ventures* como modelo para as atividades de refino dos bens minerais em comento. Apenas a título de curiosidade, contrariando a tendência global, o mercado brasileiro de refino foi reaberto somente em 1997 e, até 2018, as refinarias da Petrobras respondiam por 98,4% da capacidade de refino nacional, segundo dados do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES)³⁸.

Os formatos das *joint-ventures* do segmento de *downstream* são customizáveis conforme cada projeto, mas a classificação proposta pela *Ernst & Young* também se aplica a esses arranjos.

Antes de aderir a qualquer das modalidades de parceria associativa, os participantes devem ter boa compreensão dos fatores que motivam o ingresso na *joint-venture* e o investimento que será exigido de cada participante, eis que esses são, tipicamente, os componentes centrais dos acordos de *joint-venture*. No entanto, tendo em vista a natureza de longo prazo desses relacionamentos, é essencial que se pondere o nível de alinhamento entre os participantes, as regras de governança e as contrapartidas de cada agente. Por exemplo, as perspectivas de um determinado participante podem ser alteradas ou influenciadas no curso de existência da *joint-venture*, sendo imprescindível que o arranjo contenha o devido endereçamento para hipóteses de saída ou rompimento do vínculo, notadamente em relação aos investimentos já realizados ou a realizar, liquidação da participação, tratamento de informações comerciais sensíveis, dentre outros aspectos.

A concentração de esforços empresariais por meio de associações estratégicas voltadas à implementação de empreendimentos conjuntos verifica-se globalmente, especialmente no setor de Petróleo e Gás Natural. Para se definir a estrutura mais adequada a um determinado caso concreto, os participantes devem

³⁸ BNDES. Banco Nacional de Desenvolvimento. **Mercado de Refino de Petróleo no Brasil**. disponível em: file:///C:/Users/rma/Downloads/PRArt214083_Mercado%20de%20petroleo%20no%20Brasil_compl_PBD.pdf. Acesso em: 16 ago. 2020.

ponderar a legislação aplicável ao objeto da parceria, assim como a natureza da relação entre seus participantes.

Dessa forma, definir o formato associativo mais adequado para cada projeto/parceria pode contribuir decisivamente para o sucesso (ou insucesso) do empreendimento, evitando situações de conflito entre os participantes.

3.4 Problemas reincidentes nas *joint-ventures* do setor de Petróleo e Gás Natural

Se, por um lado, as *joint-ventures* possuem enorme potencial na geração de valor agregado a diversos projetos do setor, elas também podem representar um incremento substancial em complexidade. De fato, segundo estudo da *Ernst & Young*³⁹, projetos do segmento de Petróleo e Gás Natural desenvolvidos por meio de *joint-ventures* tendem a sofrer mais para atingimento de metas e cumprimento de cronograma quando comparados a outros projetos executados sem formação de *joint-ventures*. A experiência sugere que à medida em que os projetos começam a enfrentar desafios e as perspectivas e prioridades dos parceiros se tornam divergentes, conflitos societários e desavenças operacionais tendem a aparecer e comprometer a vida da *joint-venture*. Aliado a isso, ainda existe toda a complexidade do segmento, com fatores geopolíticos de peso que podem impactar drasticamente os preços do petróleo e os resultados financeiros da parceria.

O presente tópico buscará abordar os principais problemas e motivos que costumam afetar os projetos do segmento de Petróleo e Gás Natural explorados através de *joint-ventures*.

3.4.1 Estrutura Associativa Inadequada

Para a *Ernst & Young*⁴⁰, a escolha equivocada de parceiros comerciais ou estruturas de investimento inadequadas são problemas comuns. Isso é particularmente preocupante quando existe desalinhamento ou incompatibilidade de

³⁹ ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**, p. 10. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

⁴⁰ ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**, p. 10. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

estratégia, cultura, capacidade ou prioridades (relacionadas a atividades conjuntas da *joint-venture*) entre as empresas que se associaram. Selecionar estruturas eficientes e parceiros adequados são desafios de relevância para as organizações, pois as relações estabelecidas através de projetos do setor Petróleo e Gás Natural são quase sempre de longo prazo, o que significa que tais relações deverão se adaptar à dinâmica do mercado futuro (imprevisível), sujeitar-se a mudanças de prioridades das empresas associadas (por exemplo, corte de gastos, priorização de outros projetos, mudança de administração, etc.) e resistirem às oscilações no preço do petróleo.

Em artigo sobre os problemas práticos das *joint-ventures* do segmento de Petróleo e Gás Natural, Glen Ward⁴¹ sustenta que os *players* da indústria do Petróleo e Gás Natural, notadamente do segmento de *downstream*, somente devem se unir por meio de estruturas de *joint-ventures* em casos em que haja claro alinhamento de objetivos. Nesse aspecto, o autor é crítico à estruturação desmedida de *joint-ventures* no setor, sem o necessário alinhamento entre seus participantes.

A essência das *joint-ventures* é a geração de valor aos seus participantes, através da percepção de retornos positivos pelos agentes que envidaram esforços estratégicos nessa modalidade de concentração empresarial. Entretanto, as complexidades da indústria de Petróleo e Gás Natural demonstram que nem sempre a aglutinação operacional é eficaz.

3.4.2 Alinhamento de Metas e Estratégia

O estudo da *Ernst & Young*⁴² indica que é comum que os parceiros não alinhem e acordem efetivamente com metas/estratégias claras e conjuntas para o projeto. As atividades de planejamento e investimento ficam desarticuladas, especificamente em relação à capacidade/complexidade técnica, à medida em que os projetos são desenvolvidos e as principais decisões de engenharia e projeto (com grandes implicações de custo) são tomadas.

Da mesma forma, a falta de previsão contratual acerca de possíveis mudanças nas circunstâncias externas à *joint-venture* (como por exemplo, restrições

⁴¹ WARD, Glen. **Practical Problems in Petroleum Joint Ventures**. *Ampla Yearbook*, 1998, p. 361.

⁴² ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**, p. 10. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

de capital ou aumento da exposição ao risco) ou mesmo de possíveis sucessos (por exemplo, crescimento rápido ou aumento de oportunidades) resulta em divergências entre os parceiros relativamente às metas, prioridades e esforços corporativos. De fato, tais circunstâncias podem fazer com que o projeto se torne mais ou menos atraente para cada parceiro, sendo imprescindível a previsão de mecanismos contratuais que resguardem o necessário equilíbrio contratual.

Para Glen Ward⁴³, o alinhamento estratégico dos participantes ingressantes em um empreendimento conjunto pode ser traduzido, objetivamente, na definição, com clareza, de alguns itens: (a) custo total para operacionalização do projeto; (b) possibilidade de financiamento unilateral do projeto pelos participantes, com regulação contratual de direitos de preferência e diluição; (c) possibilidade de saída unilateral do projeto, com regulação contratual de direito de preferência; (d) estrutura de distribuição de resultados a todos os participantes da *joint-venture*; (e) ausência de implicações contábeis adversas; e (f) inexistência de incremento de responsabilidade legal em razão do empreendimento conjunto.

Vê-se, dessa forma, que a abordagem do autor é bastante pragmática. Para ele, o alinhamento estratégico de uma *joint-venture* do segmento de Petróleo e Gás Natural representa, basicamente, a clareza dos participantes em relação ao custo total do projeto, às condições de financiamento, às condições de saída, à ausência de adversidades contábeis e à ausência de incremento de responsabilidade legal. O autor destaca, no entanto, a dificuldade prática de se alinhar previamente esses elementos, em razão de variáveis específicas do setor, que incluem a valoração dos ativos de cada participante da *joint-venture* (e que em última instância afetará a sua participação no empreendimento), valoração de ativos intangíveis, como as licenças de operação e ambientais, eventual necessidade de realização de investimentos para desenvolvimento do empreendimento conjunto e implicações contábeis e tributárias na contribuição de ativos à *joint-venture*. Na visão do autor, tudo isso, precisa, de alguma forma, "entrar na conta" previamente ao estabelecimento efetivo de um empreendimento conjunto.

⁴³ WARD, Glen. **Practical Problems in Petroleum Joint Ventures**. *Amplia Yearbook*, 1998, p. 362.

3.4.3 Governança Ineficiente

As *joint-ventures*, sejam as de natureza societária (*incorporated joint-venture*) sejam as de natureza contratual (*unincorporated joint-ventures*), fundamentam-se na ideia de atuação colaborativa de seus participantes. Ao optarem pelo desenvolvimento conjunto de um dado empreendimento, os participantes devem, após definidas as metas e obrigações primordiais de cada um, implementar uma estrutura de governança apta a conduzir com eficiência as atividades do novo empreendimento e, ainda, apta a garantir que os interesses das diferentes partes sejam preservados.

Nesse aspecto, a governança das *joint-ventures* se revela um problema reincidente não apenas no setor de Petróleo e Gás Natural, mas em diversos outros segmentos, especialmente nas *joint-ventures* envolvendo agentes de mais de um país. Ainda que existam documentos jurídicos estabelecendo regras de governança, a realidade prática revela que esta documentação é frequentemente desconectada com a realidade prática do empreendimento. A constatação é feita por Jim Bamford:

*But in most cases, these governance documents contain critical gaps, lack strategic orientation, are disconnected from each other, and are not well understood by those involved. The result: those who oversee and run joint ventures often lack an adequately defined and shared view of how the governance is suppose to work at a practical level. This breeds misalignment, shareholder over-reach, blind spots in oversight, reporting inefficiencies, legal exposures, and other maladies.*⁴⁴

Em seu estudo, a *Ernst & Young*⁴⁵ aponta que ao primeiro sinal de desalinhamento entre os parceiros corporativos de uma *joint-venture* do setor de Petróleo e Gás Natural, a confiança é imediatamente perdida, resultando num

⁴⁴ “Mas, na maioria dos casos, esses documentos de governança contêm lacunas críticas, carecem de orientação estratégica, estão desconectados uns dos outros e não são bem compreendidos pelos envolvidos. Resultado: aqueles que supervisionam e administram joint ventures muitas vezes carecem de uma visão compartilhada e adequadamente definida de como a governança deve funcionar em um nível prático. Isso gera desalinhamento, excesso de alcance dos acionistas, pontos cegos na supervisão, ineficiências de relatórios, exposições legais e outros males”. (tradução livre). BAMFORD, James. **Operationalizing Joint venture Governance**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/operationalizingjointventuregovernancecorporategovernance-policy-governance-handbook-governance-blueprint>. Acesso em: 02 set. 2020.

⁴⁵ ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**, p. 10. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

incremento de procedimentos administrativos burocráticos e atraso ou conflito na tomada de decisões.

Em artigo científico dedicado às estruturas de governança corporativa de *joint-ventures*, publicado pela Universidade de Direito de Harvard⁴⁶, constata-se uma fragilidade das estruturas de governança das *joint-ventures* quando comparadas às de companhias não organizadas sob a forma de *joint-ventures*. Segundo o estudo, o compartilhamento da administração torna algumas práticas de governança já estabelecidas e consolidadas no ambiente empresarial ordinário difíceis de serem implementadas nas *joint-ventures*. Além disso, uma série de circunstâncias comprometem a atuação dos administradores das *joint-ventures*, tais como a falta de dedicação profissional à *joint-venture*, o excesso de vínculo aos acionistas que o nomearam e a falta de incentivos para tecer críticas à estrutura administrativa da *joint-venture*. Nesse sentido:

Bringing greater rigor to JV governance is not straightforward, however. For starters, some concepts and best practices from corporate governance do not translate into a JV environment, which makes it hard to solely rely on corporate governance frameworks, tools, and standards in driving the governance conversation. For instance, corporate boards do not need to oversee the conflict-laden operational interfaces and commercial relationships between the company and the shareholders, nor deal with committee members who are not on the board. Furthermore, JV governance does not attract the same level of attention or time dedication from directors. Our data shows that the median JV directors spends 15 days per year on their role, compared to 30-35 days per year for corporate directors. Similarly, JV boards often lack the resources to support efficient engagement or sustained focus on governance, whereas corporate boards can usually depend on highly-professional and well-resourced corporate secretaries, investor relations, and legal departments to support governance and shareholder management.

Most importantly, JV governance is tougher to improve because it requires agreement among multiple owners, where directors are not well-incentivized to speak up when the governance of a JV isn't working well, and where the tone is frequently set by the least motivated director. JV directors are almost always current executives of and nominated by one shareholder, and are therefore not independent. As such, the push to improve governance can be interpreted with suspicion or as self-interested by directors from another shareholder. Meanwhile, if a director speaks up, they run the

⁴⁶ BAMFORD, James; WALKER, Geoff; MOGSTAD, Martin. Joint Venture Governance Index: Calibrating the Strength of Governance in Joint Ventures. **Harvard School Forum on Corporate Governance**. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/>. Acesso em: 16 ago. 2020.

risk of going against a more senior member of their own company or presenting an un-united front to their partners and JV management."⁴⁷

A união empresarial entre agentes distintos em torno de um empreendimento comum é algo complexo, tanto em termos empresariais como também sob a ótica organizacional. Definir claramente as premissas de atuação da *joint-venture*, a relação com seus controladores, o formato diretivo e os mecanismos de gestão são temas frequentes no processo constitutivo desse tipo de veículo. No entanto, segundo a *Dextron Management Consulting*, consultoria especializada em projetos de estratégia empresarial, analisando-se diversos casos de sucesso e insucesso no decorrer dos anos, extrai-se que um dos principais elementos para o sucesso é a criação de um bom modelo de governança ⁴⁸.

Assim, discutidas, negociadas e estabelecidas as metas e os resultados esperados da *joint-venture*, avaliados os riscos e as responsabilidades de cada participante e celebrados os contratos definitivos do negócio, deve-se criar um modelo de governança eficiente, com regras e procedimentos para encaminhamento de conflitos, delegação de poderes e autoridade aos executivos da *joint-venture*.

⁴⁷ "Trazer maior rigor para a governança da JV não é simples, no entanto. Para começar, alguns conceitos e práticas recomendadas de governança corporativa não se traduzem em um ambiente de JV, o que torna difícil confiar apenas em estruturas, ferramentas e padrões de governança corporativa para conduzir a conversa sobre governança. Por exemplo, os conselhos corporativos não precisam supervisionar as interfaces operacionais conflitantes e as relações comerciais entre a empresa e os acionistas, nem lidar com membros do comitê que não fazem parte do conselho. Além disso, a governança da JV não atrai o mesmo nível de atenção ou dedicação de tempo dos conselheiros. Nossos dados mostram que em média os conselheiros de joint ventures gastam 15 dias por ano em suas funções, em comparação com 30-35 dias por ano para conselheiros corporativos. Da mesma forma, os conselhos de JV geralmente carecem de recursos para apoiar o envolvimento eficiente ou o foco sustentado na governança, enquanto os conselhos corporativos geralmente podem depender de secretários corporativos, relações com investidores e departamentos jurídicos altamente profissionais e com bons recursos para apoiar a governança e a gestão de acionistas.

Mais importante ainda, é mais difícil melhorar a governança de JV porque requer acordo entre vários proprietários, onde os conselheiros não são incentivados a falar quando a governança de uma JV não está funcionando bem e onde o tom é frequentemente definido pelos menos motivados conselheiros. Os conselheiros de joint ventures quase sempre executivos indicados por um acionista e, portanto, não são independentes. Como tal, o impulso para melhorar a governança pode ser interpretado com suspeita ou como interesse próprio por conselheiros de outro acionista. Enquanto isso, se um conselheiro se manifestar, ele corre o risco de ir contra um membro mais antigo de sua própria empresa ou apresentar uma frente unificada aos seus sócios e à administração da JV". (tradução livre). BAMFORD, James; WALKER, Geoff; MOGSTAD, Martin. Joint Venture Governance Index: Calibrating the Strength of Governance in Joint Ventures. **Harvard School Forum on Corporate Governance**. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/>. Acesso em: 16 ago. 2020.

⁴⁸ INSTITUTO INFORMATION MANAGEMENT. **Como implantar a Governança Corporativa em Joint Ventures**. Disponível em: <https://docmanagement.com.br/11/11/2013/como-implantar-a-governanca-corporativa-em-joint-ventures/> Acesso em: 16 ago. 2020.

Em outro estudo dedicado à avaliação da governança corporativa das *joint-ventures*, James Bamford apresenta dados contundentes⁴⁹. Segundo constatado, a governança desempenha um papel vital nas *joint-ventures*, sendo determinante para o sucesso ou insucesso desses empreendimentos. A avaliação de grandes *joint-ventures* revela que 50% dos fracassos dessas estruturas resulta de má governança. Em outra abordagem, o mesmo estudo revela uma alta correlação entre bom desempenho financeiro e operacional e a boa governança - com mais de 90% das *joint-ventures* com estrutura eficiente de governança experimentando sólidos resultados financeiros.

O autor ainda destaca que os conselhos de administração das *joint-ventures* costumam demorar a implementar reestruturações necessárias nas empresas que supervisionam – incluindo problemas de desempenho, desvios de escopo, inclusão de terceiros no projeto e mudanças no modelo operacional. Segundo análise conduzida em mais de 150 clientes assessorados diretamente pela *Water Street Partners*, revelou-se que as *joint-ventures* estariam 30 meses atrasadas na resolução de problemas - atrasos causados pela estrutura de participação múltipla e necessidade de assegurar o alinhamento dos membros do conselho dos diferentes participantes do empreendimento. Dado que essas reestruturações rotineiramente respondem por 10 a 30% em melhorias de lucratividade anual, o atraso constatado representa uma perda financeira sem precedentes.

Na mesma linha, o estudo da Deloitte Touche Tohmatsu⁵⁰ dedicado às *joint-ventures* também indica a governança como um dos problemas reincidentes no estabelecimento de uma parceria eficaz:

Establishing the JV's Board and its governance arrangements are especially challenging because each partner (and the JV's own management team) has different agendas, needs, ideas and priorities. Sensitivity to the interests of all can result in delays, unresolved issues and political difficulties.

⁴⁹ WATER STREET PARTNERS. **Why JV Governance Matters**. Disponível em: <https://cdn2.hubspot.net/hubfs/697682/Water-Street-Classics/pdf-version/jvx-issue-86-sep2015-jv-governance-matters-pdf0632.pdf> Acesso em: 16 ago. 2020.

⁵⁰ "Estabelecer o Conselho da JV e seus arranjos de governança é especialmente desafiador porque cada parceiro (e a própria equipe de gestão da JV) tem diferentes agendas, necessidades, ideias e prioridades. A sensibilidade aos interesses de todos pode resultar em atrasos, questões não resolvidas e dificuldades políticas." (tradução livre). DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **A study of Joint Ventures: The challenging world of alliances**, p. 10. Disponível em: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fr/Documents/finance/Publications/Etude_Joint_Venture_juillet%202010.pdf Acesso em: 16 ago. 2020.

3.4.4 Valoração de Ativos e Realização de Investimentos

Um dos pilares das *joint-ventures* reside nas contribuições realizadas pelos sócios participantes. Via de regra, cada participante contribui ativos ou recursos financeiros para a *joint-venture*, recebendo, em contrapartida, um percentual do negócio. Aferir o valor das contribuições não costuma ser uma tarefa e isso impacta a participação de cada participante no empreendimento.

Para Glen Ward⁵¹, acordar acerca do valor das contribuições de cada participante é um dos principais desafios antes de se ingressar numa estrutura de *joint-venture*. Nas palavras do autor: *"The relative values will affect the final equities that the original two groups will end up with the single entity. Therefore this will be an important and difficult issue to overcome."*⁵²

Ainda sobre a questão das contribuições dos participantes à *joint-venture*, Glen Ward classifica três subgrupos de possíveis contribuições usualmente verificadas nas *joint-ventures* do segmento de Petróleo e Gás Natural: (a) ativos reais; (b) ativos intangíveis; e (c) investimentos em recursos para melhora da planta industrial.

Havendo contribuição de ativos reais, tais como máquinas, equipamentos, imóveis e ativos fixos em geral, é difícil estabelecer um valor justo para tais. Parte desses ativos pode ter sido utilizada por um curto período, enquanto outros podem ter sido utilizados por um longo período, estando integralmente depreciados. O valor contábil, nesse sentido, provavelmente não seria aceitável à parte dona dos ativos. Por outro lado, a avaliação pelo valor de reposição não seria satisfatório à outra parte participante, pois, em última análise, esta estaria concedendo um percentual de participação superior ao valor dos ativos efetivamente contribuídos à nova sociedade.

A valoração de ativos intangíveis contribuídos à *joint-venture* é igualmente desafiadora. Os bens intangíveis constituem-se na propriedade imaterial das empresas, possuem valor econômico, mas são desprovidos de substância física. Atribuir valores econômicos a licenças, servidões, direitos de passagem, entre

⁵¹ WARD, Glen. **Practical Problems in Petroleum Joint Ventures**. Ampla Yearbook, 1998, p. 362.

⁵² "Os valores relativos afetarão as participações finais de forma que os dois grupos originais irão deter na única entidade. Portanto, esta será uma questão importante e difícil de superar". (tradução livre). WARD, Glen. **Practical Problems in Petroleum Joint Ventures**. Ampla Yearbook, 1998, p. 362.

outros itens intangíveis, não é uma tarefa fácil e, via de regra, requer uma avaliação técnica a partir de critérios, objetivos e metodologia singulares e, na maioria das vezes, incompatíveis com o contexto de negociação de uma *joint-venture*.

Comumente, *joint-ventures* do segmento de Petróleo e Gás Natural possuem previsões de investimentos para melhora/alavancagem das operações industriais. Negociar o escopo e o cronograma dos investimentos é uma tarefa importante aos potenciais parceiros de uma *joint-venture*, uma vez que a estimativa equivocada dos investimentos poderá ocasionar desavenças societárias severas, além de comprometer a rentabilidade projetada do empreendimento.

O desafio de se valorar as contribuições dos sócios participantes de uma *joint-venture* também é destacado por Gerard Baynham⁵³:

Companies routinely find themselves in painful joint venture negotiations, reaching “walk-away points” and failing to close deals because of hard-to-value contributions, differences in key assumptions, or valuations that do not support the desired ownership or control split. Relief lies in a paradox: While joint ventures often introduce more complex valuation challenges than other transactions, the flexibility inherent in JVs simultaneously offers dealmakers a range of techniques “to take valuation issues off the table” or otherwise help the counterparties get to yes. On the surface, JV valuation looks a lot like M&A valuation, only harder. What makes JV valuation so hard? To begin with, most JVs include a range of important contributions that are not bundled into an easy-to-value business with existing cash flows – but rather are hard-to-value “pieces” of a business, such as market relationships, capabilities,

⁵³ “As empresas se encontram rotineiramente em negociações dolorosas de joint venture, atingindo “pontos de afastamento” e não fechando negócios devido a contribuições difíceis de avaliar, diferenças nas principais premissas ou avaliações que não suportam a propriedade ou divisão de controle desejada. O alívio reside em um paradoxo: embora as joint ventures muitas vezes introduzam desafios de avaliação mais complexos do que outras transações, a flexibilidade inerente às JVs oferece simultaneamente aos negociadores uma gama de técnicas “para tirar os problemas de avaliação da mesa” ou de outra forma ajudar as contrapartes a chegarem ao sim. Superficialmente, a avaliação de JV se parece muito com a avaliação de M&A, só que mais difícil. O que torna a avaliação de JV tão difícil? Para começar, a maioria das JVs inclui uma gama de contribuições importantes que não estão agrupadas em um negócio fácil de valorar com fluxos de caixa existentes - mas são “peças” difíceis de valorar de um negócio, como relacionamentos de mercado, capacidades, tecnologias, dados e processos proprietários, pessoas qualificadas, serviços de suporte e ativos privilegiados que não têm um preço de mercado externo. Além do mais, ao contrário de M&A, a propriedade de muitas dessas contribuições (por exemplo, serviços, tecnologias, marcas) não é transferida para o empreendimento, mas sim fornecida por um parceiro sob alguma base exclusiva ou privilegiada para o empreendimento. E, ao contrário de M&A, poucas situações se prestam a um processo de leilão - ou seja, negociar com vários parceiros em paralelo - que na verdade cria uma avaliação de mercado onde um pode não ter existido naturalmente antes”. (tradução livre). BAYNHAM Gerard. **Joint Venture Valuation: 4 Steps to Handling Hard-to-Value Contributions**. Disponível em:

<https://mail.google.com/mail/u/1/#inbox/WhctKJVzcMCLQgBQnWKbvPkzhKgFXrRhFBfNjtWJmPdwMGScxXZLqkSsvFvLDBbFWDsqTZL?projector=1&messagePartId=0.1> Acesso em: 16 ago. 2020.

technologies, proprietary data and processes, skilled people, support services, and privileged assets that do not have an external market price. What's more, unlike in M&A, the ownership of many of these contributions (e.g., services, technologies, brands) is not transferred to the venture, but rather is provided by one partner under some exclusive or otherwise privileged basis to the venture. And, unlike M&A, few situations lend themselves to an auction process – i.e., negotiating with multiple partners in parallel – which in effect creates a market valuation where one may not have existed naturally before.

Vê-se, dessa forma, que o processo de valoração das contribuições dos sócios de uma *joint-venture* é significativamente mais complexo e trabalhoso do que a valoração de uma transação de *Mergers and Aquisitions* (M&A) comum. Isso porque, como muito bem observado pelo autor, o rol de contribuições é abrangente, podendo incluir ativos intangíveis, tecnologia, capacidades técnicas e relacionamentos sem necessariamente ter algum referencial de mercado e que, portanto, não são valoráveis mediante simples metodologia de fluxos de caixa. Além do mais, ao contrário das transações de M&A, a propriedade de muitas dessas contribuições (por exemplo, serviços, tecnologias e marcas) não é transferida para o empreendimento, mas sim fornecida por um dos parceiros sob algum arranjo exclusivo ou privilegiado para o empreendimento conjunto, o que torna ainda mais difícil de ser "precificado" quando da formação da *joint-venture*.

3.4.5 Mecanismos de Saída mal elaborados

O momento da saída de uma *joint-venture* é com frequência desprovido do necessário alinhamento entre os parceiros e, muitas vezes, é realizado de forma conflitante com o estágio de maturidade do projeto. Esse aspecto é especificamente abordado pela *Ernst & Young* em seu estudo sobre megaprojetos do setor de Petróleo e Gás Natural⁵⁴, assim como pela Deloitte Touche Tohmatsu em seu estudo sobre *joint-ventures*⁵⁵.

Em que pese a estratégia de saída estar relacionada com as metas de cada grupo empresarial e com a necessidade/alocação de capital de cada parceiro, é

⁵⁴ ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**, p. 10. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

⁵⁵ DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **A study of Joint Ventures: The challenging world of alliances**, p. 11. Disponível em: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fr/Documents/finance/Publications/Etude_Joint_Venture_juillet%202010.pdf. Acesso em: 16 ago. 2020.

recomendável que se negocie com clareza as estratégias de saída, com vistas a reduzir o choque às operações da associação e otimizar o esforço empresarial conjunto durante a vida do empreendimento, com geração de valor para o negócio.

Como visto, muitas *joint-ventures* são formadas por parceiros que desejam criar valor combinando diferentes tipos de contribuições, incluindo dinheiro, compromissos de financiamento, ativos tangíveis e ativos intangíveis, como talento humano, propriedade intelectual e direitos contratuais. Os documentos jurídicos que regulamentam as *joint-ventures* usualmente contêm disposições específicas permitindo que os parceiros saiam do empreendimento em determinadas situações. Essas disposições se prestam a amparar não apenas os investimentos e contribuições dos parceiros, mas também resguardar os interesses dos parceiros em relação à *joint-venture*.

Segundo artigo técnico de Ruth E. Fisher e Benyamin S. Ross⁵⁶, as disposições de saída mais usuais nas *joint-ventures* geralmente buscam atender a um ou mais dos seguintes objetivos: (a) permitir liquidez; (b) antecipar e evitar impasses entre os parceiros; e (c) evitar e punir violações de obrigações contratuais. Nesse sentido, as disposições de saída, se bem construídas, devem preservar a subsistência do negócio, promover a distribuição de valores de forma equitativa, e coibir a manipulação indevida deste mecanismo mediante estabelecimento de gatilhos (*triggers*) específicos e suficientemente detalhados. Nos dizeres do citado artigo⁵⁷:

Well-constructed exit provisions will enable the partners to:

- *avoid triggers that could require the business to be valued prematurely, before its full value can be realized;*
- *avoid triggers that could disrupt or damage a business, or encourage gamesmanship;*

⁵⁶ FISHER, Ruth E., ROSS, Benyamin S. **Recent Trends in Joint Venture Exit and Termination Provisions.** Disponível em: <https://www.gibsondunn.com/recent-trends-in-joint-venture-exit-and-termination-provisions/> Acesso em: 17 ago. 2020.

⁵⁷ “A disposições de saída bem construídas permitirão aos parceiros: - evitar gatilhos que possam exigir que o negócio seja avaliado prematuramente, antes que seu valor total possa ser realizado; - evitar gatilhos que possam interromper ou prejudicar um negócio, ou encorajar o jogo; - combinar o direito de saída apropriado (por exemplo, transferência permitida, início de um processo de compra / venda ou capacidade de forçar uma venda) com o evento desencadeador; e - obter um resultado que seja econômico, maximize o valor da empresa e distribua o valor de forma equitativa.” (tradução livre). FISHER, RUTH E., ROSS, BENYAMIN S. **Recent Trends in Joint Venture Exit and Termination Provisions.** Disponível em: <https://www.gibsondunn.com/recent-trends-in-joint-venture-exit-and-termination-provisions/> Acesso em: 17 ago. 2020.

- *match the appropriate exit right (e.g., permitted transfer, initiation of a buy/sell process, or ability to force a sale) with the triggering event; and*
- *effect an outcome that is cost-effective, maximizes enterprise value, and distributes value equitably.*

Ainda segundo Ruth E. Fisher e Benyamin S. Ross, existem três tipos de gatilhos de saída mais usualmente adotados em estruturas de *joint-ventures*, que permitem que um dos parceiros deixe o empreendimento unilateralmente, ou que, alternativamente, possibilitem a um dos parceiros exigir a saída do outro parceiro.

O primeiro gatilho de saída refere-se à oportunidade de monetização da participação em decorrência do simples decurso do tempo ou de mudanças nas circunstâncias do negócio. Comumente, os parceiros unidos em uma *joint-venture* são impedidos de alienar suas participações durante um período (chamado de *lock up period*), já que essa mecânica garante que os parceiros não fiquem presos indefinidamente em um investimento e, concomitantemente, obriga os parceiros a envidarem esforços empresariais durante um período mínimo. Outra possibilidade de monetização das participações usualmente regulada em estruturas de *joint-ventures* refere-se à autorização para venda, quando da ocorrência de certos eventos que tenham o potencial de comprometer os investimentos ou afetar substancialmente a contribuição dos parceiros na *joint-venture*. Por exemplo, em situações de mudança nos negócios da *joint-venture* e mudança de controle de um dos parceiros.

Quando, a um ou mais sócios seja concedido o direito de sair do empreendimento mediante alienação de sua participação, em razão do transcurso do tempo ou da ocorrência de um evento com potencial de afetar o negócio, os acordos de *joint-venture* costumam regular certas proteções aos parceiros que permanecem no negócio. As proteções mais comuns são os direitos de preferência outorgados ao parceiro que permanece no negócio, garantindo-lhe a prerrogativa de adquirir a participação do parceiro que estiver saindo da *joint-venture* com prioridade sobre terceiros interessados, além dos direitos de *tag-along* que lhe garantem a oportunidade de vender sua participação em condições idênticas ou muito semelhantes às ofertadas ao parceiro que deseja sair do negócio.

Em outras situações, menos comuns, um parceiro pode negociar o direito (após o decurso de um período de tempo, ou após o atingimento de algum marco

preestabelecido) de forçar a venda de todo o empreendimento, seja encontrando um comprador e exercendo direitos de *drag-along*, ou iniciando uma Oferta Pública Inicial (IPO) do empreendimento. Nesses casos, os outros parceiros geralmente buscarão proteções contratuais para resguardar o recebimento de valores semelhantes ao do parceiro que optar pela venda ou IPO, além de influência nesses processos.

O segundo gatilho de saída refere-se à eventual incapacidade operacional da *joint-venture*. Essa incapacidade pode decorrer de fatores externos à *joint-venture*, como a promulgação de novas leis, edição de decretos, ou mesmo o surgimento de novas tecnologias ou concorrentes que simplesmente inviabilizem o negócio, ou por fatores internos como o impasse societário que impede a continuidade das atividades empresariais do empreendimento. Nesses casos, é prática comum que os parceiros estabeleçam regras que permitam a liquidação de participações. Os parâmetros exatos ou eventos que dão origem a esse gatilho de “incapacidade de operar” devem sempre levar em consideração os fatos e circunstâncias específicos aplicáveis ao empreendimento conjunto. Além disso, as consequências desses eventos variam frequentemente. Em alguns casos, como quando o negócio fracassa e não há alternativas de se obter financiamentos adicionais, os parceiros podem dispor que qualquer parceiro poderá iniciar uma venda do negócio na qual todos os parceiros possam concorrer. Se nenhum parceiro ou terceiro se oferecer para comprar o negócio, um processo de dissolução é iniciado de forma automática. Por outro lado, quando a incapacidade de operar resulta de um impasse societário, mas ainda existe algum valor no negócio, a praxe dos acordos de *joint-ventures* é regular um processo de compra ou venda de participações entre os sócios. Nessas situações, entretanto, os acordos de *joint-venture* devem fornecer mecanismos suficientemente bem estruturados para assegurar que um parceiro não possa criar - e então se beneficiar de - um impasse em detrimento dos outros parceiros.

Os acordos de *joint-venture* devem, idealmente, conter regramento específico para viabilizar a administração do negócio enquanto um impasse societário é resolvido. A experiência prática indica que uma alternativa viável é a inclusão de disposições relacionadas a um plano de negócios e orçamento padrão que, no mínimo, garantam que o empreendimento possa operar enquanto os parceiros negociam o impasse e a respectiva mecânica de saída.

O terceiro gatilho de saída, igualmente usual nas estruturas de *joint-ventures*, refere-se às situações de inadimplemento de obrigações contratuais objetivas e relevantes por parte de um parceiro, em que seja fácil de se determinar a ocorrência, permitindo a venda forçada da participação do outro parceiro. A falta de aporte de recursos de acordo com chamadas de capital válidas é talvez o evento de inadimplemento mais fácil de ser identificado e, por essa razão, muitos contratos de *joint-ventures* classificam-no como um gatilho para a venda forçada (ou outro mecanismo de saída). Outros gatilhos comuns relacionados a “inadimplementos contratuais relevantes” e que podem levar a uma venda forçada, referem-se ao descumprimento de cláusulas de não concorrência ou não aliciamento, violação de compromissos de confidencialidade ou usos não permitidos de ativos da *joint-venture*.

Sempre que um contrato de *joint-venture* estabelecer a possibilidade de saída forçada de um sócio, as disposições sobre como determinar o preço da participação do sócio que se retirar da sociedade tendem a ser complexas. O artigo de Ruth E. Fisher e Benyamin S. Ross estabelece que há três questões centrais que os sócios de uma *joint-venture* devem considerar ao negociar as disposições de saída.

A primeira é o processo contratual de valoração da participação do sócio que irá se retirar. A valoração em si é uma questão mais financeira do que jurídica, mas o procedimento contratual pelo qual a valoração se dá tende a ser problemático em diversas estruturas de *joint-venture*. Qualquer que seja o processo usado para determinar o valor da participação do sócio se retira, este não deve prejudicar a *joint-venture* em si. Deve haver acordo claro, por exemplo, de que as informações usadas para o processo de valoração são informações confidenciais e que não podem ser usadas por quaisquer dos sócios (ou ex-sócios) da *joint-venture* para qualquer outro fim. O processo não deve ser excessivamente longo ou árduo a ponto de afetar a capacidade da *joint-venture* de operar seus negócios no seu curso ordinário. Sobre a necessidade de se regular com clareza as etapas do procedimento de saída, o entendimento é ratificado pelo escritório de advocacia Hogan Lovells:⁵⁸

⁵⁸ "O momento e a metodologia dos requisitos de notificação de opção e a mecânica de exercício precisam ser considerados cuidadosamente. O titular da opção deve considerar se há algum evento desencadeador (como uma listagem) em que o momento do exercício da opção será crítico para garantir que a parte que exerce possa tirar o máximo proveito do evento desencadeador. O tempo e a interação entre outros avisos de transferência em potencial (direito de preferência / *drag along* / *tag*

The timing and methodology of the option notice requirements and the mechanics of exercise need to be carefully considered. The option holder must consider whether there are any trigger events (such as a listing) where the timing of the exercise of the option will be critical to ensure that the exercising party may take the full benefit of the trigger event.

The timing and interplay between other potential transfer notices (pre-emption/drag along /tag along notices) needs to be thought through. If another stakeholder could potentially start a rival process within the time required to complete the option then this could seriously undermine the process as the pricing or nature of the exit may well vary significantly. It is critical to map out the potentially competing exit routes.

A segunda é a coordenação das diversas frentes do procedimento de saída na hipótese de haver diversos sócios inadimplentes e/ou não inadimplentes. Em tais casos, o regimento da *joint-venture* deve ser cuidadosamente estabelecido, de modo a conferir a uma das partes a prerrogativa de conduzir o processo, e estabelecer os limites impostos quando da utilização de tal prerrogativa para condução do procedimento específico. Por exemplo, caso a um sócio seja conferido o direito de estipular que a *joint-venture* irá adquirir as participações de um sócio inadimplente, o regimento deve ser suficientemente específico a ponto de descrever se, nessa situação, a *joint-venture* poderá fazer chamadas de capital junto a todos os seus sócios não inadimplentes ou se poderá incorrer em dívida para financiar tal aquisição.

Por fim, a terceira questão a ser considerada, segundo Ruth E. Fisher e Benyamin S. Ross, é a inclusão de uma disposição de “partilha de ganhos” em situações em que um dos sócios tenha a possibilidade de comprar a participação de outro sócio e vender logo em seguida (por exemplo, quando a um sócio seja conferido o direito de vender o controle como resultado da aquisição da participação do outro sócio). Esse tipo de arranjo requer que o sócio que permanecer no negócio pague ao sócio que sair uma atia proporcional de qualquer diferencial positivo obtido com a venda subsequente de sua participação na *joint-venture*. Disposições de partilha de ganhos costumam ser avençadas em contextos nos quais a segunda venda é realizada num intervalo de tempo curto após a saída do primeiro sócio, ou

along) precisam ser considerados. Se outra parte interessada pudesse iniciar um processo rival dentro do tempo necessário para concluir a opção, isso poderia prejudicar seriamente o processo, pois o preço ou a natureza da saída podem variar significativamente. É fundamental mapear as rotas de saída potencialmente concorrentes." (tradução livre). HOGAN LOVELLS. **Joint Ventures: Issues and Analysis: Looking Forward to a Smooth Exit.** Disponível em:

<http://www.hlcomplexcontracting.com/jv-looking-forward-to-a-smooth-exit> Acesso em: 22 ago. 2020.

em contextos em que haja uma valoração substancialmente superior àquela paga para o sócio que inicialmente saiu, de modo a impedir que a partilha de ganhos abranja resultados decorrentes de melhorias do curso ordinário dos negócios da *joint-venture*.

Os mecanismos de saída estão presentes na maioria das estruturas de *joint-ventures* segundo artigo publicado por Joshua Kwicinski⁵⁹. No entanto, a utilização de mecanismos inadequados ou sem o detalhamento necessário leva a problemas recorrentes nessas estruturas. Nos dizeres do autor:

*Joint venture legal agreements have the terms of exit defined at the outset in 95% of the deals we see. Unfortunately, these terms are often problematic, with critical flaws that go unaddressed by dealmakers concerned that over-engineering the exit is inviting it to happen.*⁶⁰

3.4.6 Mecanismos Ineficientes de Resolução de Impasses

As *joint-ventures* são, em geral, configuradas com base em previsões otimistas dos envolvidos, com pouco foco em mecanismos aptos a resolver impasses ou desacordos entre as partes. A constatação é da *Ernst & Young*⁶¹. Dedicar tempo em negociações sobre mecanismos robustos de resolução de disputas não costuma ser a regra nas estruturas de *joint-ventures*, mas para que resoluções eficazes possam ser alcançadas, sem causar danos a longo prazo e ocasionar prejuízos substanciais às partes, é importante que se regule bem esse tipo de situação.

Nos dizeres de Joshua Kwicinski e Jim Bamford, os mecanismos de resolução de conflitos numa *joint-venture* equivalem a um "esporte de contato" que é encerrado quando um impasse societário "nocauteia", muitas vezes de forma

⁵⁹ KWICINSKI, Joshua. **Contemplating the Inevitable: Structuring Exit Terms in JVs**. Disponível em: <https://cdn2.hubspot.net/hubfs/697682/Contemplating%20the%20Inevitable%20Structuring%20Exit%20Terms%20in%20Joint%20Ventures.pdf> Acesso em: 22 ago. 2020.

⁶⁰ “Os acordos legais de joint venture têm os termos de saída definidos no início em 95% dos negócios que vemos. Infelizmente, esses termos são muitas vezes problemáticos, com falhas críticas que não são abordadas pelos negociadores preocupados com o excesso de engenharia na saída que é um convite a que isso aconteça”. (tradução livre). KWICINSKI, Joshua. **Contemplating the Inevitable: Structuring Exit Terms in JVs**. Disponível em: <https://cdn2.hubspot.net/hubfs/697682/Contemplating%20the%20Inevitable%20Structuring%20Exit%20Terms%20in%20Joint%20Ventures.pdf> Acesso em: 22 ago. 2020.

⁶¹ ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**, p. 11. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

prematura, o empreendimento originalmente concebido pelas partes. As causas dos desentendimentos são geralmente previsíveis mas, ainda assim, os remédios contratuais utilizados pelas partes de uma *joint-venture* para contorno de desentendimentos corriqueiros não são os melhores⁶².

Governance in most joint-ventures is a contact sport and too often lands a knockout blow when deadlock or delayed decision-making drives a JV to termination or early failure. The roots of these disagreements are almost always predictable, which is why we find it surprising that so many JV agreements rely on a combination of unanimous voting and boiler-plate dispute resolution provisions that expose the owners to avoidable risk.

De acordo com o benchmarking proposto por Joshua Kwicinski e Jim Bamford, um contrato típico de *joint-venture* deve listar em torno de 14 itens que exigem acordo unânime. A lista de decisões geralmente inclui orçamentos e planos anuais, dispêndios financeiros, compras acima de um determinado limite (em média 1% do orçamento operacional), contratação do CEO e decisões de estratégia, como mudanças nos produtos da *joint-venture*. Em síntese, nada pode ser feito sem acordo mútuo dos parceiros, mesmo em *joint-ventures* em que exista a figura de um acionista majoritário. Inexistindo consenso entre os sócios sobre as matérias de acordo unânime, o impasse societário é estabelecido, disparando-se os mecanismos contratuais de resolução de disputas.

Ainda segundo dados da Water Street Partners, oitenta e oito por cento das *joint-ventures* possuem procedimentos de resolução de impasses envolvendo o escalonamento interno de decisões, onde as divergências são submetidas a um escalão de executivos mais sêniores nomeados pelos parceiros. Entretanto, esses executivos geralmente são consultados antes das decisões importantes de qualquer maneira; de modo que o escalonamento geralmente acaba se tornando inócuo, operando como simples procedimento *pro forma*. Se o escalonamento interno não levar à resolução, os resultados são desoladores: em 60% das *joint-ventures*, o

⁶² “A governança na maioria das joint-ventures é um esporte de contato e muitas vezes acerta um golpe decisivo quando um impasse ou atrasos na tomada de decisões levam uma JV ao encerramento ou ao fracasso precoce. As raízes dessas divergências são quase sempre previsíveis, e é por isso que achamos surpreendente que tantos acordos de joint venture dependem de uma combinação de votação unânime e disposições de resolução de disputas padronizadas que expõem os proprietários a riscos evitáveis”. (tradução livre). KWICINSKI, Joshua. **Contemplating the Inevitable: Structuring Exit Terms in JVs**. Disponível em: <https://cdn2.hubspot.net/hubfs/697682/Contemplating%20the%20Inevitable%20Structuring%20Exit%20Terms%20in%20Joint%20Ventures.pdf> Acesso em: 22 ago. 2020.

impasse desencadeia a rescisão automática, mediante compra por um dos parceiros ou venda a terceiros⁶³.

Os impasses que desencadeiam eventos rescisórios podem ocasionar perdas financeiras, frustrar a estratégia dos parceiros e, em muitas *joint-ventures*, podem representar o fim dos empreendimentos, já que um parceiro muitas vezes não tem condições de conduzir as operações sozinho, seja em razão de limitações regulatórias ou mesmo por falta de *know-how*. Por outro lado, regulamentar contornos contratuais aos impasses é fundamental para se evitar o dispêndio desnecessário de recursos e perda de oportunidades de mercado importantes aos parceiros. As considerações de Jim Bamford a esse respeito são valiosas⁶⁴:

Deadlocks that escalate to termination can destroy value and disrupt shareholder strategy, and in many ventures a clear asymmetry between the partners (e.g., one partner lacks the ability to operate the JV; local regulations limit foreign ownership; etc.) is a good reason not to allow for termination. On the other hand, some deadlocks are so fundamental that more value is saved by having a clear path to cut your losses and regroup before missing out on important market opportunities.

Em estudo dedicado às cláusulas de resolução de impasses em *joint-ventures*, a KPMG destaca a reincidência de problemas atrelados a mecanismos de resolução de impasses mal elaborados. Segundo a auditoria, a experiência prática aponta uma reincidência em problemas relacionados aos mecanismos de resolução de impasses, em razão da regulação contratual inadequada do tema.

Even with all this attention at the design stage, we commonly find issues with governance structures when working on underperforming partnerships or those in dispute. It might be that it is too onerous, isn't close enough to the day-to-day operations of the business, or patronised by representatives of shareholders who are not totally

⁶³ KWICINSKI, Joshua; BAMFORD, Jim. **3 Ways to Structure Better Dispute Resolution in your Joint Venture**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/3-ways-to-structure-better-dispute-resolution-in-your-joint-venture> Acesso em: 20 ago. 2020.

⁶⁴ "Impasses que escalam para rescisão podem destruir valor e interromper a estratégia do acionista e, em muitos empreendimentos, uma clara assimetria entre os parceiros (por exemplo, um parceiro não tem a capacidade de operar a JV; os estatutos locais limitam a propriedade estrangeira; etc.) é um bom motivo para não permitir a rescisão. Por outro lado, alguns impasses são tão fundamentais que mais valor é economizado por se ter um caminho claro para cortar suas perdas e reagrupar antes de perder oportunidades de mercado importantes." (tradução livre). KWICINSKI, Joshua; BAMFORD, Jim. **3 Ways to Structure Better Dispute Resolution in your Joint Venture**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/3-ways-to-structure-better-dispute-resolution-in-your-joint-venture> Acesso em: 20 ago. 2020.

*dedicated to the partnership. Ineffective governance isn't something that has to exist. However, it usually does exist in partnership arrangements, for a variety of reasons. It's only in dispute situations that we see if representatives are truly prioritising the partnership's interest, or some other cause. The best way to avoid a situation where someone does not put the partnership's interest first, is to set clear and fair dispute resolution procedures. Then, it is a simple case of following what has been agreed upon ('simple', so long as the procedures are effective).*⁶⁵

S. B. Abd-Karim, D.A. Abg Marani, M. S. Mohd Danuri e O. Mohamed destacam os malefícios e a recorrência dos impasses advindos de conflitos entre parceiros de uma *joint-venture*, notadamente em se tratando de *joint-ventures* internacionais.

*Disputes are common in any organisation but its worst effects are seen when the management is composed of a mixture of people from different entities. Matthews (2001) asserted that the challenges in JV management are the collection of individuals with differences in culture, geographical locations and organisation politics of joint-venturing. Furthermore, disputes among JV organisation can be confrontational, time-consuming, distracting, as well as highly destructive of value (Simmons & Simmons, 2014). Factors that contribute to the problems in implementing a JV includes differing size of organisations between participating partners, difficulties in establishing inter-partner trust, mutual understanding, and inconsistencies in management practice. According to Adnan et al. (2012), these problems are the barriers to the JV and are possible causes of dispute.*⁶⁶

⁶⁵ “Mesmo com toda essa atenção no estágio de projeto, comumente encontramos problemas com estruturas de governança ao trabalhar em parcerias de baixo desempenho ou em disputa. Pode ser que seja muito oneroso, não seja próximo o suficiente das operações do dia-a-dia da empresa ou patrocinado por representantes de acionistas que não se dedicam totalmente à sociedade. A governança ineficaz não é algo que precisa existir. No entanto, geralmente existe em acordos de parceria, por uma série de razões. É apenas em situações de disputa que vemos se os representantes estão realmente priorizando o interesse da parceria ou alguma outra causa. A melhor maneira de evitar uma situação em que alguém não coloque os interesses da parceria em primeiro lugar é definir procedimentos de resolução de disputas claros e justos. Então, é um caso simples de seguir o que foi acordado ("simples", desde que os procedimentos sejam eficazes)". (tradução livre). KPMG. **Joint Venture Advisory Practice**, 2016. Disponível em: <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/id/pdf/2016/11/id-jvap-issue8-oct16-dispute-resolution-clauses-edit.pdf> Acesso em: 22 ago. 2020.

⁶⁶ “Disputas são comuns em qualquer organização, mas seus piores efeitos são vistos quando a gestão é composta por uma mistura de pessoas de diferentes entidades. Matthews (2001) afirmou que os desafios na gestão de *joint-ventures* são o agrupamento de indivíduos com diferenças culturais, localizações geográficas e políticas de organização de *joint-ventures*. Além disso, as disputas entre a organização de JV podem ser conflituosas, demoradas, distrativas, bem como altamente destrutivas de valor (Simmons & Simmons, 2014). Os fatores que contribuem para os problemas na implementação de uma JV incluem diferentes tamanhos de organizações entre os parceiros participantes, dificuldades em estabelecer confiança entre parceiros, entendimento mútuo e inconsistências na prática de gestão. De acordo com Adnan et al. (2012), esses problemas são as

Vê-se que as inúmeras dificuldades da rotina de uma *joint-venture* envolvem diferenças culturais, situações econômicas discrepantes entre os parceiros, prioridades empresariais distintas, diferentes concepções de projeto entre outras. Nesse contexto desafiador, formatar remédios contratuais de resolução de impasses não é uma tarefa fácil.

3.5 Enquadramento do Modelo Associativo de Pasadena

A partir dos critérios, parâmetros e desafios endereçados nos itens 3.1 a 3.4 acima, cumpre, nesse momento, compreender o enquadramento da parceria associativa de Pasadena e introduzir alguns dos elementos que ocasionaram o final precoce do empreendimento conjunto.

Como se sabe, o arranjo associativo de Pasadena foi formatado para permitir a utilização das instalações da refinaria de Pasadena pela Petrobrás, de forma a viabilizar o processamento de petróleo bruto extraído no campo de Marlim e subsequente comercialização do petróleo refinando no mercado externo. À Petrobras, portanto, interessava viabilizar o processamento de uma parcela do petróleo bruto extraído em Marlim não suportada exclusivamente pelas refinarias brasileiras. À Astra, de outro lado, interessava monetizar metade da sua parcela de participação no negócio e intensificar as atividades de comércio de produtos derivados do petróleo.

A *joint-venture* foi, dessa maneira, estabelecida por meio de dois veículos específicos e autônomos, tipificados pela lei norte-americana e sujeitos a regramento próprio. De um lado, concentrando as atividades industriais do projeto, havia a *Pasadena Refining System, Inc.*, sociedade de Connecticut constituída sob a forma de “*corporation*”. De outro, assumindo a frente comercial do projeto, havia a *PRSI Trading Company LP*, veículo constituído sob a forma de “*partnership*” conforme as leis de Delaware. Como vimos no Capítulo 2, cada veículo possuía órgãos administrativos próprios, de forma desvinculada dos seus sócios.

Assim, vê-se que o arranjo de Pasadena se enquadrava como uma *joint-venture* de natureza societária, do tipo operacional, com foco no segmento de

downstream (refino e comercialização de produtos derivados do petróleo). Societária porque o vínculo entre os participantes da parceria (Astra e Petrobras) não se resumiu a um simples acordo contratual, mas envolveu a criação de veículos empresariais específicos, dotados de administração própria e autonomia patrimonial em relação aos seus sócios. E operacional porque a implementação efetiva do projeto (seja em sua frente industrial, seja em sua frente comercial) ficou a cargo de tais veículos e não aos sócios diretamente.

Conforme analisado, esse tipo de arranjo costuma implicar atendimento a obrigações legais específicas advindas da jurisdição dos veículos constituídos para desempenho das atividades da *joint-venture* e, de modo geral, representa um vínculo jurídico mais robusto do que aquele característico das parcerias contratuais. De fato, ao se constituir um veículo próprio para desempenho do negócio, com regras corporativas específicas e administração autônoma, a estrutura como um todo se torna mais complexa. Dentre as diversas complexidades, o vínculo societário exige a indicação de executivos para condução do negócio, traz implicações contábeis relacionadas à consolidação de demonstrações financeiras e requer um processo de desligamento/retirada formal e regulamentado.

Dentro desse contexto, a formação de *joint-ventures* com natureza societária supõe um alinhamento consistente entre seus participantes em relação aos objetivos da parceria e às contribuições de cada grupo envolvido. A análise do caso em tela sugere que tal alinhamento não existiu em Pasadena, onde as desavenças entre as sócias afloraram rapidamente após a divulgação do negócio ao mercado.

Objetivamente, o estudo do caso prático aponta um desalinhamento acerca das contribuições de capital, dos investimentos esperados para o *Revamp Project* e dos objetivos recíprocos da parceria

Como visto, as desavenças societárias entre Astra e Petrobras culminaram na abertura de novas negociações para aquisição integral do negócio pela Petrobras, tendo tal fato sido inclusive abordado de forma específica pelo Painel Arbitral:

Logo depois de as partes celebrarem os acordos, surgiu a discordância sobre como se deveria gerir a refinaria, financeiramente e de outras maneiras. A Petrobras-Brasil insistiu que queria comprar a participação da Astra.

O início de tratativas para venda integral do negócio em tão pouco tempo após o início da *joint-venture* sugere uma precipitação das partes na escolha pela estrutura associativa com vinculação societária. As metas e objetivos dos dois grupos eram quase opostos, uma vez que à Petrobras interessava fundamentalmente adequar a refinaria para que esta se tornasse apta a processar sua produção excedente, ao passo que à Astra interessa intensificar a frente comercial do projeto, conter as despesas e potencializar os resultados de curto prazo.

No que se refere às chamadas de capital exigidas pela Petrobras junto à Astra, as quais a empresa belga se recusou a fazer, uma das fundamentações do Painel Arbitral foi a de que, sendo a Petrobras uma empresa mais forte economicamente, os mecanismos de saídas contratuais conferidos à Astra serviam, justamente, para equilibrar a posição paritária da sócias. Ou seja: o Painel reconheceu que o fato de Petrobras e Astra serem sócias, efetivamente, garantia ainda mais robustez ao direito de retirada da Astra, operando como remédio contratual necessário para resguardar o equilíbrio societário da parceria. A esse respeito, vale transcrever o trecho da decisão arbitral em comento:

O direito de retirada da Astra era de crítica importância, consideradas as relativas forças financeiras das sócias. A Petrobras-Brasil é uma companhia de petróleo nacional do Brasil, que tem bilhões de dólares à sua disposição. A Petrobras-Brasil poderia suportar o gasto de bilhões de dólares para adaptar, expandir, aperfeiçoar ou operar a refinaria. A Astra não poderia suportar de forma equânime essas despesas. A Petrobras-Brasil também poderia assumir riscos financeiros que a Astra, simplesmente, não poderia assumir. Logo, sem esse direito de retirada, a Astra cairia refém do direito de sobreposição da Petrobras, não importando o quanto a Astra divergisse ou discordasse das decisões tomadas ou do quanto onerosas ou arriscadas financeiramente viessem a ser essas decisões para a Astra.

Nesse aspecto, cabe ressaltar que a estrutura contratual da *joint-venture* de Pasadena se revelou ineficaz para resguardar as pretensões da Petrobras com a parceria. Isso porque, de forma geral, se a Astra se recusasse a submeter-se ao *right to override* da Petrobras e decidisse exercer seu direito potestativo de retirada, então a Petrobras não poderia impor à Astra qualquer decisão. Logo, nota-se, que as prerrogativas contratuais da Astra se sobrepujam ao direito da Petrobras de

fazer valer sua decisão, pois possuíam endereçamento específico, fórmula de cálculo e mecânica de liquidação expressas. Consequentemente, o direito da Petrobras de impor decisões à Astra e de diluir a participação dela nos veículos restou inoperante.

Se pelo lado da Petrobras os contratos da *joint-venture* se revelaram falhos para resguardar seus interesses, pelo lado da Astra tais instrumentos garantiram eficácia ao direito certo e exigível da Astra de receber, pela sua participação, um preço resultante da projeção de fluxos de caixa futuros, viáveis somente mediante a implementação dos investimentos de modernização, adaptação, e expansão da refinaria pela Petrobras.

3.6 Problemas relacionados ao Modelo Associativo de Pasadena

Aclarados o conceito, a natureza das *joint-ventures* e o enquadramento do modelo da parceria objeto deste estudo, passaremos a abordar, objetivamente, os problemas ocasionados a partir da modelagem jurídica de Pasadena. A seguir, dividiremos a análise dos problemas relacionados à associação de forma individualizada.

3.6.1 Definição e Valoração das Contribuições dos Sócios

A prática revela que definir com clareza e valorar as contribuições dos sócios é um desafio recorrente quando da formação das *joint-ventures*. O amplo rol de contribuições que os parceiros de um empreendimento dessa natureza podem fazer incluem recursos em espécie, compromissos de investimento futuro, *know how*, entre outros, o que torna tarefa de definir e mensurar as participações de uma *joint-venture* em formação complexa.

Para Gerard Baynham⁶⁷, o percurso recomendado para se definir as participações dos sócios de uma *joint-venture* é, primeiramente, agrupar as contribuições entre aquelas com impacto à valoração das participações societárias e aquelas sem impacto à valoração das participações. Feito isso, deve-se então

⁶⁷ BAYNHAM Gerard. **Joint Venture Valuation: 4 Steps to Handling Hard-to-Value Contributions**. Disponível em: <https://mail.google.com/mail/u/1/#inbox/WhctKJVzcMCLQgBQnWKbvPkzhKgFXrRhFBfNjtWJmPdwMGScxXZLqkSsvFvLDBbFWDsqTZL?projector=1&messagePartId=0.1> Acesso em: 16 ago. 2020.

subgrupar as contribuições com impacto à valoração da participação entre as de grande e baixa complexidade. Ao seguir esses passos, as partes, ainda que não tenham totalmente definido o que será contribuído efetivamente, ao menos terão uma visibilidade do que está sendo negociado e quais as contribuições potenciais de lado a lado.

Em passagem bastante elucidativa de seu artigo, Gerard Baynham destaca que um equívoco usual na formação das *joint-ventures* é o estabelecimento de participações societárias sem embasamento econômico e financeiro, mas formado basicamente a partir da intuição negocial das partes. O autor enfatiza que é muito comum que as partes em negociação de uma *joint-venture*, ao invés de analisarem as contribuições de lado a lado e promoverem um racional econômico e financeiro para definição dos percentuais das participações, adotem o procedimento inverso; ou seja, utilizem o percentual de participação preestabelecido e, em seguida, construam um racional financeiro para justificar os percentuais de participação preconcebidos.

In many JVs, the parties come to the transaction with a target ownership level or range already in mind. As a result, rather than doing a bottom-up valuation of all the contributions and using the resulting answer to "mathematically" generate an ownership split, JV partners often also take a top-down view, "managing" the list of contributions and their valuations to arrive at the target ownership level or range.⁶⁸

A Deloitte Touche Tohmatsu também ressalta o desafio de valorar corretamente as contribuições em outro estudo dedicado à estruturação de *joint-ventures*. Segundo a auditoria, os potenciais parceiros de um empreendimento conjunto devem, idealmente, acordar desde o início com uma metodologia de definição e dimensionamento das contribuições de cada um ao invés de simplesmente predeterminarem as contribuições, pois essa dinâmica eleva as chances de se chegar a um formato de parceria satisfatório às partes.

⁶⁸ “Em muitas JVs, as partes chegam à transação com um nível ou faixa de propriedade-alvo já em mente. Como resultado, em vez de fazer uma avaliação de baixo para cima de todas as contribuições e usar a resposta resultante para "matematicamente" gerar uma divisão de propriedade, os parceiros de JV muitas vezes também têm uma visão de cima para baixo, "gerenciando" a lista de contribuições e seus avaliações para chegar ao nível ou intervalo de propriedade alvo”. (tradução livre). BAYNHAM Gerard. **Joint Venture Valuation: 4 Steps to Handling Hard-to-Value Contributions**. Disponível em: <https://mail.google.com/mail/u/1/#inbox/WhctKJVzcMCLQgBQnWKbvPkzhKgFXrRhFBfNjtWJmPdwMGScxXZLqkSsvFvLDBbFWDsqTZL?projector=1&messagePartId=0.1> Acesso em: 16 ago. 2020.

*Partners need to independently assess, and then jointly negotiate, the value of initial contributions to the JV. Rather than starting with specific contributions, partners can save time and help increase probability of a successful negotiation if they can first agree on a conceptual framework for valuing the contributions that each party will make to the deal (e.g., intellectual property, services provided, market relationships.)*⁶⁹

Vê-se, dessa forma, que a boa prática determina que as partes inicialmente definam quais serão, efetivamente, as contribuições de cada uma para então evoluir à valoração e definição das participações. Isso porque, ainda que essa dinâmica pareça óbvia, afinal é evidente que a formação de uma *joint-venture* pressuponha contribuições recíprocas dos parceiros, o rol de contribuições possíveis numa *joint-venture* é amplo, de modo que as experiências empíricas apontam que a falta de visibilidade/alinhamento de quais serão as contribuições de cada parte é um problema recorrente.

No caso de Pasadena, havia a particularidade de a Astra já ser dona do negócio. Assim, pode-se dizer que a principal contribuição da Astra perante a *joint-venture* era, justamente, a refinaria da qual era proprietária, representada pela *Pasadena Refining System, Inc.* As contribuições acessórias da empresa belga seriam o *know how* no gerenciamento da usina, além do relacionamento comercial com agentes produtores de Petróleo bruto. Pelo lado da Petrobras, a contribuição central seria o pagamento à Astra, com recursos financeiros em espécie, pela compra da participação societária no empreendimento. Além disso, as outras contribuições da Petrobras à parceria seriam o financiamento e o *know how* relacionados ao *Revamp Project*, o fornecimento de petróleo bruto para processamento pela refinaria da *Pasadena Refining System, Inc.* e comercialização pela *PRSI Trading Company LP*, além de outros compromissos financeiros.

Conforme analisado, por 50% do negócio a Petrobras pagou aproximadamente US\$ 359 milhões, ou seja, sua participação na *joint-venture* foi

⁶⁹ “Os parceiros precisam avaliar de forma independente e, em seguida, negociar em conjunto o valor das contribuições iniciais para a JV. Em vez de começar com contribuições específicas, os parceiros podem economizar tempo e ajudar a aumentar a probabilidade de uma negociação bem-sucedida se puderem primeiro chegar a um acordo sobre uma estrutura conceitual para avaliar as contribuições que cada parte fará para o negócio (por exemplo, propriedade intelectual, serviços prestados, mercado relacionamentos”. (tradução livre). DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **Joint venture and alternative structure transactions**: Getting them right from the start, p. 06. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-ma-joint-ventures-and-partnerships.pdf> Acesso em: 29 ago. 2020.

dimensionada apenas como base na valoração da *Pasadena Refining System, Inc.* Na ocasião, a estatal simplesmente avaliou a empresa alvo segundo critérios específicos, por US\$ 745 milhões, e pagou 50% do valor de avaliação para ter metade do negócio. O rol de contribuições da estatal para com a *joint-venture*, no entanto, era mais amplo, englobando compromissos de financiamento do *Revamp Project*, fornecimento de matéria prima bruta para processamento pela refinaria e comercialização pela *PRSI Trading Company LP*, além de outras contribuições financeiras. Nenhuma dessas contribuições adicionais foi objeto de valoração quando do ingresso da estatal no empreendimento. Ainda que tais contribuições não fossem valoradas para fins de dimensionamento da participação societária da estatal, seria esperado que fossem regulamentados remédios contratuais específicos voltados a balancear a relação entre Astra e Petrobras, inclusive mediante concessão de algumas prerrogativas à empresa brasileira.

3.6.2 Precificação do Ativo

Em que pese a avaliação aprofundada das premissas financeiras que embasaram a precificação do negócio não integrar o objeto deste trabalho (eis que este tema é financeiro e não jurídico), análises aprofundadas do TCU deflagraram inconsistências relacionadas ao preço atribuído ao empreendimento, acarretando prejuízos substanciais à estatal⁷⁰ e, por isso, serão analisados nesse tópico.

A despeito da avaliação independente conduzida pela *Muse & Stancil*, a qual atribuiu à refinaria o valor de mercado de US\$ 126 milhões, o preço de aquisição do negócio foi balizado pelo estudo de viabilidade técnica e econômica da própria Petrobras, com uma valoração do negócio de aproximadamente US\$ 745 milhões. Tal valor, considerado excessivo pelo TCU, além de implicar num desembolso substancial pela Petrobras para aquisição de metade do negócio (aproximadamente US\$ 359 milhões), ainda serviu de base para cálculo do preço do *put-option* da Astra; ou seja, ocasionou um efeito cascata prejudicial à empresa brasileira.

O TCU ponderou que as avaliações do negócio efetuadas pela *Muse & Stancil* e pela Petrobras foram obtidas a partir do método de fluxo de caixa descontado, normalmente empregado em estimativas de valor de empresas. De

⁷⁰ TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**. Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014, p. 305-313.

acordo com esse método, os fluxos de caixa futuros estimados são trazidos a valor presente por meio da aplicação de uma determinada taxa de desconto. O valor presente da empresa é, então, obtido a partir dos fluxos de caixa futuros que seus ativos poderão gerar.

Os fluxos de caixa do período são estimados a partir de diversas premissas; ao passo que a taxa de desconto utilizada deve refletir o risco associado ao empreendimento. O órgão ressalta que sob a ótica do investidor ou adquirente do negócio, a taxa de desconto deve ser dimensionada em função dos retornos que tal investidor ou adquirente aceita auferir, em face das condições de contorno do negócio. Desse modo, para investimento de baixo risco, é possível admitir taxa de retorno menor; ao passo que para os investimentos de alto risco, se faz necessário a utilização de taxa de desconto mais elevada.

Dentro desse racional, O TCU foi categórico em criticar o embasamento do modelo que estimou o valor da refinaria de Pasadena, resultante do estudo de viabilidade técnica e econômica da Petrobras. Além de se valer de uma taxa de desconto inconsistente com o risco do negócio, o estudo ainda tomou por base a premissa de que os fluxos de caixa estimados para o empreendimento seriam aqueles obtidos pela refinaria, ao longo do tempo, após a implementação do *Revamp Project*. A estatal, portanto, precedeu à avaliação da refinaria sob o fundamento de que o seu valor seria aquele originado a partir de investimentos futuros que ficariam a cargo da própria Petrobras (conforme visto, a Astra teria a opção de não realizar investimentos para essa finalidade). A esse respeito é válida a passagem do citado acórdão do TCU:

Em vez de estimar o preço da refinaria Pasadena considerando o estado em que tal unidade produtiva se encontrava, mensurou o valor que a refinaria teria após a realização do Revamp. E mais: assentiu em pagar por isso. Por analogia e em homenagem à simplificação, seria como se dado investidor resolvesse oferecer por um restaurante com instalações obsoletas e situado em prédio que demanda reforma preço que tal restaurante valeria depois de ser completamente modernizado e reformado. Ou como se determinado indivíduo admitisse pagar por um a casa o preço que ela teria após ser submetida a uma reforma radical, com correção de vícios estruturais, troca de revestimento e instalações elétricas e hidráulicas, tudo isso arcado pelo próprio comprador.

Embora afronte o senso comum e, por certo, o ordenamento jurídico vigente, o negócio objeto deste processo foi conformado segundo essa lógica distorcida. Poder-se-ia alegar que essa sistemática de

cálculo foi adotada em razão da vislumbrada parceria entre Astra e Petrobras na realização do Revamp. Ressalto, no entanto, consoante claramente demonstrado na instrução do Sr. Auditor (peça 221) e no despacho do Sr. Diretor (peça 222), que o contrato de compra e venda e o acordo de acionistas conferia à Astra a prerrogativa unilateral de não efetuar tais investimentos.⁷¹

Vê-se, portanto, que ao invés de avaliar o ativo considerando o estado em que se encontrava, a Petrobras mensurou o valor que a refinaria potencialmente poderia ter após a realização dos investimentos do *Revamp* e a operação expandida da unidade. Logo, ao pagar à Astra um preço potencialmente atingível após a adequação da refinaria, a Petrobras antecipou à vendedora o valor presente de receitas que seriam obteníveis somente quando os investimentos para a adaptação da refinaria fossem concluídos. Ressalta-se, ainda, que, segundo o TCU, o valor presente foi também superestimado em função de uma taxa de desconto incompatível com os riscos do negócio de refino.

Diante disso, a conclusão que se chega é que só caberia pagar pelo preço de avaliação caso, em contrapartida, a Petrobras incluísse nos contratos cláusulas que obrigassem a Astra a integralizar metade dos investimentos necessários para o *Revamp Project* ou que impusessem sua diluição automática caso optasse por não acompanhar os investimentos. As análises do Capítulo 2 demonstram que isso não ocorreu, e a estatal além de pagar um valor excessivamente elevado pelo negócio, ainda conferiu à Astra diversas alternativas de saída mediante venda forçada de participação, conforme métricas de precificação fundamentadas nesse mesmo valor.

3.6.3 Governança Ineficaz e Estrutura Contratual Superficial

A composição paritária entre os sócios da *joint-venture* impunha uma governança conjunta entre as sócias através de uma estrutura de controle compartilhado. Nas conclusões parciais do *Shareholders Agreement* e do *Agreement of Limited Partnership*, destacamos que o elemento central do controle compartilhado é a estruturação de mecanismos que permitam a direcionamento do negócio de uma forma única, ainda que existam interesses diversos entre os integrantes do grupo de controle. Nesse sentido, o modelo de governança da

⁷¹ TCU. Tribunal de Contas da União. **005.406.2013/7**. Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014, p. 30.

parceria de Pasadena se revelou inapto a acomodar os interesses individuais de seus sócios.

Ainda que a Petrobras tivesse o direito de fazer impor sua decisão, não se governa uma sociedade por meio de mecanismo de exceção, tal como o *right to override*. O controle societário importa o poder de direcionamento dos atos sociais. Tal poder de impor a vontade do sócio controlador sobre as vontades dos demais sócios compreende desde o direito potestativo de nomear e destituir gestores até o direito potestativo de colocar em prática planos de ação com objetivos, metas e diretrizes determinadas. Havendo apenas dois sócios, com participações idênticas, as decisões não somente tornam-se consensuais, mas, sobretudo, tornam-se necessariamente unâimes.

A governança corporativa da *Pasadena Refining System, Inc.* e da *PRSI Trading Company LP* era distribuída entre Conselhos e Diretorias Executivas, com os Conselhos arrogando as deliberações estratégicas e as Diretorias Executivas acumulando as funções operacionais. As duas empresas da *joint-venture* contavam com *Senior Committes* formados pelos presidentes de cada grupo, os quais seriam provocados em situações de impasses societários, para tentativa de sanar questões que não pudessem ser acordadas no nível consular. Cada acionista nomeava metade dos Conselheiros e, indiretamente, metade dos Diretores, com a Astra tendo a prerrogativa de indicação do *Chief Executive Officer* da *Pasadena Refining System, Inc.* até a conclusão do *Revamp Project*. Essa composição da estrutura administrativa e as regras de indicação somente seriam alteradas em situações em que a Astra viesse a deter participação societária inferior a 25%.

Na prática, o processo decisório das empresas se revelou ineficiente, e os conselheiros foram incapazes de solucionar os impasses surgidos no curso do projeto.

A ineficiência dos Conselhos de Administração das estruturas de *joint-ventures* é um tema antigo, e são diversas as razões que tornam essa realidade recorrente. Em artigo relacionado aos problemas mais comuns das estruturas administrativas de *joint-ventures*, James Bamford⁷² destaca:

⁷² “Com muita frequência, as joint ventures sofrem de ineficiências ocultas, desempenho inferior, riscos indesejados ou rescisão prematura devido a sistemas de governança que são lentos para identificar e corrigir problemas. A maioria dos Conselhos de JV tem dado atenção limitada às suas próprias práticas e desempenho, escolhendo responder aos problemas de governança apenas em crises”. (tradução livre). BAMFORD, James. **Joint Venture Governance Excellence: Why**

(...) all too often joint ventures suffer from hidden inefficiencies, underperformance, unwanted risks, or premature termination due to governance systems that are slow to identify and fix problems. Most JV Boards have paid limited attention to their own practices and performance, choosing to respond to governance problems only in crisis.

O mesmo autor, em parceria com Geoff Walker Martin Mogstad e Shishir Bhargava, reitera essa questão em novo artigo sobre o tema:

While JV governance is garnering more attention than it did a decade ago, the overall state of JV governance is still not good. Simply put, the pressures that have pressed many corporate boards to up their games on governance have not been much in play in JVs. Public companies talk a lot about and actively track how they govern themselves, and listing authorities generally demand some form of governance assessments. It's odd that companies don't apply similar discipline to the governance of their JVs—especially given the materiality of joint ventures and the risk exposure these assets and businesses introduce.⁷³

De fato, o acúmulo de funções dos Conselheiros de muitas *joint-ventures* (os quais usualmente exercem funções executivas dentro dos grupos dos sócios), a falta de metas relacionadas ao negócio da *joint-venture*, a ausência de apoio administrativo, a atuação exageradamente vinculada aos desejos dos sócios que os indicaram, dentre outras razões, acabam resultando num Conselho de Administração inoperante e meramente figurativo.

Poucos Conselhos de Administração de *joint-ventures* possuem conselheiros com metas anuais e avaliação de desempenho vinculadas ao seu papel de conselheiro do empreendimento. Um conselheiro de *joint-venture* dedica em média apenas 15 dias por ano com atividades do Conselho, o que é pouco para o gerenciamento adequado do negócio e orientação à administração executiva. Além

Governance Matters. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/water-street-classics/joint-venture-governance-excellence-why-governance-matters> Acesso em: 31 ago. 2020.

⁷³ "Embora a governança de joint ventures esteja recebendo mais atenção do que há uma década, o estado geral da governança de joint ventures ainda não é bom. Simplificando, os fatores que pressionaram muitos conselhos de empresas a aprimorar suas práticas de governança não têm sido observados nas JVs. As empresas públicas falam muito sobre e monitoram ativamente como se governam, e as autoridades de listagem geralmente exigem algum tipo de avaliação de governança. É estranho que as empresas não apliquem disciplina semelhante à governança de suas JVs - especialmente dada a materialidade das joint ventures e a exposição ao risco que esses ativos e negócios apresentam". (tradução livre). BAMFORD, James; WALKER, Geoff; MOGSTAD, Martin. Joint Venture Governance Index: Calibrating the Strength of Governance in Joint Ventures. **Harvard School Forum on Corporate Governance**. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/>. Acesso em: 16 ago. 2020.

disso, as melhoras práticas de governança que profissionalizaram os Conselhos de Administração das grandes companhias, não se traduzem da mesma forma para os Conselhos de *joint-ventures*:

*Our data shows that the median JV directors spends 15 days per year on their role, compared to 30-35 days per year for corporate directors. Similarly, JV boards often lack the resources to support efficient engagement or sustained focus on governance, whereas corporate boards can usually depend on highly-professional and well-resourced corporate secretaries, investor relations, and legal departments to support governance and shareholder management.*⁷⁴

A realidade é que é difícil aprimorar a governança das *joint-ventures*, já que isso demanda o acordo de múltiplas partes, muitas vezes com culturas distintas e interesses divergentes. Os conselheiros de *joint-ventures*, em sua maioria executivos dos sócios do empreendimento, não atuam de forma independente.

Adicionalmente a esses desafios, é comum que os documentos jurídicos que respaldam a *joint-venture* (estatutos, acordos de associação e acordos de acionistas) careçam do necessário direcionamento aos trabalhos do Conselho de Administração. A minoria dos empreendimentos conjuntos dispõe de um sistema com as regras de governança:

At the highest level, it is the duty of the JV shareholders and board to define the operating and governance model of the venture—i.e., how shareholders will relate to the venture, their shared expectations with regard to the venture’s strategy and evolution, how engaged the board and committees will be relative to management, and how the different elements of governance work together. While most JVs define some of these matters in their corporate bylaws and shareholder agreements, such legal documents rarely provide sufficient guidance on how the governance system is intended to work at a practical level. Our data shows that only 45% of JVs have a board-approved Governance Framework or equivalent document that establishes integrated expectations for how the governance of the

⁷⁴ “Nossos dados mostram que em média, os conselheiros de joint ventures gastam 15 dias por ano em suas funções, em comparação com 30-35 dias por ano para conselheiros corporativos. Da mesma forma, os conselhos de JV muitas vezes carecem de recursos para apoiar um envolvimento eficiente ou foco sustentado na governança, enquanto os conselhos corporativos geralmente possuem secretários corporativos, relações com investidores e departamentos jurídicos altamente profissionais e com bons recursos para apoiar a governança e a gestão de acionistas”. (tradução livre). BAMFORD, James; WALKER, Geoff; MOGSTAD, Martin. Joint Venture Governance Index: Calibrating the Strength of Governance in Joint Ventures. **Harvard School Forum on Corporate Governance**. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/>. Acesso em: 16 ago. 2020.

*venture is designed to work and "how the shareholders want to govern this place."*⁷⁵

Em artigo publicado pela Universidade de Direito de Harvard, James Bamford, Tracy Branding, e Lois D'Costa⁷⁶ apontam que os contratos jurídicos da *joint-venture* e as políticas de governança devem ser mais bem construídos para definirem como a governança da empresa realmente funcionará. Isso inclui, delinear totalmente os poderes e autoridades dos acionistas e do conselho em relação à gestão do empreendimento, definir o escopo e a composição dos comitês, estabelecer como as auditorias funcionarão, incluindo-se os padrões segundo os quais a *joint-venture* será auditada (por exemplo, segundo o padrão de um ou de todos os acionistas, ou conforme diretrizes internacionais da indústria). Algumas dessas questões podem ser resolvidas no acordo de acionistas da *joint-venture* (ou documento jurídico equivalente), enquanto outras são mais bem definidas em políticas não contratuais, como uma estrutura de governança ou práticas relacionadas.

Desse modo, observa-se que estrutura administrativa da associação de Pasadena, aliada a contratos desprovidos de mecanismos robustos de governança, resultou numa estrutura decisória ineficaz. Os contratos do negócio não determinavam critérios de governança, gestão operacional do empreendimento, escopo e composição de comitês de apoio, limitando-se a endereçar os temas de forma pouco customizada à operação. O rol de matérias deliberativas que exigiam a aprovação da totalidade dos conselheiros para implementação, por exemplo, era curto e ao mesmo excessivamente abrangente, o que propiciou a configuração do impasse.

⁷⁵ "Em última análise, é dever dos acionistas e do conselho da JV definir o modelo operacional e de governança do empreendimento - ou seja, como os acionistas se relacionarão com o empreendimento, suas expectativas compartilhadas com relação à estratégia e evolução do empreendimento, como o conselho e os comitês atuam relativamente à gestão e como os diferentes elementos de governança funcionam juntos. Embora a maioria das JVs defina alguns desses assuntos em seus estatutos e acordos de acionistas, tais documentos legais raramente fornecem orientação suficiente sobre como o sistema de governança funcionará em um nível prático. Nossos dados mostram que apenas 45% das JVs têm uma estrutura de governança aprovada pelo conselho ou documento equivalente que estabelece expectativas integradas de como a governança do empreendimento deve funcionar e como os acionistas desejam governar o empreendimento." (tradução livre).

⁷⁶ BAMFORD, James; BRANDING, Tracy. D'Costa Lois. Public Company vs. JV Governance. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/> Acesso em: 31 ago. 2020.

Sobre a importância de se construir cláusulas contratuais consistentes e detalhadas, como forma de se evitar impasses numa *joint-venture*, é válida a lição de Prasenjit Chakravarti e Sonakshi Sharma :

It is critically imperative to have a well-articulated JV agreement which provides clarity and guidance on several operational aspects to mitigate room for deadlocks eventually. For instance, a meticulously designed business plan outlining the broad contours of key operational matters is immensely helpful. Unfortunately, oftentimes in a bid to hastily sign off the JV agreement, parties do not spend sufficient time on these items at the outset and leave these items to be decided later. This must be avoided; a little bit of attention, effort and pain upfront can save a lot of blood, sweat and tears during the life of the JV. Similarly, the Managing Director/ Chief Executive Officer of the JV could be empowered to take certain decisions which need not be brought back to the board level.⁷⁷

No que se refere à estrutura decisória, a criação dos *Senior Committes* revelou-se essencialmente figurativa. Não havia, de fato, uma instância administrativa superior capaz de resolver impasses societários. É evidente que quaisquer matérias objeto de impasse ente os conselheiros de Astra e Petrobras não seria sanada pelos presidentes dos respectivos grupos, considerando o natural alinhamento entre executivos do mesmo grupo. Segundo estudo de Jim Bamford, 88% das *joint-ventures* possuem disposições de escalonamento interno de decisões corporativas, nas quais desavenças societárias são submetidas a executivos de maior senioridade. No entanto, tais executivos são usualmente consultados previamente às decisões relevantes, o que torna o mecanismo de escalonamento interno muito pouco eficaz⁷⁸.

⁷⁷ "É extremamente importante ter um acordo JV bem articulado que forneça clareza e orientação sobre vários aspectos operacionais para mitigar a possibilidade de impasses. Por exemplo, um plano de negócios meticulosamente projetado, delineando os contornos gerais das principais questões operacionais, é extremamente útil. Infelizmente, muitas vezes, em uma tentativa de assinar rapidamente o contrato de joint venture, as partes não dedicam tempo suficiente a esses itens no início e deixam que esses itens sejam decididos mais tarde. Isso deve ser evitado; um pouco de atenção, esforço e dor iniciais podem economizar muito sangue, suor e lágrimas durante a vida do JV. Da mesma forma, o Diretor Administrativo / Diretor Executivo da JV pode ter poderes para tomar certas decisões que não precisam ser levadas ao nível do conselho". (tradução livre). CHAKRAVARTI, Prasenjit; SHARMA, Sonakshi. **Resolving Deadlocks in Joint Ventures: How Effective are "Shoot-out" Mechanisms in India?** Disponível em: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=d215cbf9-7cd6-4917-a2e6-7fa073401493>. Acesso em: 01 set. 2020.

⁷⁸ KWICINSKI, Joshua; BAMFORD, Jim. **3 Ways to Structure Better Dispute Resolution in your Joint Venture**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/3-ways-to-structure-better-dispute-resolution-in-your-joint-venture> Acesso em: 20 ago. 2020.

William Greason e Sumantha Sedor destacam a ineficiência dos mecanismos de escalonamento de decisões para executivos chave dos sócios da *joint-venture*, indicando que este tipo de cláusula usualmente mantém o impasse inalterado:

*In the event of a deadlock, the joint venture agreement can provide that the issue is escalated to certain key executives of each partner in an attempt to solve the problem; unfortunately, this often results in the same deadlock.*⁷⁹

3.6.4 Mecanismos de Saída concedidos à Astra

A mecânica contratual que permitia à Petrobras fazer prevalecer sua decisão (*right to override*) estava vinculada ao direito de *put-option* da Astra, conforme analisado no Capítulo 2. Assim, se por um lado a estatal tinha a prerrogativa de fazer prevalecer a sua decisão no empreendimento, por outro tinha contra si uma pesada obrigação financeira de adquirir a participação da Astra. Na prática, havendo aprovação, pela Petrobras, de uma determinada *Major Decision* contra a vontade da Astra, esta poderia exercer seu direito ao *put-option* forçando a empresa brasileira a liquidar a obrigação de pagamento antes de efetivamente impor qualquer decisão sem antes.

Nesse sentido, são dignos de crítica dois aspectos relacionados a esse mecanismo contratual: (a) o conceito de *Major Decision*; cuja aprovação sem anuência da Astra fazia disparar o direito de *put-option*; e (b) o racional econômico utilizado para precificar a participação da Astra nessa ocasião (exaustivamente explorado no Capítulo 2).

No item 3.4.5 deste trabalho, vimos que os mecanismos de saída de *joint-ventures* devem, fundamentalmente: (a) permitir liquidez; (b) antecipar e evitar impasses entre os parceiros; e (c) evitar e punir violações de obrigações contratuais. No mesmo tópico, foi destacado que, dentre outros aspectos, as disposições de saída de um contrato de *joint-venture*, quando bem construídas, devem evitar gatilhos que possam interromper ou prejudicar o negócio explorado, ou que possam encorajar a manipulação indevida de tal remédio por uma das partes. Na mesma

⁷⁹ “No caso de um impasse, o acordo de joint-venture pode prever que a questão seja escalada para determinados executivos-chave de cada parceiro na tentativa de resolver o problema; infelizmente, isso geralmente resulta no mesmo conflito”. (tradução livre). GREASON, William; SEDOR, Sumantha. **Til deadlock do us part**. Disponível em: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=323976fe-9b75-401d-a63d-7f184cd7a655>. Acesso em: 01 set. 2020.

esteira, as disposições de saída bem elaboradas devem resultar numa distribuição equitativa do valor da empresa entre os parceiros.

Pois bem, verificamos no Capítulo 2 que o direito da Astra nascia a partir do exercício do direito da Petrobrás de fazer prevalecer o seu voto acerca de uma *Major Decision*. O quadro a seguir consolida os itens classificados como “*Major Decisions*” segundo o *Shareholders Agreement* da *Pasadena Refining System, Inc.* e o *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading Company LP*:

Quadro 2 - “Major Decisions”

Major Decisions	
Shareholders Agreement (<i>Pasadena Refining System, Inc.</i>)	Agreement of Limited Partnership (<i>PRSI Trading Company LP</i>)
<ul style="list-style-type: none"> Aprovação do Orçamento Operacional e do Orçamento de Capex, e de qualquer despesa relevante não contemplada em tais orçamentos, observado que o orçamento do <i>Revamp Project</i> não será considerado Major Decision. 	<ul style="list-style-type: none"> Aprovação do Orçamento Operacional e de matérias atinentes ao capital de giro da parceria, e de qualquer despesa não contemplada em tais orçamentos.
<ul style="list-style-type: none"> Tomada de empréstimos ou aprovação de gravames sobre ativos da empresa, exceto se necessário para atender as finalidades do Orçamento Operacional, do Orçamento de Capex ou dos Princípios da Companhia. 	<ul style="list-style-type: none"> Tomada de empréstimos ou aprovação de gravames sobre ativos da empresa, exceto se necessário para atender as finalidades do Orçamento Operacional, ou das necessidades de capital de giro da parceria.
<ul style="list-style-type: none"> Venda relevante de ativos ou compra relevante de ativos fora do curso ordinário dos negócios. 	<ul style="list-style-type: none"> Venda relevante de ativos ou compra relevante de ativos fora do curso ordinário dos negócios.
<ul style="list-style-type: none"> Aditamentos relevantes ao contrato de processamento. 	<ul style="list-style-type: none"> Aditamentos relevantes ao contrato de processamento.
<ul style="list-style-type: none"> Alterações relevantes da política de distribuição, incluindo eventual aumento de reservas em contrapartida à redução na distribuição de resultados, excetuadas as alterações exigidas para atendimento ao Orçamento Operacional e ao orçamento de Capex. 	<ul style="list-style-type: none"> Alterações relevantes da política de distribuição, incluindo eventual aumento de reservas em contrapartida à redução na distribuição de resultados, excetuadas as alterações exigidas para atendimento ao Orçamento Operacional e ao capital de giro da parceria.
<ul style="list-style-type: none"> Alterações relevantes nas práticas fiscais e contábeis. 	<ul style="list-style-type: none"> Alterações relevantes nas práticas fiscais e contábeis.
<ul style="list-style-type: none"> Seleção, contratação ou destituição de auditores da Companhia. 	<ul style="list-style-type: none"> Seleção, contratação ou destituição de auditores da parceria.

<ul style="list-style-type: none"> • Admissão de novo parceiro, exceto pelas situações pré autorizadas pelo próprio contrato. 	<ul style="list-style-type: none"> • Admissão de novo parceiro, exceto pelas situações pré autorizadas pelo próprio contrato.
<ul style="list-style-type: none"> • Celebração de contratos/transações com partes relacionadas, excepcionadas as operações da própria joint-venture. 	<ul style="list-style-type: none"> • Celebração de contratos/transações com partes relacionadas, excepcionadas as operações da própria joint-venture.
<ul style="list-style-type: none"> • Liquidação, dissolução e falência. 	<ul style="list-style-type: none"> • Liquidação, dissolução e falência.
<ul style="list-style-type: none"> • Tomada de medidas contrárias aos Princípios da Companhia. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tomada de medidas contrárias aos Princípios da Parceria.

Fonte: *Shareholders Agreement da Pasadena Refining System, Inc.* e o *Agreement of Limited Partnership da PRSI Trading Company LP*

Observa-se que os itens classificados como *Major Decisions*, com exceção das menções aos orçamentos e vedação de aditamento ao contrato de processamento, não foram customizados para o projeto. Incluem, basicamente, matérias genéricas e padronizadas (*boiler plate clauses*), típicas de qualquer estatuto social ou acordo de *joint-venture*. Por se tratar de disposições padronizadas, sua abrangência é intencionalmente ampla, justamente para capturar o maior número de situações, independentemente da natureza da associação. Nesse sentido, vincular a situação de impasse a cláusulas genéricas é um primeiro equívoco. Isso porque, na prática, quando a relação entre os parceiros está desgastada, um deles poderá sempre se valer do teor genérico de tais disposições para forçar uma situação impasse, enquadrando de matérias que não necessariamente mereceriam uma medida tão drástica.

A lista de matérias aptas a disparar os efeitos contratuais do impasse (*Major Decisions* na definição contratos ora analisados) deve ser negociada com cautela. A advogada Xing Fang destaca a importância de se dispensar tempo ao negociar as matérias que podem disparar os mecanismos de impasse, indicando, ainda, que a inclusão de matérias genéricas pode anular completamente o propósito desse tipo de remédio contratual. Para a advogada, uma boa cláusula de impasse deve ao mesmo tempo impedir uma saída facilitada dos parceiros, e fornecer uma alternativa de saída quando a relação societária das partes se torna insustentável.

The deadlock mechanisms are triggered when a dispute falls within the contractual definition of “deadlock”. Parties who wish to make it harder to kick off the process prefer to define “deadlock” narrowly.

Frequently this means setting out an exhaustive list of matters and defining “deadlock” as a disagreement over one of the listed matters.

Obviously, the narrowing-down effect of the list depends largely on its length and how specific each listed matter is described. A broad description such as “disagreement over the business of the joint venture company” simply defeats the purpose. Accordingly, this approach requires the parties to spend considerable time in negotiating the list (...).”

A well drafted deadlock provision can address both the need to deter an easy exit as well as the need to provide a definite exit route when it is better for the parties to go their separate ways.⁸⁰

Na mesma esteira, John Patrick Scherer, em sua dissertação de mestrado pela Universidade de Cape Town, destaca a importância de definir com cautela os eventos que podem ensejar os mecanismos de impasse, tendo em vista os efeitos decorrentes de tais mecanismos contratuais.

The complexity of the different deadlock provisions, in particular the combination of preservation mechanisms and exit mechanisms, but also the question what types of disputes between the joint venture partners should be defined as “deadlocks” triggering such procedures require that joint venture partners understand the effects of drafting the joint venture agreement, in particular the inclusion of deadlock provisions, when they are entering into a joint venture.⁸¹

Para o autor, a melhor maneira de reduzir o uso indiscriminado dessa prerrogativa contratual é, justamente, especificar um rol de matérias objetivo que poderá ensejar o impasse.

⁸⁰ “Os mecanismos de impasse são acionados quando uma disputa se enquadra na definição contratual de “impasse”. As partes que desejam tornar o início desse processo mais difícil optem por definir “impasse” de forma restrita. Frequentemente, isso significa trabalhar numa lista exaustiva de assuntos e definir “impasse” como uma discordância sobre um dos assuntos listados. Obviamente, o efeito de estreitamento da lista depende muito de seu tamanho e de quão específico cada assunto listado é descrito. Uma descrição ampla como “desacordo sobre os negócios joint venture” simplesmente anula o propósito. Consequentemente, essa abordagem requer que as partes gastem um tempo considerável na negociação da lista(...).Uma cláusula de impasse bem elaborada pode tanto impedir uma saída fácil, quanto possibilitar uma rota de saída definitiva quando é melhor para as partes seguirem caminhos separados”. (tradução livre). FANG, Xing. Disponível em: <http://www.hk-lawyer.org/content/unlocking-deadlock-mechanism>. Acesso em: 01 set. 2020.

⁸¹ “A complexidade das diferentes disposições de impasse, em particular a combinação de mecanismos de preservação e mecanismos de saída, mas também a questão de que tipos de disputas entre os sócios da joint venture devem ser definidas como “impasses” desencadeando tais procedimentos exigem que os sócios da joint venture entendam os efeitos da elaboração do acordo de joint venture, em particular a inclusão de disposições de impasse, quando estão entrando em uma joint venture”. (tradução livre). SCHERER, John Patrick. *Deadlock Provisions in Equity Joint-Ventures*. University of Cape Town. **Department of Commercial Law**, 18 fev. 2018.

*Another way to reduce the risk that any kind of dispute can trigger deadlock resolution mechanisms and, therefore, to enhance the confidence of the partners in the long-term existence of the joint cooperation is the determination or designation of certain matters in dispute. Only if the joint venture partners cannot reach an agreement about such a specific determined or designated matter, deadlock mechanisms can be activated, limiting the scope of the agreed deadlock mechanisms on every company level.*⁸²

Sob esse aspecto, a conceituação de *Major Decision* nos contratos da parceria de Pasadena se revelou inapta a amparar a posição contratual da Petrobras, permitindo que a Astra enquadrasse qualquer tipo de matéria como *Major Decision* e, conseqüentemente, promovesse o impasse.

O racional econômico para cálculo do *put-option* concedido à Astra, por sua vez, é também digno de críticas. Em apertada síntese do Capítulo 2, onde simulamos a aplicação de todas as fórmulas contratuais, temos que o preço do *put-option* devido à Astra orbitava entre 6% e 20% acima do valor base atribuído a *joint-venture*, o qual já considerava os fluxos da operação expandida (pós *Revamp*). Assim, ainda que a Astra exercesse o *put-option* antes da implementação do *Revamp Project* (como de fato ocorreu), a Astra receberia entre 106% e 120% do valor projetado de um negócio que sequer existia. A relação contratual foi, nesse aspecto, desequilibrada a favor da Astra que tinha no *put-option* uma possibilidade de realizar lucros extraordinários, independentemente do sucesso ou insucesso do negócio.

Ainda que seja razoável a atribuição de um prêmio à parte economicamente mais frágil em situações de saída prematura do empreendimento por questões de impasse, ao se utilizar o valor base do empreendimento pós *Revamp* para respaldar direito da Astra o mecanismo de *put-option* foi completamente desvirtuado. Isso porque, antes mesmo de iniciar o empreendimento, a Astra já tinha garantido 100%

⁸² “Outra forma de reduzir o risco de que qualquer tipo de disputa possa desencadear o mecanismo de resolução de impasse e, portanto, aumentar a confiança dos parceiros no longo prazo da cooperação conjunta é a determinação ou designação de certos assuntos em disputa. Somente se os parceiros da joint venture não conseguirem chegar a um acordo sobre tal matéria específica e determinada ou designada, os mecanismos de impasse podem ser ativados, limitando o escopo dos impasses acordados em cada nível da empresa”. (tradução livre). SCHERER, John Patrick. *Deadlock Provisions in Equity Joint-Ventures*. University of Cape Town. **Department of Commercial Law**, 18 fev. 2018, p. 17.

do negócio expandido e mais um adicional de 6% a 20%. A esse respeito, o TCU de manifestou⁸³:

A cláusula 5.1 do acordo de acionistas garantiu à Astra o direito de retirada em condições favoráveis, que foram previstas nos anexos ao contrato, independentemente da anuência da Petrobras. Essa possibilidade de retirada assumiu a forma de uma opção de venda (Put Option) da participação acionária da Astra para a Petrobras. Tal dispositivo conferiu à Astra a possibilidade de extinguir a parceria e obrigar a Petrobras a comprar sua participação (50%) por preço vantajoso, estabelecido em fórmulas contidas no contrato. Tais fórmulas, em linhas gerais, estipularam acréscimo ao preço de venda da participação da Astra, de 6% a 20%, a depender de implementação de determinadas circunstâncias. Na prática, a Petrobras foi obrigada a pagar à Astra 120% do valor base previsto para a refinaria e para a trading company, acrescidos das despesas de capital não amortizadas, feitas pela Astra, quando do exercício da opção de venda.

Conforme destacado no item 3.4.5, os mecanismos de saída atrelados a situações de impasse visam, em última análise, propiciar uma solução aceitável aos agentes que não desejam mais seguir em parceria. Tais mecanismos devem preservar a subsistência do negócio e promover a distribuição de valores de forma equitativa entre os parceiros. A cláusula de *put-option*, tal como estruturada nos contratos da *joint-venture* de Pasadena, não obedeceu a esses parâmetros, permitindo ganhos extraordinários à Astra (muito superiores ao valor do ativo) e condenando a continuidade do projeto.

3.6.5 Investimentos no *Revamp Project*

Conforme analisado, os contratos da *joint-venture* estabeleciam que a Petrobras poderia realizar o *Revamp* independentemente da vontade da Astra, estabelecendo que, uma vez obtido o projeto do *Revamp*, a Astra poderia optar por: (a) participar dos investimentos, contribuindo com a metade dos recursos necessários; (b) vender suas ações à Petrobras; ou (c) ter a sua participação diluída proporcionalmente aos seus aportes feitos pela Petrobras. De fato, sendo a Petrobras a principal interessada no projeto, era razoável que a decisão de implementação do *Revamp Project* fosse a ela atribuída unilateralmente.

⁸³ TCU. Tribuna de Contas da União. **Acórdão nº 1927/2014**. Processo nº TC 005.406/2013/7, p. 336.

No entanto, na prática, apesar da decisão de implementar o *Revamp* estar a cargo da Petrobras, havendo discordância da Astra, tais investimentos somente poderiam ser realizados após o pagamento do *put-option* à Astra, a partir de fórmulas de precificação benéficas à empresa belga, uma vez que tomavam por base os fluxos do negócio pós implementação do *Revamp Project*.

Nesse aspecto, chama atenção a falta de senso comum na mecânica contratual anuída pela estatal. Senão vejamos: a Petrobras pagou, por metade do negócio, um preço extraído a partir de fluxos financeiros que só seriam atingíveis após a implementação do *Revamp Project*. Em seguida, assentiu com uma cláusula prevendo que a Petrobras somente poderia investir o valor necessário à adequação da refinaria, caso pagasse à Astra, antecipadamente, o preço integral da outra metade do negócio, calculado com base em fluxos financeiros pós revitalização da refinaria.

Embora a proposta do presente trabalho seja promover uma análise neutra sobre a parceria associativa de Pasadena, ao se deparar com esse tipo de cláusula, é inevitável detectar uma anomalia na estrutura do negócio. O Tribunal de Contas das União se manifestou de forma contundente sobre o tema⁸⁴:

A conjugação dos dispositivos contratuais, em especial os acima elencados, com os pressupostos que embasaram a avaliação da refinaria que serviu de base para o negócio sob exame permitem a conclusão preliminar de que essa fase inicial da operação foi arquitetada com a intenção de proporcionar à Astra máxima vantagem. Destaco, primeiramente, a superestimativa do valor acordado e pago pela primeira parte do negócio. **E também o fato de que foi conferida à Astra a prerrogativa de obstar a adaptação da refinaria (interesse primário da Petrobras) e de alienar à Petrobras o remanescente de sua participação (50%) por preço superior ao obtido pela alienação da fração inicial de sua participação na refinaria (50%).** Tais eventos efetivamente produziram resultado e impuseram, presumidamente, prejuízo à Petrobras. (grifos nossos)

Em outra passagem, o Tribunal de Contas é ainda mais assertivo quanto à anomalia dos arranjos contratuais relacionados ao *Revamp Project*:

Quanto à alegação de que a Companhia brasileira poderia fazer o *Revamp* da refinaria independentemente da vontade da Astra, melhor teria sido afirmar que o investimento seria possível independentemente da Astra. **Com efeito, os fatos provaram que,**

⁸⁴ TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**, Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014, p. 311.

contra a vontade da Astra, a Petrobrás somente poderá realizar o projeto de adaptação da refinaria (o projeto de Revamp) depois de pagar à Astra cerca de US\$ 1,3 bilhão – valor equivalente a R\$ 2,8 bilhões – isto é, poderá realizar o projeto pagando duas vezes pelo mesmo benefício. Consequentemente, é inegável que as cláusulas contratuais não protegeram os interesses da Petrobrás, mas, sim, os da Astra. Além disso, ao pagar US\$ 1,3 bilhão à Astra, a Petrobrás gastou o que teria sido necessário para adaptar e expandir a refinaria para o refino do óleo extraído de Marlim. **Assim sendo, o equivalente financeiro ao investimento já foi feito, sem que a Companhia tenha conseguido o resultado final desejado.** Logo, quanto às razões apresentadas para a descontinuidade dos investimentos, observa-se que não guardam coerência com a realidade operacional da empresa. Logo, não podem ser acatadas.⁸⁵ (grifos nossos).

É dizer, literalmente, que para iniciar o projeto de expansão da refinaria, a Petrobras teria que, antes, pagar o valor integral do negócio à Astra.

3.6.6 Retorno mínimo garantido (*Marlim Clause*)

Conforme já abordado, o racional da cláusula de retorno mínimo garantido avençada no âmbito do *Agreement of Limited Partnership* é bastante questionável. Se por um lado a Astra possuía plena autorização para acompanhar ou não os investimentos necessários ao *Revamp Project*, de outro assegurava uma rentabilidade mínima de 6,9% ao ano, durante quinze anos, após a implementação do *Revamp*.

Na mesma esteira das considerações anteriores, não se vislumbra nenhuma lógica nesse tipo de avença. Cláusulas de rentabilidade mínima sequer são objeto de análise pela doutrina, pois se trata de arranjo *sui generis* de pouca relevância prática e usualmente utilizado para alguma finalidade específica do negócio. O direcionamento de receitas de um empreendimento pode ser feito através de mecanismos mais usuais como como dividendos preferenciais ou cessão de recebíveis, mas o arranjo específico sobre a chamada “Cláusula Marlim” não guarda equivalente na doutrina analisada durante esse trabalho.

É importante destacar, mais uma vez, que a condição suspensiva necessária à eficácia desse arranjo (i.e. a implementação do *Revamp Project*) jamais se

⁸⁵ TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**, Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014, p. 200.

concretizou, pelo que a referida cláusula jamais gerou qualquer efeito prático. Ainda assim, a avença é digna de críticas.

As informações mais aprofundadas sobre esse tema foram extraídas dos relatórios técnicos juntados aos acórdãos do TCU.

A cláusula Marlim dispunha, fundamentalmente, que a Astra faria jus a uma rentabilidade líquida mínima de 6,9% para a *joint-venture* inteira, o que incluía tanto a *Pasadena Refining System, Inc.* quanto a *PRSI Trading Company LP*. A disciplina do arranjo, incluído num dos anexos do *Agreement of Limited Partnership* determinava que:

At the end of each calendar year, and consistent with the timing required to obtain audited financials, the parties shall meet to determine the actual after tax returns of the Trade Co/PRSI enterprise. In determining these results, the actual income and expenses will be used in accordance with the above financial model. In the event the actual after tax return for the combined enterprise are less than 6,9%, then Petrobras will make appropriate settlement to Trading Company or PRSI as agreed, in order to achieve the 6,9% minimum internal rate of return for the combined enterprise (Trading Company & PRSI) after tax return for that year.⁸⁶

A taxa de 6,9% não foi uma coincidência. Esse percentual correspondia exatamente à taxa de desconto empregada no modelo de avaliação da refinaria utilizado pela Petrobras quando da aquisição do negócio (e duramente criticada pelo TCU). Nesse sentido, a ideia de se utilizar o mesmo percentual era, justamente, “reembolsar” a Astra da taxa de desconto aplicada no momento da compra. Sobre tal prática, assim ponderou o TCU:

A Petrobras, ao avaliar o negócio em US\$ 745 milhões, empregou uma taxa de desconto de 6,9% ao ano. Uma das principais funções de uma taxa de desconto é levar em consideração os riscos do negócio. Ao calcular e pagar, antecipadamente, metade do preço de avaliação e, ao mesmo tempo, assegurar à Astra uma taxa de rentabilidade líquida exatamente igual à taxa de desconto que empregou na avaliação interna do negócio, a Petrobras assumiu

⁸⁶ “No final de cada ano civil, e de acordo com o tempo necessário para obter informações financeiras auditadas, as partes se reunirão para determinar as declarações reais após os impostos da empresa Trade Co / PRSI. Na determinação desses resultados, as receitas e despesas reais serão usadas de acordo com o modelo financeiro acima. No caso de o retorno real após os impostos para o empreendimento combinado ser inferior a 6,9%, a Petrobras fará o acerto apropriado para a Trading Company ou PRSI conforme acordado, a fim de atingir a taxa interna mínima de retorno de 6,9% para o empreendimento combinado (Trading Company & PRSI) após a declaração de imposto do ano”. (tradução livre). *Exhibit C – Agreement of Limited Partnership of PRSI Trading Company LP*.

sozinha todos os riscos do principal objetivo do negócio, - que era o de processar o petróleo pesado de Marlim para ganhar margens de refino maiores. Ou seja, todas as justificativas para a aquisição que se referiam às vantagens de a Petrobras poder processar na refinaria os excedentes de Marlim, “agregando margem” à cadeia de exploração e produção de petróleo caíram por terra. Caso a Petrobras tivesse conseguido convencer a Astra a dividir os custos de capital com o projeto de adaptação da refinaria (projeto de *Revamp*), os eventuais resultados econômicos advindos da implementação do projeto seriam primeiramente transferidos à Astra.⁸⁷

Na linha do entendimento manifestado pelo TCU, não se pode concordar com a garantia de uma rentabilidade mínima do empreendimento para fazer frente à taxa de desconto utilizada na precificação do negócio. Em primeiro lugar, observou-se que à Astra já haviam sido concedidas diversas prerrogativas contratuais altamente vantajosas, permitindo-lhe obter ganhos extraordinários sem sequer iniciar o projeto de revitalização da refinaria. Além disso, “compensar” a taxa de desconto por meio de uma garantia futura de rentabilidade, tampouco é uma mecânica lógica.

Nos dizeres de Tiago Reis⁸⁸, a taxa de desconto representa o cálculo aplicado sobre um valor futuro para determinar sua equivalência no presente. Tal método é usado para a análise de retorno de investimentos. Daniela Pereira Fernandes⁸⁹, por sua vez, pondera que a taxa de desconto corresponde ao valor de antecipação da quantia que será investida.

De acordo com Alexandre Assaf Neto, Fabiano Guasti Lima e Adriana Maria Procópio de Araújo⁹⁰, o termo custo de capital é muitas vezes expresso de diferentes formas, como sendo a taxa mínima de atratividade, taxa de retorno requerida (mínima exigida), custo total de capital, taxa de desconto apropriada, entre outras. Tais expressões refletem a função primordial discutida do custo de capital, ou seja, serve de padrão para avaliar a aceitabilidade de uma decisão financeira.

Por não se tratar de uma ciência exata, a taxa de desconto pode ser calculada de várias formas diferentes. As técnicas desse tema certamente não

⁸⁷ TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**, Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014, p. 204.

⁸⁸ REIS, Tiago. **Taxa de desconto**: entenda como funciona esse tipo de cálculo. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/taxa-de-desconto>. Acesso em: 02 set. 2020.

⁸⁹ FERNANDES, Daniela Pereira. **Taxa de desconto**: saiba como avaliar seus investimentos melhor. Disponível em: <https://www.treasy.com.br/blog/taxa-de-desconto/>. Acesso em: 02 set. 2020.

⁹⁰ ARAÚJO, Adriana Maria Procópio; ASSAF NETO, Alexandre; LIMA Fabiano Guasti. **Uma proposta metodológica para cálculo do custo de capital no Brasil**, p. 04. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/242088514_Uma_proposta_metodologica_para_calculo_do_custo_de_capital_no_Brasil. Acesso em: 02 set. 2020.

interessam ao propósito deste trabalho, mas, essencialmente, o conceito que se quer firmar é que a taxa de desconto reflete o grau de risco de um investimento, auxiliando o investidor a ter mais elementos de confirmação da possibilidade de retorno oferecida pelo ativo no qual está aplicando o seu capital.

Nesse sentido, garantir contratualmente, de antemão, um “pagamento” em contrapartida à aplicação da taxa fere a essência da taxa de desconto. Isso porque, ainda que o negócio não desempenhasse bem, a Petrobras estaria compelida ao pagamento da rentabilidade mínima à Astra. Não por menos, o TCU foi enfático em sua constatação:

Vê-se portanto que, além de poder deliberar sobre a realização dos investimentos, a Astra ainda tinha direito a uma rentabilidade mínima do negócio. Não vislumbramos razões aceitáveis para essas concessões. Apenas a Petrobras assumiu os riscos da readequação, nada obstante a Astra também visar aos lucros advindos do *Revamp Project*. Há de se apurar porque os gestores da empresa brasileira deram aval a essa transigência. Há indícios de gestão temerária e antieconômica.⁹¹

⁹¹ TCU. Tribunal de Contas da União. **00540620137**, Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014, p. 196.

4 PROPOSTAS DE ADAPTAÇÃO À ESTRUTURA JURÍDICA DA PARCERIA

O último capítulo deste trabalho se prestará a propor modificações à estrutura jurídica utilizada na *joint-venture* de Pasadena, as quais poderiam ter sido utilizadas para melhor amparar os interesses da Petrobras. De fato, como premissa fundamental de um trabalho de mestrado profissional, cumpre ao mestrando, após a exploração do objeto da pesquisa, abordar de forma propositiva o tema da pesquisa, com vistas a contribuir ao aperfeiçoamento e amadurecimento das formas e das instituições jurídicas.

É evidente que as recomendações aqui elencadas foram feitas a partir da análise de um caso concreto já encerrado e, por isso, recaem sobre pontos que comprovadamente se revelaram inadequados ou insuficientes para respaldar os interesses da estatal. Antecipar essas questões à época dos fatos é uma tarefa infinitamente mais difícil e pouco óbvia. Por essa razão, reforçamos aqui o caráter propositivo da abordagem desse tópico, o qual se presta a aprimorar a prática jurídica entre os operadores do direito. Não se trata de uma crítica deliberada sobre fatos pretéritos e consumados, mas sim recomendações que poderão servir a outras associações similares.

Como vimos, as *joint-ventures* são veículos associativos flexíveis e customizáveis, sendo imprescindível compreender as metas e objetivos de cada participante para que se possa formatar um arranjo satisfatório. Nesse aspecto, restou claro que o modelo jurídico adotado pela *joint-venture* de Pasadena se revelou ineficaz na acomodação dos interesses distintos de seus sócios. Se por um lado a Petrobras se mostrava interessada na etapa industrial do projeto, para processamento do seu petróleo bruto extraído em Marlim, a Astra se mostrava interessada na frente comercial da operação, impondo, inclusive, mecanismos contratuais robustos de saída premiada em caso de investimentos na refinaria. Interesses distintos que, lastreados em uma estrutura societária e contratual pouco eficaz, culminaram no colapso da parceria.

4.1 Motivadores da Petrobras para ingresso na parceria de Pasadena

Compreender os motivadores de cada parte para ingresso a uma parceria estratégica é o primeiro passo na formatação jurídica de um empreendimento do

segmento de Petróleo e Gás Natural. A partir das análises feitas até aqui, nesse tópico buscaremos consolidar de forma resumida, os interesses da Petrobras com a *joint-venture* de Pasadena.

A aquisição de 50% da refinaria de Pasadena estava alinhada ao planejamento estratégico da Petrobras, no que se referia ao incremento da capacidade de refino de petróleo ao exterior, visando contribuir para o aumento da comercialização de petróleo e derivados produzidos pela companhia. A estatal visava internacionalizar a sua atuação, por meio da expansão operacional para outras regiões do globo, apoiada nos seguintes pilares: (a) processamento de excedentes de petróleo bruto/pesado brasileiros; (b) diversificação dos riscos empresariais; e (c) atuação comercial em novos mercados de modo integrado com as atividades no Brasil. Tais pilares estratégicos constam, inclusive, do plano estratégico apresentado ao mercado em 19 de maio de 2004, em que se destacam como objetivos: ampliar as áreas foco da Petrobras através de negócios que contribuam para o crescimento e diversificação do portfólio, agregar valor à produção de petróleo pesado e internacionalizar e valorizar a sua marca.

Na ocasião, vale mencionar, a estatal ainda não possuía confirmação potencial dos reservatórios descobertos na camada pré-sal, quando o crescimento da sua produção de petróleo se dava por descobertas de petróleos cada vez mais pesados. Para atender ao objetivo estratégico especificado acima, portanto, era interessante adquirir, no mercado norte-americano, refinarias desenvolvidas para processar petróleos leves, tendo em vista que apresentavam valores de mercado mais baixos, e adaptá-las para processamento de petróleos pesados, como a Petrobras havia feito com suas refinarias no Brasil.

Assim, de maneira muito objetiva, podemos consolidar como motivadores fundamentais ao ingresso da Petrobras na *joint-venture*: (a) ter acesso a uma refinaria que fosse adaptável para o processamento de petróleo bruto/pesado (em termos financeiros e em termos de prazo); e (b) garantir acesso a novos mercados, por meio da comercialização dos produtos que seriam a processados na refinaria.

4.2 Adaptações sugeridas ao Modelo Associativo de Pasadena

Diante do exposto até aqui, conclui-se que os eventuais ajustes ao modelo associativo de Pasadena deveriam ser feitos de forma a melhor amparar os

interesses da estatal que motivaram a sua adesão à parceria, notadamente a possibilidade de processamento do petróleo bruto/pesado excedente extraído em Marlim e o acesso a novos mercados consumidores do seus produtos refinados, evitando-se, ainda, os problemas verificados no caso concreto como abordados no tópico 3.6 deste trabalho.

Dessa forma, este tópico será fracionado em subitens específicos, de modo a endereçar alternativas para cada aspecto do modelo associativo de Pasadena no qual se entende necessário adaptar, a partir dos problemas identificados ao longo do trabalho, dos parâmetros de mercado e estruturas de *joint-venture* consagradas.

4.2.1 Dimensionamento do Projeto de Adaptação da Refinaria anterior ao fechamento

A adaptação da refinaria de forma a torná-la apta ao processamento do petróleo bruto/pesado extraído de Marlim era uma premissa estratégica indispensável para a Petrobras. Nessa esteira, faz sentido que a modelagem jurídica da associação permitisse o ingresso eficaz da estatal na parceria, já ciente dos custos e do cronograma de adaptação da refinaria. Sem a percepção clara do valor do investimento necessário para reforma da refinaria e do prazo de execução do projeto, o ingresso da Petrobras na parceria abre muitas lacunas. O cálculo das contribuições e o dimensionamento das participações ficam comprometidos, assim como a avaliação do ativo adquirido.

A esse respeito, a prática de M&A já consolidou mecanismos que permitem às partes, notadamente ao comprador, ao mesmo tempo resguardar o negócio e minimizar riscos. As chamadas “condições precedentes” constituem eventos ou condições inseridas nos contratos de M&A, as quais devem ocorrer antes que o respectivo contrato (tipicamente o contrato de compra e venda de ações da empresa alvo) se torne eficaz. Nas palavras de Will Kenton⁹²: *“A condition precedent is a legal term describing a condition or event that must come to pass before a specific contract is considered in effect or any obligations are expected of either party.”*

⁹² “Uma condição precedente é um termo legal que descreve uma condição ou evento que deve acontecer antes que um contrato específico seja considerado em vigor ou qualquer obrigação seja esperada de qualquer uma das partes”. (tradução livre). KENTON, Will. **Conditions Precedent**. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/c/condition-precedent.asp>. Acesso em: 02 set. 2020.

As condições precedentes são uma tradução do termo em inglês *conditions precedent* e constituem eventos que condicionam à eficácia jurídica do negócio jurídico celebrado.

Desse modo, as partes da transação efetivamente assinam o contrato, fazendo constar expressamente que os efeitos jurídicos dele advindos passam a valer a partir da implementação indubitosa das condições precedentes mutuamente acordadas. Daí dizer-se de dois momentos distintos: o *signing* (momento da assinatura do contrato pelas partes) e o *closing* ou fechamento (momento da transferência das ações e liquidação financeira da operação, quando as obrigações contratuais tornam-se eficazes).

Para Tom Swinne e Ruben Schoenmaekers, as condições precedentes constituem mecanismos contratuais úteis para minimizar riscos, uma vez que permitem às partes desfazer a transação, sem incorrer em inadimplemento contratual.

*A condition precedent in a SPA is used to safeguard the position and minimize the risk of at least one party (usually the purchaser but sometimes also the seller). It provides the relevant party with the possibility to “unwind” the transaction and escape the performance thereof in case one or more events have not occurred or conditions have not been met.*⁹³

De fato, a observação dos autores é pertinente. Condicionando-se a eficácia do negócio jurídico à implementação indubitosa das condições precedentes até uma determinada data, a falta de implementação dessas condições resulta no desfazimento da transação, sem inadimplemento contratual de lado a lado (ao menos via de regra). O vínculo contratual nasce na assinatura do contrato, mas as obrigações somente tornam-se exigíveis e oponíveis entre as partes no fechamento. Peter Jaslow e Craig Circost também destacam a importância das condições precedentes como alternativas de desfazer a transação sem que haja inadimplemento:

⁹³ “Uma condição precedente em um SPA é usada para salvaguardar a posição e minimizar o risco de pelo menos uma das partes (geralmente o comprador, mas às vezes também o vendedor). Ele fornece à parte relevante a possibilidade de “desfazer” a transação e escapar de sua execução caso um ou mais eventos não tenham ocorrido ou as condições não tenham sido atendidas”. (tradução livre). SWINNE, Tom; SCHOENMAEKERS, Ruben. **Conditions Precedent: Necessary Deal Breakers**. Disponível em: <https://www.eylaw.be/2019/09/12/conditions-precedent-necessary-deal-breakers/>. Acesso em: 02 set. 2020.

*The failure to satisfy a closing condition gives the other party a right to refuse to close the acquisition but does not make the failing party liable to the other party, unless such failure is the result of, or the cause of, a separate breach of the acquisition agreement. In addition, because of the period of time between signing and closing, events may occur that may result in a party's desire to terminate the acquisition agreement prior to closing. Accordingly, the parties often negotiate provisions granting the right to terminate the acquisition.*⁹⁴

As condições precedentes das operações de M&A costumam incluir tanto questões mais padronizadas, como, por exemplo, a declaração do vendedor de inexistência de efeitos materiais adversos ao negócio, a obtenção das necessárias anuências de terceiros e as aprovações regulatórias; como também itens específicos da transação que não necessariamente se aplicam a outras operações, como, por exemplo, uma reestruturação societária para segregar ativos que não farão parte do negócio.

Nesse sentido, o modelo associativo de Pasadena poderia ter sido melhor ajustado se a eficácia das obrigações assumidas pela Petrobras na *joint-venture* tivesse sido condicionada à implementação de condição precedente consistente na emissão de parecer por consultoria técnica especializada, atestando, de forma satisfatória à Petrobras, a possibilidade de adaptação da refinaria, com indicação dos investimentos necessários e do prazo estimado para conclusão das obras. Dentro do formato proposto, Astra e Petrobras assinariam o *Stock Purchase and Sale Agreement* e o *Limited Partnership Formation Agreement* com a inclusão de cláusula contendo a condição precedente sugerida. Após a efetiva implementação da condição (juntamente a outras) as partes seguiriam para o fechamento da operação, mediante a transferência da participação societária adquirida pela Petrobras, pagamento à Astra e assinatura dos acessórios à aquisição: *Shareholders Agreement* da *Pasadena Refinery System, Inc.*, o *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading Company LP* e o *Processing Agreement* entre

⁹⁴ “O não cumprimento de uma condição de fechamento dá à outra parte o direito de se recusar a fechar a aquisição, mas não torna a parte que não cumpriu a condição responsável perante a outra parte, a menos que tal falha seja o resultado de, ou a causa de, uma violação desvinculada do contrato de aquisição. Além disso, devido ao período de tempo entre a assinatura e o fechamento, podem ocorrer eventos que podem resultar no desejo de uma parte de rescindir o contrato de aquisição antes do fechamento. Consequentemente, as partes frequentemente negociam disposições que concedem o direito de rescindir a aquisição”. (tradução livre). JASLOW, Peter; CIRCOST, Craig. **Closing conditions and termination rights in M&A transactions**. Disponível em: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=4c8cc8f2-7942-46aa-b936-8dd60e1719da> Acesso em: 20 ago. 2020.

as duas empresas da parceria. Para fins meramente ilustrativos, vejamos o modelo de cláusulas que poderiam ser utilizadas para acomodar a estrutura proposta. Considerando que os contratos da operação foram todos celebrados na língua inglesa, a ilustração das cláusulas é feita no mesmo idioma:

ARTICLE IV - CONDITIONS PRECEDENT

4.1 The obligations of Petrobras under this Agreement, including the obligations to buy the Shares and to pay the Purchase Price to Astra, are subject to fulfillment, in a manner satisfactory to Petrobras, of each and every one of the conditions listed below ("Conditions Precedent"):

- (i) The representations and warranties made by Astra under this Agreement are now and will at Closing be true, exact, complete and effective, and Astra shall confirm that the representations and warranties have remained true, exact, complete and effective from the date hereof to the Closing Date, pursuant to section 6.1 below;*
- (ii) Astra and the Company shall have fully performed, in a timely fashion, all their obligations under this Agreement;*
- (iii) No Claim shall exist that encumbers, impedes or delays consummation of the transactions contemplated in this Agreement, or that makes consummation of the transactions unviable;*
- (iv) No Material Adverse Effect in the financial condition or business of Astra, Petrobras, the Company, and/or any of their respective Affiliates;*
- (v) The Governmental Authorization required to consummate the Share Purchase and Sale and implement the transactions contemplated in this Agreement shall have been issued by the Antitrust Authority;*
- (vi) the Company, its Affiliates, and Astra shall have obtained all Third-Party Authorizations and/or all other Governmental Authorizations that are necessary to implement the Share Purchase and Sale and the other transactions contemplated in this Agreement, as indicated in Schedule x, and all Third-Party Authorizations and Governmental Authorizations that are necessary to avoid rescission, early termination, and modification of contracts and/or other commitments assumed by the Company and/or its Affiliates; and*
- (vii) **Petrobras should obtain at its sole cost and expenses, an opinion from a specialized technical consultancy company, attesting, in terms satisfactory to Petrobras, that the Company's refinery can be adapted to process the crude oil currently extracted by Petrobras from Marlim fields, indicating the necessary investments and the estimated time for completion of the works.***

4.1.1 The Parties agree that the Conditions Precedent under Section 0 above are established to the sole and exclusive benefit of Petrobras. Petrobras may, at its sole discretion and at any time during the term of this Agreement, waive fulfillment of any one or more Conditions Precedent.

4.1.2 For the purposes of Section 0 above, the Parties acknowledge that obtaining Third-Party Authorizations and/or Governmental Authorizations may depend on information to be provided, documents

to be delivered, and/or acts to be performed by the Company, the Company's Affiliates, or Astra. Accordingly, Astra and the Company undertake, in their own name and in the name of the Company and the Company's Affiliates, to (i) perform in a timely fashion any and all acts that may be necessary for Astra, the Company, and/or any of its Affiliates to obtain the Third-Party Authorizations and/or Governmental Authorizations, and (ii) to make available to Petrobras all documentation that must be submitted to any Third Party in order for Astra, the Company, and/or any of its Affiliates to obtain the Third-Party Authorizations and/or Governmental Authorizations.

4.1.3 Within two (2) Business Days from the date on which all the Conditions Precedents are fulfilled, Astra shall send a notice to Petrobras to that effect, submitting to proof of fulfillment, to the satisfaction of Petrobras and Petrobras' legal advisors, of all the Conditions Precedent listed in Section 0 above. Notwithstanding the provisions above, Petrobras may also give notice to Astra to carry out the Closing, subject to the provisions of Article V of this Agreement.

4.1.4 If one or more of the Conditions Precedent under Section 0 above have not been fulfilled or expressly waived by Petrobras, in writing, up to the Closing Deadline, Petrobras shall have the right, exercisable at its sole discretion, to choose (i) not to acquire the Shares, or (ii) to extend the Closing Deadline for an additional period of 30 days. If Petrobras chooses not to acquire the Shares, and gives written notice to Astra to that effect, Petrobras shall be automatically released from all obligations provided under this Agreement, which shall be automatically terminated.

4.1.5 Should Petrobras choose to extend the Closing Deadline pursuant to Section 4 above, it shall give written notice to Astra to fulfill all outstanding conditions and obligations on or before the new Closing Deadline, and for that purpose the rules under Section 0 above shall apply.

ARTICLE V - CLOSING

5.1 Closing. On the fifth (5th) Business Day from the date on which all Conditions Precedent are fulfilled, or such other date on which Petrobras expressly waives, in writing, fulfillment of all pending Conditions Precedent, ("Closing Date"), the Parties shall attend at [address], at [time p.m./a.m.], and there perform the following acts, which shall be deemed to have occurred simultaneously ("Closing"):

- (i) Petrobras will confirm that all the representations and warranties contained in Article [--] of this Agreement remain true, exact and complete, in the form of the instrument contained in Schedule 5.1(i) hereto;
- (ii) Astra will confirm that all the representations and warranties contained in Article [--] of this Agreement remain true, exact and complete, in the form of the instrument contained in Schedule 5.1(ii) hereto
- (iii) Astra will deliver to Petrobras, in a form satisfactory to Petrobras and Petrobras' legal advisers, all the original documentation that evidences the fulfillment of the Conditions Precedent, as provided for in Section 0 above;
- (iv) Astra will transfer the Shares to the Petrobras, or to the Affiliate(s) designated by Petrobras in writing, by means of the appropriate entries and signatures in the Share Transfer Book and the Share

- Register of the company, which, if necessary, will be removed from the Company's registered office so that the Closing can occur;*
- (v) *Petrobras will pay the Purchase Price, as provided for in Article [--], against delivery by Astra of a receipt, release and discharge in the form of the instrument contained in Schedule 5.1(v);*
 - (vi) *Petrobras and Astra will do all such things as may be necessary to (i) elect new members of the board of directors and new officers of each of the Company and its Affiliates;*
 - (vii) **Petrobras and Astra, or any of its Affiliates, as the case may be, will execute the Shareholders Agreement, the Agreement of Limited Partnership and the processing Agreement, substantially in the form of Schedule 5.1(vii)(a); Schedule 5.1(vii)(b); and Schedule 5.1(vii)(c), respectively.**

5.1.1 The Parties also undertake to do all other things and sign all other documents at the Closing that may be necessary or convenient to the good and proper formalization of the transfer of the Shares to Petrobras or to the Affiliate designated by Petrobras in its sole discretion, pursuant to applicable legislation and regulations and as requested by Petrobras in writing.

5.1.2 All acts to be performed at Closing form part of a single transaction agreed between the Parties, and shall be performed and implemented simultaneously, regardless of the order in which they are referred to or numbered in this Agreement. Accordingly, in the event that any of acts to be performed at Closing is not effectively performed on the Closing Date, all acts that may have been performed shall be void and without effect, unless the Parties expressly agree otherwise, in writing.

Assim, diante da relevância estratégica do projeto de revitalização da refinaria para a Petrobras, parece razoável que a eficácia do negócio jurídico estivesse condicionada à obtenção do parecer técnico de empresa especializada, que indicasse a viabilidade, as condições e os investimentos projetados para implementação do *Revamp Project*. Em termos práticos, essa adaptação na estrutura do negócio desobrigaria o pagamento, pela Petrobras, até que houvesse conforto em relação à exequibilidade do *Revamp Project*, seus custos e prazo de execução.

4.2.2 Lock-up Period

No Capítulo 3, mais especificamente no item 3.4.2, foi destacado que a falta de alinhamento das metas e da estratégia entre os parceiros de *joint-ventures do setor de petróleo e Gás Natural* é um problema usual. As especificidades do setor, a dificuldade de projeção de gastos operacionais e a volatilidade do mercado tornam essa tarefa bastante difícil.

Diante desses desafios, é interessante que as partes se pré-disponham a manter o relacionamento comercial por um determinado período mínimo. Ao fazerem isso, se obrigam a envidar esforços conjuntos para acomodar eventuais diferenças culturais e estreitar suas visões de negócio.

O *lock-up* é um termo proveniente do inglês e significa “travar” ou “trancar”. As cláusulas de *lock-up* são, dessa forma, previsões contratuais destinadas a evitar que os sócios de uma empresa vendam a sua participação e se desvinculem da sociedade. Podem ser utilizadas em diversos contextos, mas, especificamente no âmbito das parcerias associativas, operam como obrigações restritivas oponíveis às partes na venda de participação, durante um determinado período imediatamente subsequente à efetivação da parceria. Durante esse período, nenhuma sócia fica autorizada a alienar sua participação a terceiros.

Em artigo dedicado aos acordos de acionistas, o advogado Sillas Battastini Neves explica:

A cláusula de lock up estabelece que durante determinado período de tempo será vedado o ingresso na companhia de qualquer terceiro ou, ainda, que será vedada a transferência de ações entre os próprios acionistas, ficando nula de pleno direito qualquer ação nesse sentido. Sem prejuízo da nulidade da transação, é comum que a penalidade pela infração desta cláusula seja a aquisição das ações do acionista infrator pelos demais acionistas pelo valor patrimonial contábil ou então a aquisição pelo acionista infrator das ações dos demais acionistas pelo valor de mercado acrescido de um prêmio.

No contexto de uma *joint-venture*, a função primordial desse tipo de arranjo é estimular o comportamento colaborativo das partes relativamente aos objetivos da parceria, promovendo-se, em consequência, o amadurecimento operações. Richard Keck⁹⁵ afirma que o período de *lock-up* é importante para garantir a manutenção dos sócios durante os primeiros anos de vida *joint-venture* que são usualmente os mais críticos.

Em material elaborado sobre as *joint-ventures* do setor de Petróleo e Gás Natural, a banca de advocacia *Latham & Watkins LLP* destaca a utilização do mecanismo de *lock-up* nas parcerias do segmento:

⁹⁵ KECK, Richard. Joint Venture Agreements. **Butterworths Journal of International banking and Financial Law**. Disponível em: http://www.macmillankeck.pro/media/pdf/JIBFL_September_2011_Keck.pdf. Acesso em: 03 set. 2020.

*LLC Agreement typically contains provisions that are specifically tailored to the joint venture, such as: (...) - Restrictions on the joint venture partners' ability to transfer their respective ownership interest in the jointly owned entity – like the other structures, often these restrictions include a Lock-Up period during which neither joint venture partner may transfer any interest and subsequent Preferential Purchase Right.*⁹⁶

Diante dessas considerações, a adequação à modelagem jurídica da associação de Pasadena seria o estabelecimento de um período de *lock-up*, de aproximadamente dois anos, para amadurecimento das operações de forma conjunta entre as partes. Durante tal período, as partes dariam início às obras de adaptação da refinaria e, simultaneamente, buscariam desenvolver atividades intermediárias de comercialização de produtos de petróleo.

As cláusulas de *lock-up* seriam, dessa forma, contempladas no *Shareholders Agreement* da *Pasadena Refinery System, Inc.* e no *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading Company LP*.

4.2.3 Governança e Composição do Conselho

No Capítulo 3 exploramos os problemas de governança da *joint-venture* de Pasadena. A indicação do mesmo número de Conselheiros e Diretores e a dinâmica decisória do empreendimento se revelaram ineficientes e inoperantes.

A despeito da relevância econômica das *joint-ventures* no mundo dos negócios, a administração desses empreendimentos encontra desafios consideráveis, o que propicia uma governança bastante defasada quando comparada a das grandes corporações. Nas palavras de James Bamford⁹⁷, a má governança é consistentemente a causa do mau desempenho do negócio.

Susan O'Rourke, em artigo dedicado à governança das *joint-ventures*⁹⁸, também destaca o abismo entre a governança das corporações e das *joint-ventures*.

⁹⁶ LATHAM & WATKINS LLP. **Oil & Gas Portal**. U.S. Upstream Joint Ventures, p. 30. Disponível em: https://www.lw.com/admin/Upload/Documents/OilAndGasMandA/Join%20Ventures/US_Upstream_Joint_Ventures.pdf. Acesso em: 02 set. 2020.

⁹⁷ BAMFORD, James. **Operationalizing Joint venture Governance**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/operationalizingjointventuregovernancecorporategovernance-policy-governance-handbook-governance-blueprint>. Acesso em: 02 set. 2020.

⁹⁸ “Apesar da prioridade máxima que os padrões de governança corporativa alcançaram nos últimos anos, esses mesmos padrões geralmente não foram replicados à governança das joint ventures. No entanto, isso é uma anomalia, já que os desafios adicionais enfrentados pelas joint ventures sugerem que elas devem ser governadas pelos mesmo padrões de governança das empresas listadas”.

Despite the top priority which standards of corporate governance have achieved in the last few years, those same standards have generally not been applied to the governance of JVs. However, this is an anomaly because the additional challenges faced by JVs mean they should be governed at least as thoroughly as public listed companies.

Nesse sentido, a adequação ao modelo da parceria de Pasadena seria um aprimoramento às práticas de governança do empreendimento. James Bamford sugere que se elabore uma política de governança da *joint-venture*, acessória aos contratos principais do negócio, com a explicação dos objetivos e metas do Conselho e dos comitês de assessoramento, indicação das expectativas individuais dos conselheiros, detalhamento das autoridades de cada órgão, dinâmica de reporte, entre outros aspectos⁹⁹. Esclarece que esse tipo de documento costuma ter em torno de 10 a 15 páginas, com uma linguagem amistosa e comercial e é aprovado pelo Conselho de Administração em reunião específica convocada no início do empreendimento. O documento opera como um manual aos administradores e pode ser atualizado ao longo da vida do empreendimento.

Em que pese a recomendação parecer algo simples e trivial, seu valor ao negócio, especialmente nas *joint-ventures* internacionais, é notável. As funções institucionais do Conselho de Administração e dos comitês de apoio podem mudar sensivelmente conforme a jurisdição, assim como os perfis dos Conselheiros. Nesse aspecto, a política de governança tem o papel de nivelar as expectativas e o entendimento dos participantes e provocar debates sobre o papel que o Conselho exercerá efetivamente sobre o empreendimento. Ao direcionar essas discussões entre os integrantes, a política de governança exerce uma função complementar aos contratos jurídicos, os quais são usualmente carregados de linguajar técnico e não são inteiramente compreensíveis por quem atuará na governança do empreendimento.

Para David Ernst, após o alinhamento das missões da *joint-venture* e de como esta irá operar, o Conselho deve acordar na sua própria postura. Por “postura”, leia-

(tradução livre). O'ROURKE, Susan. **Corporate Developments: Joint-Venture Governance**, p. 119. Disponível em: <http://www.austlii.edu.au/au/journals/AUMPLawAYbk/2005/11.pdf>. Acesso em: 02 set. 2020.

⁹⁹ BAMFORD, James. **Operationalizing Joint venture Governance**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/operationalizingjointventuregovernancecorporategovernance-policy-governance-handbook-governance-blueprint>. Acesso em: 02 set. 2020.

se: o nível de envolvimento do Conselho junto ao empreendimento e ao seu papel enquanto órgão administrativo da associação¹⁰⁰. Isso porque, segundo ele, menos de 10% dos Conselhos de *joint-ventures* atuam similarmente aos Conselhos de Administração de companhia regulares. Diferentemente, os Conselhos de *joint-ventures* atuam de forma mais próxima às operações, arrogando um papel de órgão semi-executivo. Em suas palavras:

*Instead, most JV Boards fall somewhere between what we could call a “Board of Operators” and an “Engaged Board”. “Board Operators” are heavily involved in a broad range of strategic, investment, operating, and organizational decisions, making key decisions and handling them to the JV for execution.*¹⁰¹

Por essas razões, utilizar a política de governança como um meio de trazer à tona esses importantes tópicos é uma abordagem interessante e que seria recomendado no modelo de Pasadena.

A composição paritária em todos os níveis administrativos da *joint-venture* também se revelou ineficiente. O desenho da estrutura favoreceu o estabelecimento de impasses, sem que houvesse uma saída viável que não fosse o acionamento do gatilho de saída.

O desenho de uma *joint-venture* 50/50 é desafiador tanto sob a ótica prática, como sob a ótica jurídica. No aspecto prático, governar um empreendimento em constância dependência da anuência de seu sócio requer alinhamento contínuo. No aspecto jurídico, impor regras de governança e mecanismos decisórios eficazes não é uma tarefa fácil.

Nos dizeres de Matt Dickstein¹⁰²:

¹⁰⁰ ERNST, David. **How to Build a Better Joint Venture Board**: The Right Mission and Committees. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/how-to-build-a-better-joint-venture-board-the-right-mission-and-committees-water-street-partners> Acesso em: 02 set. 2020.

¹⁰¹ “Em vez disso, a maioria dos Conselhos de JV fica em algum lugar entre o que poderíamos chamar de “Conselho de Operadores” e um “Conselho Engajado”. O “Conselho de Operadores” está fortemente envolvido em uma ampla gama de decisões estratégicas, de investimento, operacionais e organizacionais, tomando decisões importantes e encaminhando-as para a JV para execução”. (tradução livre). KWICINSKI, Joshua; BAMFORD, Jim. **3 Ways to Structure Better Dispute Resolution in your Joint Venture**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/3-ways-to-structure-better-dispute-resolution-in-your-joint-venture> Acesso em: 20 ago. 2020.

¹⁰² “A chave para a estrutura é esta: os dois parceiros podem trabalhar juntos ou podem se separar. Em uma empresa de propriedade 50/50, todas as decisões requerem o consentimento dos dois sócios. Ambos os sócios devem concordar, ou então haverá impasse. Se houver um impasse, nenhuma ação poderá ser tomada, o que provavelmente levará à dissolução do empreendimento”. (tradução livre).

*The key to the 50/50 structure is this: The two partners can either work together, or they can breakup.
In a business that is 50/50 owned, all decisions require the consent of the two owners. Both shareholders must agree, or deadlock. If they deadlock, no action can be taken, which most likely leads to the breakup of the venture.*

Lara Brito de Almeida Domingues Neves¹⁰³ sustenta que:

Composições societárias igualitárias entre dois sócios (50:50), como é comum acontecer em joint ventures institucionais, ou como se viu ser uma opção corriqueira atualmente em sociedade limitadas, exigem que os sócios deliberem consensualmente, visto que nenhum dos dois, sozinho, alcança o quórum de mais de 50% do capital da sociedade, o que confere um direito de veto implícito.

Por essas razões, Michael Thompson destaca em seu artigo que o ingresso numa *joint-venture* 50/50 é por muitos assessores considerado “uma péssima ideia”¹⁰⁴. Ainda assim, o autor destaca que 68% das *joint-ventures* norte americanas são formadas sob essa composição.

Portanto, é inegável que, a despeito de todos os desafios, as *joint-ventures* formatadas em condições paritárias são uma realidade no universo dos negócios. Por essa razão a análise a seguir partirá da premissa de que a distribuição igualitária de participações era uma condição negocial intrínseca à parceria e que deveria, obrigatoriamente, ser observada pela Petrobras.

Estruturas igualitárias de nomeação de Conselheiros e diretores demandam a sofisticação de alguns mecanismos contratuais, os quais não foram observados na modelagem jurídica original de Pasadena. No que se refere à composição do Conselho, alguns autores vêm sugerindo a adoção de um ou mais Conselheiros Independentes, que além de evitar e/ou destravar impasses entre os Conselheiros indicados pelos sócios, também agregam conhecimentos técnicos e elevam o patamar do órgão como um todo.

¹⁰³ NEVES, Lara Britto de Almeida Domingues. **Controle acionário compartilhado e solução de impasses**: estudo de caso da Companhia Brasileira de Distribuição. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito dos Negócios Aplicado e Direito Tributário Aplicado) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016, p. 92.

¹⁰⁴ THOMPSON, Michael. **Why are Business Leaders so Averse to 50/50 Partnerships?** Here are 4 Key elements to Success. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/20140726073217-14371886-why-are-business-leaders-so-averse-to-50-50-partnerships-here-are-the-4-key-elements-to-success/>. Acesso em: 02 set. 2020.

Nesse sentido, Stephen Glover explica:

Independent Directors. Some joint venture partners are agreeing that their venture's governing board will include not only directors appointed by and representing each of the venture parties, but also independent directors (i.e., directors who are not affiliated with any joint venture partner). The addition of independent directors, which is most frequently seen in large joint ventures is often intended to address one or more of the following objectives: (1) providing an independent perspective to help resolve conflicts that may arise among the parties; (2) providing technical, business, management or capital raising expertise the venture partners do not have; (3) representing the collective interests of smaller partners whose individual ownership stakes do not entitle them to appoint their own representatives to the board; and (4) elevating the stature of the joint venture if the independent directors are recognized as experts in the joint venture's industry or are prominent members of the community in which the joint venture does business. In some cases, when the joint venture partners recruit an outside manager to run the venture, they will give the outside manager a board seat, and this manager fills the role of an independent director.¹⁰⁵

Outra tendência na governança de *joint-ventures* com distribuição igualitária de participações é a criação de comitês técnicos. Ao delegar o monitoramento de atividades técnicas a um comitê específico, especialmente nos empreendimentos com forte viés industrial (como o de Pasadena), a tendência é dinamizar a tomada de decisões e torná-las mais assertivas, desafogando impasses dentro do Conselho, o qual concentrará seus esforços no direcionamento estratégico do empreendimento como um todo:

Joint ventures are increasingly using special committees to focus on technical issues and resolve related disputes. Delegating

¹⁰⁵ "Conselheiros Independentes. Alguns parceiros de joint venture tem concordado que o conselho administrativo de seu empreendimento inclua não apenas conselheiros nomeados por e representando cada uma das partes do empreendimento, mas também conselheiros independentes (ou seja, diretores que não são afiliados a nenhum parceiro de joint venture). O acréscimo de conselheiros independentes, que é mais frequentemente visto em grandes joint ventures, muitas vezes visa atender a um ou mais dos seguintes objetivos: (1) fornecer uma perspectiva independente para ajudar a resolver conflitos que possam surgir entre as partes; (2) fornecer conhecimentos técnicos, comerciais, de gestão ou de levantamento de capital que os parceiros de risco não possuem; (3) representar os interesses coletivos de sócios menores, cujas participações societárias individuais não os autorizem a indicar seus próprios representantes no conselho; e (4) elevar o nível da joint venture se os conselheiros independentes forem reconhecidos como especialistas na indústria da joint venture ou forem membros proeminentes da comunidade na qual a joint venture faz negócios. Em alguns casos, quando os sócios da joint venture contratam um gerente geral externo para administrar o empreendimento, eles dão ao gerente externo um assento no conselho, e esse gerente geral assume a função conselheiro independente". (tradução livre). GLOVER, Stephen. Recent Trends in Joint Venture Governance. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/02/07/recent-trends-in-joint-venture-governance/>. Acesso em: 02 set. 2020.

*responsibility for resolving disputes over technical matters to, or seeking guidance from, a committee whose members have specialized knowledge may promote efficient resolution of the disputes and ensure that technical issues receive appropriate attention. The technical committee can also be used to give individual partners a greater voice on matters in which they have particular interest. If the dispute is not resolved in a timely manner, the joint venture agreement may provide for resolution by the same method as other disputes arising among the parties, e.g., by directing senior executives of each partner to seek to resolve the dispute and, absent resolution, then resorting to arbitration. Technical committees can also be used to coordinate communication between the venturers' respective technical staffs or oversee technical projects of the venture. Members of a technical committee generally include representatives of each venture partner, and may also include independent members with subject matter expertise. Venture parties can tailor the committee's schedule and structure to best serve the venture's needs, e.g., by requiring regular meetings or only meeting as necessary.*¹⁰⁶

Conforme se sabe, os parceiros de um empreendimento conjunto geralmente possuem representantes no conselho indicados por eles, cabendo ao conselheiro indicado desenvolver e implementar a estratégia de negócios do empreendimento com base nas orientações e direcionamento daqueles que o indicaram. O principal problema de governança que a maioria das *joint-ventures* enfrenta é a necessidade de mediar disputas entre os sócios e ajudá-los a acordar acerca dos compromissos centrais do projeto. O Conselho de Administração normalmente atende a esse propósito. Conselheiros independentes, comitês e políticas de governança são ferramentas úteis nesse contexto, mas devem ser usados de forma a efetivamente

¹⁰⁶ “As joint ventures estão cada vez mais usando comitês especiais para focar em questões técnicas e resolver disputas relacionadas. Delegar a responsabilidade pela resolução de disputas sobre questões técnicas a, ou buscar orientação de, um comitê cujos membros tenham conhecimento especializado pode promover a resolução eficiente das disputas e garantir que as questões técnicas recebam a atenção adequada. O comitê técnico também pode ser usado para dar aos parceiros individuais uma maior voz sobre os assuntos nos quais eles têm particular interesse. Se a disputa não for resolvida em tempo hábil, o acordo de joint venture pode prever a resolução pelo mesmo método que outras disputas surgidas entre as partes, por exemplo, dirigindo os executivos seniores de cada parceiro para buscar resolver a disputa e, na ausência de resolução, então recorrer à arbitragem. Os comitês técnicos também podem ser usados para coordenar a comunicação entre as respectivas equipes técnicas dos empreendedores ou supervisionar os projetos técnicos do empreendimento. Os membros de um comitê técnico geralmente incluem representantes de cada parceiro de empreendimento e também podem incluir membros independentes com experiência no assunto. As partes do empreendimento podem adaptar a programação e estrutura do comitê para melhor atender às necessidades do empreendimento, por exemplo, exigindo reuniões regulares ou apenas reuniões conforme necessário.” (tradução livre). GLOVER, Stephen. *Recent Trends in Joint Venture Governance*. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/02/07/recent-trends-in-joint-venture-governance/>. Acesso em: 02 set. 2020.

contribuir com as especificidades do projeto e não meramente burocratizar as rotinas do empreendimento.

Dentro da análise do caso de Pasadena, entende-se que essas adaptações à estrutura de governança do empreendimento, em última análise contribuiriam para o bom andamento das frentes operacionais dos veículos *joint-venture*.

4.2.4 Revisão da Metodologia de Originação e Resolução de Impasses (*Deadlocks*)

Os mecanismos de originação e resolução dos impasses societários adotados na modelagem jurídica do empreendimento de Pasadena também se revelaram ineficazes. O rol de matérias classificadas como “*Major Decisions*” continha itens genéricos, o que, na prática, possibilitava que as partes forçassem o impasse para intencionalmente disparar os mecanismos contratuais de saída. Instaurado o impasse, o escalonamento interno da decisão aos *Seniors Committes* formado pelos presidentes dos dois grupos tampouco se mostrou eficiente. Além disso, a estrutura contratual do empreendimento não fez prever mecanismos que permitissem a condução do negócio em situações de instauração de impasses.

A alteração à estrutura negocial de Pasadena, portanto, é a revisão da metodologia de originação e resolução de impasses societários da *joint-venture*, de modo a aproximá-la aos parâmetros de mercado mais utilizados.

Para Joshua Kwicinski e James Bamford¹⁰⁷, uma boa estrutura de votos e de resolução de disputas em contratos de *joint-ventures* deve endereçar 3 aspectos centrais: (a) o dimensionamento correto do número de matérias do Conselho que podem levar ao impasse (*deadlock*); (b) a utilização de remédios alternativos que permitam a manutenção operacional do empreendimento durante situações de impasse; e (c) a elaboração de mecanismos de saída coerentes tanto em relação aos gatilhos como em relação aos valores. Passemos a analisar os aspectos sugeridos pelos autores de forma individualizada.

No que se refere às matérias suscetíveis de ensejarem um impasse (*deadlock*), Joshua Kwicinski e James Bamford criticam a utilização de cláusulas padronizadas (*boiler plate clauses*) para respaldar mecanismos de saída, indicando

¹⁰⁷ KWICINSKI, Joshua; BAMFORD, Jim. **3 Ways to Structure Better Dispute Resolution in your Joint Venture**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/3-ways-to-structure-better-dispute-resolution-in-your-joint-venture> Acesso em: 20 ago. 2020.

que, embora recorrente nos contratos de *joint-venture*, esse tipo abordagem não é aconselhável, já que expõe os sócios a riscos desnecessários¹⁰⁸. No Capítulo 3 vimos que as *Major Decisions* dos contratos de Pasadena eram formadas fundamentalmente por cláusulas desse tipo, mas dentro da estrutura adaptada, Petrobras e Astra deveriam se empenhar em melhor definir e dimensionar as matérias potencialmente geradoras de impasses.

Não cabe, aqui, elencar uma a uma quais seriam essas matérias, mas sim discorrer sobre a abordagem para se chegar ao rol ideal de matérias, limitando-se o número de cláusulas com potencial de impasse. Na visão empírica de Joshua Kwicinski e James Bamford, o melhor percurso para se reduzir a lista de matérias com potencial de originar impasses é: (a) pré acordar acerca de questões centrais do projeto para um horizonte de 2 a 3 anos do fechamento, incluindo orçamento, investimento de capital e pessoal; (b) inserir previsões de crescimento da *joint-venture* relativamente aos seus produtos, mercado de atuação e escopo tecnológico, permitindo que, após o fechamento, a *joint-venture* cresça de forma direcionada, sem necessidade deliberações extensas do Conselho; (c) prever escopo de atuação dos Diretores, permitindo-lhes trabalhar com autonomia, evitando-se o envolvimento do Conselho em temas corriqueiros e operacionais do empreendimento; e (d) estabelecer mecanismos de veto, voto de qualidade ou aprovação por maioria, ao invés de simplesmente prever que a falta de aprovação unânime automaticamente fará disparar os mecanismos de impasse.

A tendência é que as partes, ao endereçarem os itens indicados acima durante as negociações dos contratos da *joint-venture*, consigam amadurecer algumas concepções do projeto conjunto, permitindo maior liberdade operacional ao empreendimento e aos seus executivos, dentro de parâmetros macro previamente acordados. Por conseguinte, as hipóteses de impasse são reduzidas substancialmente.

Corroborando a abordagem de Joshua Kwicinski e James Bamford, no sentido de que o dimensionamento adequado das matérias sujeitas a impasse reduz

¹⁰⁸ KWICINSKI, Joshua; BAMFORD, Jim. **3 Ways to Structure Better Dispute Resolution in your Joint Venture**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/3-ways-to-structure-better-dispute-resolution-in-your-joint-venture> Acesso em: 20 ago. 2020.

substancialmente as chances de se disparar mecanismos de saídas desnecessariamente, John Patrick Scherer destaca:¹⁰⁹

The provision of such a catalogue of measures minimizes the scope of the deadlock resolution mechanisms ensuring that such mechanisms will, or can, only be triggered if the joint venture partners are not able to come to an agreement about material questions.

Mariana Meditsch faz a mesma ponderação:

*As matérias que estão sujeitas ao mecanismo de solução de deadlock são identificadas como aquelas que podem gerar um impasse de caráter relevante, potencialmente criando um conflito definitivo e insuperável entre os associados e, portanto, afetando negativamente a continuidade da associação e dos negócios por ela desenvolvidos. Assim, as matérias em si variam de acordo com o tipo de operação da companhia e do objeto da transação.*¹¹⁰

A ideia, portanto, é que a adaptação sugerida ao modelo associativo adaptado de Pasadena possibilitasse menos hipóteses de impasse, valendo-se de uma lista de matérias mais específica e customizada, construída a partir do racional proposto por Joshua Kwicinski e James Bamford. A proposta vai ao encontro das considerações de Flávio Luiz Bodo¹¹¹, em seu trabalho de conclusão de curso acerca dos mecanismos de solução de impasses societários:

Entendemos que as hipóteses de acionamento devem ser as mais restritas e específicas possíveis, de maneira a evitar o que podemos chamar de “banalização de sua utilização”, situação em que os sócios ou acionistas podem passar a utilizar de ameaças de acionamento da cláusula, caso sua vontade nos mais variados assuntos não prevaleça. Seria impor um controle ou uma situação de dominância inexistente em decorrência da participação societária detida.

¹⁰⁹ “O fornecimento de tal catálogo de medidas minimiza o escopo dos mecanismos de resolução de impasse, garantindo que tais mecanismos serão, ou poderão ser, acionados apenas se os parceiros da joint venture não forem capazes de chegar a um acordo sobre questões relevantes”. (tradução livre). SCHERER, John Patrick. *Deadlock Provisions in Equity Joint-Ventures*. University of Cape Town. **Department of Commercial Law**, 18 fev. 2018.

¹¹⁰ MEDITSCH, Mariana. **Deadlocks e os acordos pré-nupciais em joint ventures**. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/198094/deadlocks-e-os-acordos-pre-nupciais-em-joint-ventures> Acesso em: 02 set. 2020.

¹¹¹ BODO, Flavio Luiz. **A Utilização de Deadlock Provisions como Alternativa na Solução de Impasses e Conflitos Societários**. Trabalho de Conclusão de Curso do Programa de Pós-Graduação Lato Sensu em Direito INSPER – Instituto de Ensino e Pesquisa São Paulo/SP. 2017.

Ainda que as partes tentem reduzir a ocorrência dos impasses, em certas situações isso simplesmente não será possível, especialmente numa parceria de participações igualitárias. Em certas circunstâncias, as desavenças entre os sócios são tão grandes que o impasse se torna não apenas inevitável, mas necessário¹¹². Isso nos leva ao segundo tópico abordado por Joshua Kwicinski e James Bamford, o qual diz respeito à gestão do empreendimento enquanto o impasse societário remanescer.

Para essas situações, os autores recomendam que os contratos da *joint-venture* prevejam mecanismos que permitam ao empreendimento operar, ainda que sob a pendência de um impasse entre seus sócios. Para Emily J. Meister, a previsão destas cláusulas serve para, dentre outros fatores, amparar os investimentos dos próprios sócios em situação de impasse, já que a paralisação das atividades operacionais do empreendimento pode acarretar perdas financeiras relevantes¹¹³. A advogada sugere a adoção de mecanismos contratuais “criativos” para contornar as situações de impasse e permitir a continuidade das atividades do empreendimento.

Apesar de não existirem remédios contratuais pré-concebidos para essas situações, a experiência consolidou o modelo de “manutenção do curso ordinário” dos negócios enquanto perdurar o impasse¹¹⁴. É possível, por exemplo, incluir cláusulas contratuais que permitam a continuidade das operações pela administração, com base no último orçamento aprovado, por um prazo de 3 a 6 meses. Alternativamente, a administração pode dar continuidade às atividades de rotina do empreendimento com base no último orçamento aprovado, devidamente atualizado por índice inflacionário. Ou então o curso das operações pode ser mantido “dentro dos limites e parâmetros previstos no plano de negócios em vigor”. Outras estruturas ainda mais robustas, possuem planos de negócios pré-aprovados, específicos para situações de impasse, indicando, por exemplo, a obrigatoriedade de adimplemento de compromissos financeiros, pagamento de folha e impostos, manutenção de vendas, entre outros itens¹¹⁵.

¹¹² KWICINSKI, Joshua; BAMFORD, Jim. **3 Ways to Structure Better Dispute Resolution in your Joint Venture**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/3-ways-to-structure-better-dispute-resolution-in-your-joint-venture> Acesso em: 20 ago. 2020.

¹¹³ MEISTER, Emily J. **Avoiding Corporate Deadlock**. Disponível em: <http://lawfirmcarolinas.com/blog/avoiding-corporate-deadlock/> Acesso em: 02 set. 2020.

¹¹⁴ BRANDING, Tracy. **Silent But (Potentially) Deadly: The Power of the Status Quo in Joint Ventures**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/silent-but-potentially-deadly-the-power-of-the-status-quo-in-joint-ventures>. Acesso em: 02 set. 2020.

¹¹⁵ CHRISTENSEN, Philip. **Deadlock in Resources Joint Ventures**. AMPLA Yearbook, 1992, p. 477.

Ao avaliar os contratos da parceria associativa de Pasadena, não se identifica nenhuma cláusula que se prestou a regular a situação operacional do empreendimento em situações de impasse entre os sócios, o que ocasionou problemas durante o período do impasse, como, por exemplo, o inadimplemento da dívida com o BNP Paribas descrito na análise do caso do Capítulo 1 e a ausência de contribuições previamente acordadas entre as sócias. Nesse sentido, a adequação sugerida também contemplaria a inserção de mecanismos contratuais que permitissem a manutenção das atividades regulares do empreendimento nas situações de impasse societário, com a indicação de parâmetros orçamentários e de abrangência de atividades permitidas aos diretores executivos da *joint-venture* nessas ocasiões.

Finalmente, em relação ao terceiro tópico proposto por Joshua Kwicinski e James Bamford, passaremos a abordar alguns mecanismos de resolução de controvérsias em *joint-ventures* com divisão igualitária de participações. As análises doutrinárias sobre o tema apontam que a opção pelo mecanismo de *put-option* nas *joint-ventures* 50/50 não é a abordagem mais recomendada, havendo preferência pelos chamados mecanismos de *shotgun* e suas variações, nos quais uma das partes determina o preço e a outra escolhe se compra ou venda pela preço predeterminado. O entendimento predominante é que nas parceria com posição igualitária, o impasse pode ser muito facilmente instalado e, dessa forma, permitir a manipulação indevida das cláusulas de saída por um dos sócios. Some-se a isso, a dificuldade de se estipular o preço do *put-option* (ou a métrica de precificação) já no momento de celebração dos contratos. Nos dizeres de Pedro Chagas¹¹⁶:

Entretanto, tanto o Call quanto o Put são unilaterais no sentido de que uma parte escolhe quem sai ou fica na sociedade, além do fato de terem que discutir e regular de forma prévia e aceitável para ambas as partes a regra do preço, o que é sempre complicado. Para sanar tais inconveniências em casos de impasse, foram criadas cláusulas conhecidas como de Put/Call, ou Buy/Sell, que nada mais são do que opções de compra e venda recíprocas. Nestes casos, cada sócio se obriga de forma irrevogável e irretratável, na ocorrência de termos ou condições previamente ajustadas, a alienar sua participação ao outro, ou aceitar que o outro adquira sua participação, em qualquer caso, por critérios estabelecidos de forma

¹¹⁶ CHAGAS, Pedro. **Prevenção de conflitos societários e resolução de impasses** - Pensando no “divórcio” antes do “casamento”. Disponível em: <https://www.silveiro.com.br/wp-content/uploads/2019/01/Temas-do-Direito-Empresarial-2019-Silveiro-Advogados.pdf>. Acesso em: 02 set. 2020.

antecipada. A operacionalização para garantir bilateralidade da escolha entre quem fica e quem sai da sociedade dependem dos métodos escolhidos para implementação da opção recíproca. O mais comum é conhecido por “Shotgun” ou “Russian Roulette”, já que a parte que dispara o mecanismo é quem dá um valor à participação da parte ofertada, valor pelo qual esta, então, pode optar por vender à parte ofertante ou comprar desta sua participação pelo mesmo preço ofertado.

Claudia Landeo e Kathryn Spier sugerem que a cláusula *Shotgun* promove uma solução mais justa ao impasse, por refletirem a aplicação do clássico procedimento de “corte do bolo” (*classic cake-cutting procedure*), onde um dos sócios corta o bolo, enquanto o outro escolhe a quem cabem os pedaços que, no caso, são as participações societárias do veículo empresarial¹¹⁷.

Michael Thompson, por sua vez, indica que a solução de impasses via mecanismos de *shootout* é um dos quatro elementos-chave para a viabilização de uma *joint-venture* de participações igualitárias¹¹⁸.

A análise aprofundada dos mecanismos de solução de impasses societários seria, por si só, objeto de uma dissertação de mestrado. Nesse aspecto, abordaremos os principais formatos de *shot gun*, com vistas a apenas subsidiar a proposta de ajuste que se fará neste tópico. Três são os formatos mais tradicionalmente utilizados de cláusulas de *shot gun*¹¹⁹.

- **Russian Roulette:** prevê condições no instrumento contratual para que, num eventual impasse ou conflito entre os sócios, uma das partes possa notificar a outra, oferecendo uma proposta de compra da participação da parte contrária. Em contrapartida, o outro sócio poderá aceitar vender a sua participação nos termos da proposta, ou então se obrigar a adquirir a participação daquele que realizou a oferta, nas mesmas condições propostas.
- **Texas Shoot-out:** apesar de guardar semelhança com a cláusula *Russian Roulette*, na cláusula *Texas Shoot-out* os sócios trocam envelopes fechados

¹¹⁷ LANDEO, Claudia M.; SPIER, Kathryn E. “Shotguns and deadlocks”. *Yale Journal on Regulation*, 2013. Disponível em: https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30006306/Spier_753.pdf?sequence=1. Acesso em: 22 jul. 2020.

¹¹⁸ THOMPSON, Michael. **Why are Business Leaders so Averse to 50/50 Partnerships? Here are 4 Key elements to Success.** Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/20140726073217-14371886-why-are-business-leaders-so-averse-to-50-50-partnerships-here-are-the-4-key-elements-to-success/>. Acesso em: 02 set. 2020.

¹¹⁹ MENDES JUNIOR. Judas Tadeu G. **Deadlock Provisions como Mecanismo de Resolução de Impasses Societários.** Disponível em: <https://mpsa.com.br/?area=noticias&c=53>. Acesso em: 02 set. 2020.

contendo propostas para a aquisição da participação do outro, de modo que, aquele que apresentar a maior proposta deverá exercer a compra da participação da parte contrária.

- ***Mexican Shoot-out (Dutch Auction)***: essa cláusula trabalha com uma lógica semelhante a da *Texas Shoot-out*, sendo uma espécie de variação daquela, na qual as partes igualmente trocam propostas simultâneas por meio de envelopes lacrados, contendo o valor mínimo que aceitariam pela venda de sua participação. Os envelopes são então abertos conjuntamente, e aquele que apresentar o menor preço estará obrigado a vender a sua parte na sociedade ao outro sócio.

Assim, considerando-se a posição igualitária entre as sócias na *joint-venture* de Pasadena, entende-se que a utilização de um dos formatos de cláusula de *shot-gun* seria mais apropriada ao desenho da parceria, além de mais favorável à Petrobras.

Vale ponderar que a utilização de qualquer modalidade drástica de solução de impasses sempre carrega alguma imperfeição. Se por um lado o *put-option* possibilitava à Astra configurar o impasse para forçar um dos mecanismos de saída, as cláusulas de *shot-gun* provavelmente favoreceriam a Petrobras, na condição de sócia com maior poder financeiro. Por essa razão, seria aconselhável a adoção de outros mecanismos acessórios de solução de conflitos, como a definição de voto qualificado para alguma matérias pelo(s) Conselheiro Independente(s), assim como a concessão de vetos pontuais à Astra para compensar a condição de sócia economicamente mais frágil.

As adequações sugeridas nesse subtópico seriam inseridas tanto no *Shareholders Agreement* da *Pasadena Refinery System LP*, como no *Agreement of Limited Partnership* da *PRSI Trading Company LP*.

4.2.5 Alterações à Cláusula de *Put-Option*

A adaptação que se entende pertinente com relação aos mecanismos de saída decorrentes de impasses societários é aquela contida item 4.2.3, qual seja, a substituição do *put-option* por alguma das modalidades de cláusulas de *shot-gun*.

Ainda assim, considerando-se a repercussão do arranjo relacionado ao *put-option*, acreditamos que seja pertinente ao presente trabalho propor melhorias à

cláusula de *put-option* originalmente concebida pelas partes. Assim, as considerações desse tópico devem ser analisadas sob a premissa hipotética de que a inclusão de alguma das cláusulas de *shot-gun* não seria viável.

Foi abordado que o direito unilateral dado à Astra de se retirar do negócio, em condições financeiras vantajosas, se revelou desequilibrado, colocando a Astra em nítida vantagem econômica sobre a Petrobras, uma vez que poderia, a qualquer momento, liquidar a sua participação e receber valores superiores ao seu investimento inicial. As fórmulas atreladas ao *put-option* garantiam à Astra um valor adicional ao preço preestabelecido contratualmente tanto para a *Pasadena Refining System, Inc.* como para a *PRSI Trading Company LP*, uma vez que incluíam a aplicação de percentuais de 106% a 120% do preço base atribuído ao investimento da Astra em cada veículo.

De fato, a depender de como esse tipo de cláusula é escrita, o *put-option* pode comprometer o recebimento de um valor mínimo e adequado ao titular do direito ou, de outro lado, pode acarretar o dispêndio desproporcional e inoportuno ao comprador (como aconteceu com a Petrobras). Para evitar desvios como esses, dois elementos são fundamentais para que a cláusula funcione de forma adequada: a clareza dos eventos que autorizam a sua incidência (gatilho) e o racional financeiro adotado na valoração da participação objeto da venda. Nesse sentido, sugere-se a adaptação do mecanismo de *put-option* originalmente negociado, de modo a prever hipóteses específicas que permitiriam ao seu detentor o exercício da venda forçada, bem como para prever mecânicas de precificação que não resultassem em ganhos extraordinários e injustificados ao vendedor.

É de suma importância definir adequadamente o período e as situações que autorizam o exercício do *put-option*, sob pena deste tipo de arranjo configurar um ônus imputado mediante livre discricionariedade do seu titular, afastando a essência de mecanismo protetivo e tornando-se uma vantagem no negócio.

Superado o período de *lock-up*, à Astra seria conferido o direito de *put-option*, como forma de proteção à sua condição de parte economicamente mais frágil na parceria, a partir de eventos (gatilhos) específicos. Tais gatilhos poderiam compreender: (a) alienação de participação pela Petrobras; (b) dissidência da Astra em relação ao ingresso de novo sócio na *joint-venture* (c) dissidência da Astra em relação a decisões envolvendo venda substancial de ativos da *joint-venture*; (d) dissidência da Astra em relação a investimentos do *Revamp* em patamares

superiores aos inicialmente projetados; e (e) dissidência da Astra em relação a investimentos não acordados quando da celebração dos contratos definitivos da parceria.

Assim, a ideia seria permitir à Astra a saída do negócio em situações que implicassem alterações substanciais em relação ao propósito inicial da parceria. Os itens (a) a (c) acima representariam mudanças em relação à composição societária original da *joint-venture* ou aos ativos do negócio; ao passo que os itens (d) e (e) representariam alteração dos investimentos originalmente projetados quando da formação da *joint-venture* e que, por essa razão, permitiriam à parte economicamente mais frágil a retirada do empreendimento. Interessante notar que, em linha com as boas práticas de formação de *joint-ventures* do segmento de Petróleo e Gás endereçadas no Capítulo 3, a amarração desses eventos provocaria as partes a predeterminar as contrapartidas de cada uma perante a *joint-venture* e a preestabelecer o valor do investimento necessário ao *Revamp* (ainda que de responsabilidade da Petrobras). Isso não ocorreu no caso concreto, tendo as partes estabelecido um único gatilho para o *put-option* de forma abrangente e genérica (i.e. discordância em relação a uma decisão da Petrobras), que na prática operava como um adicional de preço dado a Astra, exigível a qualquer tempo.

Dimensionados os gatilhos do *put-option*, cumpre explorar o racional financeiro para precificação da participação da venda. Vimos que a boa prática sugere que o preço atribuído à participação objeto do *put-option* deve evitar distorções grandes em relação ao seu valor justo de mercado (nem para mais, nem para menos). Por se tratar de uma avença contratual cuja implementação ocorre posteriormente à contratação, existem aspectos mercadológicos e econômicos a serem ponderados para composição do preço de exercício.

Em linhas gerais, a precificação do *put-option* concedido à Astra era extraída a partir do valor base atribuído ao negócio proporcionalmente à participação, somado aos investimentos realizados. Alternativamente, a depender do momento do exercício, a precificação seria extraída a partir do *Fair Market Value* determinado por empresa terceirizada. Tais valores poderiam sofrer acréscimos de 6% a 20% conforme circunstâncias específicas do exercício.

Em que pese as inúmeras distorções geradas a partir de premissas questionáveis adotadas para se determinar o valor base dos investimentos¹²⁰, nos parece lógico remunerar o sócio retirante a partir de um valor base atribuído ao seu investimento (condizente com o real estado do ativo quando da efetivação da *joint-venture*), somado a eventuais investimentos realizados posteriormente ao início da parceria (sujeitos a uma taxa de desconto). Sob premissas financeiras melhor dimensionadas, esse racional permitiria ao sócio retirante receber um preço justo pela sua participação e reaver parte dos investimentos realizados ao longo tempo.

Pois bem, passemos então a explorar as premissas que precisariam ser adequadas. O valor base originalmente adotado para o cálculo do *put-option* da Astra era de, aproximadamente, US\$ 678,6 milhões, sendo US\$ 378 milhões da *Pasadena Refining System, Inc.* e US\$ 300,6 milhões da *PRSI Trading Company LP*. Tal valor, como já abordado, fora extraído a partir de uma valoração do negócio, a qual considerou os fluxos de caixa da refinaria pós implementação do *Revamp*. Em termos práticos, portanto, essa mecânica permitia à Astra receber o preço do negócio expandido, num momento em que as obras do *Revamp Project* sequer haviam iniciado.

Nesse ponto, a adaptação sugerida seria alterar o valor base do investimento para um valor extraído a partir dos fluxos financeiros da refinaria na situação em que se encontrava no momento da compra. Conforme já visto, segundo a *Muse & Stancil*, esse valor seria da ordem de US\$ 126 milhões. Alterando-se o valor base do investimento considerado e excluindo-se os percentuais de bonificação indicados acima, as demais premissas da fórmula original poderiam ser mantidas. Assim, o preço do *put-option* seria aquele resultante da soma do investimento base aos investimentos realizados (estes últimos sujeitos a uma taxa de desconto anual de 10%), acrescidos do prêmio de 6% a 20% em favor da sócia retirante quando do exercício do *put-option*.

Por outro lado, a adaptação sugerida ainda precisaria contemplar uma previsão de revisão da fórmula, caso o exercício ocorresse posteriormente à implementação do *Revamp*. Isso porque, havendo exercício desse direito num contexto onde a refinaria já operasse de forma expandida, o valor base do investimento considerado não poderia ser o mesmo daquele projetado

¹²⁰ Tribunal de Contas da União. **00540620137**. Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014.

originalmente, quando os fluxos de caixa do projeto eram por óbvio condizentes com uma operação de refino limitada. Nesse caso, a mecânica contratual deveria prever que o valor base do investimento utilizado na aplicação da fórmula de precificação do *put-option* seria revisto após a implementação do *Revamp*, mantendo-se inalterados os demais fatores de precificação (valor do investimento e taxa anual de desconto).

4.2.6 Investimentos relacionados ao *Revamp* e Métricas de Diluição

Ante a falta de visibilidade em relação aos valores e ao prazo de implementação do *Revamp Project*, a estrutura jurídica original previu que a Astra poderia, a seu exclusivo critério, acompanhar integral ou parcialmente os investimentos e/ou vender total ou parcialmente a sua participação quando das chamadas de capital relacionadas ao *Revamp Project*. Conforme já destacado no Capítulo 3, além de potencialmente ter de arcar com a totalidade dos investimentos necessários ao *Revamp Project*, a Petrobras ainda poderia ser compelida ao pagamento, pela participação da Astra, de um valor que já assumia fluxos financeiros de uma operação pós *Revamp*.

Diante disso, vislumbra-se a necessidade de uma adaptação desse arranjo em particular. O investimento na remodelação, expansão e adaptação da refinaria, em que pese interessar mais à estatal do que à Astra, era uma medida benéfica a ambas as partes, pois aumentaria a capacidade produtiva e geraria incremento substancial nos fluxos de caixa do empreendimento. Em razão disso, ainda que se admita imputar a obrigação de investimento exclusivamente à Petrobras, esse evento não poderia ser tratado como gatilho para exercício do direito de retirada do outro sócio.

A sugestão que se faz, portanto, é que a Petrobras assumisse o compromisso individual de investimento no *Revamp* até um determinado valor, consubstanciado em parecer técnico emitido por empresa terceirizada (em linha com a condição suspensiva objeto do sub-tópico 4.2.1). Tal valor de investimento faria parte do preço pago pela Petrobras no negócio, sem prejuízo de eventual *earn-out*.

Até o valor de investimento acordado inicialmente para o *Revamp*, nenhuma métrica de diluição seria disparada, uma vez que tal valor integraria o preço do negócio. Havendo necessidade ne investimentos adicionais para conclusão do

Revamp, a Astra então teria a prerrogativa de acompanhar tais investimentos total ou parcialmente, não acompanhar tais investimentos e ser diluída ou, finalmente, exercer o *put-option* conforme as métricas sugeridas no sub-tópico 4.2.4.

4.2.7 Exclusão do Retorno Mínimo Garantido (*Marlim Clause*) e utilização do *Earn-Out*

Vimos que o arranjo de retorno mínimo, além não guardar equivalente na doutrina, foi duramente criticado pelo TCU. Segundo o órgão, garantir de forma antecipada uma determinada taxa de retorno mínimo como contrapartida à taxa de desconto utilizada na precificação do negócio, vai de encontro ao princípio fundamental do empreendimento conjunto que é o compartilhamento de prejuízos e resultados pelos sócios. Se por qualquer motivo o negócio não possibilitasse a distribuição de resultados, não faria sentido, ainda assim, garantir a distribuição de resultados a uma das sócias.

No contexto das operações de M&A, é comum que os vendedores projetem valores otimistas em relação ao seu próprio negócio, ao passo que os compradores tendem a adotar uma abordagem mais conservadora. Como resultado, as cláusulas de preço em contratos de M&A costumam ser acompanhadas de mecanismos aptos a adequar os valores conforme parâmetros financeiros efetivamente experimentados pelo negócio. As considerações da banca de advocacia Stockler Nunes a esse respeito são válidas¹²¹:

Se por um lado vendedores costumam acreditar que seus negócios têm um determinado valor (ou potencial de valor), compradores tendem a ser mais conservadores na hora de definir o montante da aquisição. Assim, não por acaso as negociações quanto ao preço e sua forma de pagamento em operações de M&A costumam exigir dedicação especial e podem resultar em cláusulas contratuais complexas.

Um mecanismo bastante utilizado é a chamada cláusula de *earn-out* pela qual as partes concordam que o pagamento pelo comprador ao vendedor de uma parcela do preço fica sujeito à ocorrência de um determinado evento, por exemplo. Esta cláusula surge como uma forma de solucionar a dificuldade enfrentada pelas partes de chegar a um acordo quanto ao montante da aquisição, ao mesmo tempo assegurando ao vendedor participação em valorização da empresa-

¹²¹ Stockler Nunes Advogados, “O *Earn-Out* em Operações de M&A”. Disponível em: <http://sneadv.com.br/o-earn-out-em-operacoes-de-ma/>. Acesso em: 08. Ago. 2020

alvo em função do atingimento de uma meta ou cumprimento de uma condição e dando o conforto necessário ao comprador de que o valor total a ser pago não será definido com base em premissas que podem não se confirmar dentro de um determinado prazo. Ou seja, as regras de *earn-out* podem ser entendidas como uma forma eficiente de se equilibrar as visões e expectativas das partes quanto ao negócio e ao futuro da empresa-alvo.

Vê-se, dessa forma, que a essência do mecanismo de *earn-out* é justamente premiar a bom desempenho do negócio adquirido. Verificado o resultado financeiro projetado, o pagamento do complemento de preço é feito.

José Luis de Salles Freire destaca a utilidade do *earn-out* como forma de motivar o vendedor que permanece vinculado ao negócio objeto da venda e, ao mesmo tempo, limitar os riscos do novo investidor¹²²:

As cláusulas de “earn out” também são instrumentos úteis para diminuir a assimetria de informações entre as partes e mitigar o chamado “moral hazard”, ou risco moral da operação, que, na terminologia financeira, significa a alteração no comportamento de um agente ao saber que, por alguma razão, não estará integralmente sujeito às consequências de seus atos. Ao se condicionar o pagamento de parcela do preço à futura performance da sociedade-alvo, o vendedor, que permanecerá na gestão da sociedade por certo período, terá mais incentivos para atingir suas metas do que se tivesse recebido o valor integral no momento da aquisição.

(...)

Assim, as cláusulas de “earn out” permitem uma definição dinâmica do valor da companhia-alvo, contribuindo para que vendedores e compradores possam convergir na determinação do preço do ativo. O mecanismo é útil também para alinhar o interesse das partes, estimulando a melhora no desempenho da companhia e limitando os riscos para o investidor.

Na estrutura ora proposta, portanto, não haveria qualquer garantia quanto ao retorno financeiro das operações, ressalvado o eventual direito da Astra ao recebimento de valores complementares, a título de *earn-out*, em razão em razão do atingimento de metas financeiras/comerciais preestabelecidas no momento de celebração da parceria.

¹²² SALLES FREIRE, José Luís. “Cláusulas de Earn-Out em Aquisições”. **Capital Aberto Bimestral/Private Equity/Boletins/Edição 80**, 01. Abr.2010. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/boletins/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/>. Acesso em: 02. set. 2020.

CONCLUSÃO

A ampla repercussão do caso envolvendo a aquisição da refinaria de Pasadena trouxe à tona inúmeros debates. Como se sabe, o episódio ganhou a atenção da imprensa nacional e internacional, mobilizou órgãos de controle públicos, incluindo o Ministério Público Federal (MPF), TCU, a Controladoria Geral da União e a Comissão de Valores Mobiliários, resultando inclusive na condenação de executivos da estatal brasileira.

Em função dos diversos desdobramentos e do envolvimento na operação lava-jato, as discussões acerca desse assunto acabam muitas vezes recaindo sobre questões de ordem político-partidárias que pouco agregam à efetiva compreensão dos eventos.

O presente trabalho se prestou, dessa forma, a avaliar os detalhes da transação, fundamentando-se primordialmente nos instrumentos jurídicos que deram forma à parceria entre Astra e Petrobras, e nas decisões proferidas pelas autoridades arbitrais e judiciárias norte-americanas. Após aclarados os eventos relacionados ao caso e a lógica contratual dos instrumentos jurídicos celebrados, passou-se a avaliar criticamente a estrutura associativa de Pasadena, com vistas a compreender em que medida esta se distanciou dos parâmetros adotados em outras parcerias do segmento de Petróleo e Gás Natural, e em que medida poderia ser melhorada.

A estrutura jurídica da *joint-venture* de Pasadena promoveu uma inadequada divisão de riscos e oportunidades entre a Astra e a Petrobras e, de modo geral, se revelou ineficaz no amparo aos interesses da Petrobras no negócio.

As bases utilizadas pela Petrobras na valoração do negócio careceram de plausibilidade segundo o TCU. O estudo de viabilidade técnica e econômica conduzido internamente pela equipe da Petrobras foi desenvolvido sob o pressuposto de que os fluxos de caixa projetados para a refinaria, ao longo do tempo, seriam aqueles originados após a implementação do projeto de adaptação, modernização e expansão da refinaria. Após a adaptação, a refinaria apropriar-se-ia

de maiores margens de refino, uma vez que a margem para se refinar petróleo pesado é mais alta do que a margem para se processar petróleos leves. Ou seja, a Petrobras precificou o negócio a partir de uma operação que sequer existia e cuja implementação dependeria da realização de investimentos futuros, a serem feitos pela própria Petrobras.

Além de anuir com o pagamento de um valor superior ao que o negócio valia à época, a Petrobras também concordou em adotar tal valor como parâmetro de cálculo do *put-option* concedido à Astra.

O exame das cláusulas contratuais, tanto do *Shareholders Agreement* como do *Agreement of Limited Partnership*, conduzem ao entendimento de que a formação da parceria impôs desigual distribuição de riscos e benefícios entre as partes, favorecendo a empresa belga, em detrimento dos interesses da Petrobras. Tais cláusulas davam à Astra o direito de retirada da parceria a qualquer momento, desde que a Petrobras fizesse prevalecer sua decisão, sendo-lhe garantido o pagamento de preço correspondente ao valor base do negócio proporcionalmente à sua participação, somado a todos investimentos realizados e não amortizados até a data do exercício, acrescido, ainda, de 6% a 20% dependendo de das circunstâncias do exercício.

Como o valor base atribuído ao negócio considerava os fluxos de caixa da refinaria pós implementação do *Revamp Project*; na prática, a Petrobras se comprometera a pagar, pela retirada de sua sócia, o valor de uma operação que somente seria alcançável após a realização dos investimentos de *Revamp* pela própria Petrobras, acrescido de todos investimentos realizados pela Astra, além de um adicional de 6% 20%. Nessa linha, os contratos serviram para garantir à Astra a antecipação de valores que somente seriam realizáveis ao longo do horizonte temporal da projeção financeira que suportou a valoração do negócio.

Para a Petrobras, a finalidade primordial da aquisição da refinaria de Pasadena consistia na adaptação das instalações, para torná-las aptas ao refino do petróleo bruto/pesado extraído de Marlim. Esse objetivo operacional governava o interesse da estatal no negócio e, ainda assim, a Petrobras não foi capaz de protegê-lo contratualmente de forma eficaz. Analisamos que havia previsão contratual expressa no sentido de que a Astra poderia, a seu exclusivo critério, acompanhar integral ou parcialmente os investimentos e/ou vender total ou parcialmente a sua participação quando das chamadas de capital relacionadas ao *Revamp Project*.

A despeito de valorar o negócio a partir dos fluxos de caixa projetados sob a premissa de implementação do *Revamp Project*, a Petrobras, ao mesmo tempo, isentou a Astra da obrigação de financiar o projeto. Ou seja: a Petrobras assumiu o risco do projeto de adaptação da refinaria e ainda deu a oportunidade de a Astra se retirar do negócio em condições vantajosas.

Não obstante as vantagens concedidas à Astra, a Petrobras ainda anuiu com cláusulas que garantiam à Astra uma rentabilidade mínima de 6,9% ao ano, durante quinze anos, após a implementação do *Revamp Project*.

Finalmente, a despeito de a Petrobras ter supostamente o direito de fazer prevalecer as suas decisões societárias no âmbito da *joint-venture*, vimos que a posição paritária das sócias aliada a uma estrutura de governança ineficaz retirou o poder de direção do negócio.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABD-KARIM, S. B. et al. **Managing Conflicts in JV Projects**. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/265405778_Managing_Conflicts_in_Joint_Venture_Projects Acesso em: 20 ago. 2020.

ADAMEK, M.V. Von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LÜDKE, Fernando Gregio. Benefícios Sociais de Parcerias e Estruturas Jurídicas no Desenvolvimento de Atividades de Exploração e Produção de Hidrocarbonetos: O Conteúdo Local. In: **Publica Direito**, p. 11-12. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=774412967f19ea61> Acesso em: 20 ago. 2020.

AMUI, Sandoval. **Petróleo e gás natural: para advogados e negociadores**. Exploração e produção, tipos de contratos e aspectos negociais. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2011.

ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). **Direito do petróleo e de outras fontes de energia**. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2011.

ARAÚJO, Adriana Maria Procópio; ASSAF NETO, Alexandre; LIMA Fabiano Guasti. **Uma proposta metodológica para cálculo do custo de capital no Brasil**, p. 04. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/242088514_Uma_proposta_metodologica_para_calculo_do_custo_de_capital_no_Brasil. Acesso em: 02 set. 2020.

BAMFORD, James. **Voting Rights and Delegations: Unless Otherwise Agreed**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/voting-rights-and-delegations-unless-otherwise-agreed> Acesso em: 30 ago. 2020.

_____. **Operationalizing Joint venture Governance**. Disponível em:

<https://www.waterstreetpartners.net/blog/operationalizingjointventuregovernancecorporategovernance-policy-governance-handbook-governance-blueprint>. Acesso em: 02 set. 2020.

_____. **Joint Venture Governance Excellence: Why Governance Matters.** Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/water-street-classics/joint-venture-governance-excellence-why-governance-matters> Acesso em: 31 ago. 2020.

_____; BRANDING, Tracy. D’Costa Lois. Public Company vs. JV Governance. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance.** Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/> Acesso em: 31 ago. 2020.

BAMFORD, James; WALKER, Geoff; MOGSTAD, Martin. Joint Venture Governance Index: Calibrating the Strength of Governance in Joint Ventures. **Harvard School Forum on Corporate Governance.** Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/>. Acesso em: 16 ago. 2020.

BANSAL, Ashok Kumar. **Joint Ventures In Petroleum Sector.** Disponível para assinantes em: https://www.academia.edu/31753455/JOINT_VENTURES_IN_PETROLEUM_SECTOR. Acesso em: 20 ago. 2020.

BAPTISTA, Luiz Olavo. Uma introdução às “joint ventures”. **Revista de Direito Público**, n. 64, ano XV, out./dez. 1982.

_____. A “*joint venture*” – Uma Perspectiva Comparatista. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 42, abril./jun. 1981.

_____; DURAND-BARTHEZ, Pascal. **Les Associations d’Entreprises dans Le Commerce International.** Paris: FEDUCI, 1986.

BASSO, Maristela. **Joint ventures: manual prático das associações empresariais.** 3. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2002.

BAYNHAM Gerard. **Joint Venture Valuation: 4 Steps to Handling Hard-to-Value Contributions**. Disponível em:

<https://mail.google.com/mail/u/1/#inbox/WhctKJVzcMCLQgBQnWKbvPkzhKgFXrRhFBfNjtWJmPdwMGScxXZLqkSsvFvLDBbFWDsqTZL?projector=1&messagePartId=0.1>

Acesso em: 16 ago. 2020.

BNDES. Banco Nacional de Desenvolvimento. **Mercado de Refino de Petróleo no Brasil**. disponível em:

file:///C:/Users/rma/Downloads/PRArt214083_Mercado%20de%20petroleo%20no%20Brasil_compl_P_BD.pdf. Acesso em: 16 ago. 2020.

BODO, Flavio Luiz. **A Utilização de Deadlock Provisions como Alternativa na Solução de Impasses e Conflitos Societários**. Trabalho de Conclusão de Curso do Programa de Pós-Graduação Lato Sensu em Direito INSUPER – Instituto de Ensino e Pesquisa São Paulo/SP. 2017.

BRANDING, Tracy. **Silent But (Potentially) Deadly: The Power of the Status Quo in Joint Ventures**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/silent-but-potentially-deadly-the-power-of-the-status-quo-in-joint-ventures>. Acesso em: 02 set. 2020.

CARVALHO, Patrícia. Joint Venture: um olhar voltado para o futuro. **Revista de Direito Privado**, v. 2, n. 6, abr./jun. 2001.

CARVALHOSA, Modesto de S. Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017.

CHAGAS, Pedro. **Prevenção de conflitos societários e resolução de impasses - Pensando no “divórcio” antes do “casamento”**. Disponível em: <https://www.silveiro.com.br/wp-content/uploads/2019/01/Temas-do-Direito-Empresarial-2019-Silveiro-Advogados.pdf>. Acesso em: 02 set. 2020.

CHAKRAVARTI, Prasenjit; SHARMA, Sonakshi. **Resolving Deadlocks in Joint Ventures: How Effective are “Shoot-out” Mechanisms in India?** Disponível em:

<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=d215cbf9-7cd6-4917-a2e6-7fa073401493>. Acesso em: 01 set. 2020.

CHRISTENSEN, Philip. **Deadlock in Resources Joint Ventures**. AMPLA Yearbook, 1992.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 2007.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. São Paulo: Editora Forense, 1983.

Court of Appeals for the First District of Texas. No. 01-11-00073-CV. Petrobras America, Inc., PAI Trading general LLC, and PAI PRSI Trading Limited LLC, Appelants v. Astra Oil Trading NV, Astra GP, Inc., Astra Tradeco. LP LLC, and Pasadena Refinery Holding Partnership, Appelles. On appeal from the 129th District Court Harris County, Texas, Trial Court Case No. 1010-22326, j. em 29 de março de 2012.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **A study of Joint Ventures**: The challenging world of alliances. Disponível em:

https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fr/Documents/finance/Publications/Etude_Joint_Venture_juillet%202010.pdf Acesso em: 16 ago. 2020.

_____. **Joint venture and alternative structure transactions**: Getting them right from the start, p. 06. Disponível em:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-ma-joint-ventures-and-partnerships.pdf> Acesso em: 29 ago. 2020.

District Court of Harris County Texas, 129th Judicial District. Order Confirming Arbitration award and Final Judgment. No. 2010-22326. Astra Oil Trading NV, Astra GP, Inc., and Astra Tradeco, Petitioners v. Petrobras America Inc., PAI PRSI Trading

General LLC, and PAI PRSI Trading Limited LLC, Respondents, j. em 20 de dezembro de 2010.

*District Court for the Southern District of Texas, Houston Division. Memorandum and Order **Civil Action No. H-09-1274**. Astra Oil Trading NV, Astra GP, Inc., and Astra Tradeco, Plaintiffs v. Petrobras America Inc., PAI PRSI Trading General LLC, and PAI PRSI Trading Limited LLC, Defendants*, j. em 10 de março de 2010.

*District Court for the Southern District of Texas, Houston Division. Memorandum and recommendation on Defendant's motion for Summary Judgment. **Civil Action No. H-08-2072**. Transcor Astra Group S.A., Plaintiff v. Petroleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Defendant*, j. em 7 de fevereiro de 2012.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2015.

ERNST, David. **How to Build a Better Joint Venture Board: The Right Mission and Committees**. Disponível em: <https://www.waterstreetpartners.net/blog/how-to-build-a-better-joint-venture-board-the-right-mission-and-committees-water-street-partners>
Acesso em: 02 set. 2020.

ERNST & YOUNG. **Joint Ventures for Oil and Gas Megaprojects**. Disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/\\$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-joint-ventures-for-oil-and-gas-megaprojects/$File/ey-jointventures-for-oil-and-gas-megaprojects.pdf). Acesso em: 16 ago. 2020.

FANG, Xing. Disponível em: <http://www.hk-lawyer.org/content/unlocking-deadlock-mechanism>. Acesso em: 01 set. 2020.

FERNANDES, Daniela Pereira. **Taxa de desconto: saiba como avaliar seus investimentos melhor**. Disponível em: <https://www.treasy.com.br/blog/taxa-de-desconto/>. Acesso em: 02 set. 2020.

FIEPR. Federação das Indústrias do Estado do Paraná. **Cadeia Produtiva de Óleo e Gás**. Disponível em:

<http://www.fiepr.org.br/fomentoedesenvolvimento/cadeiasprodutivas/uploadAddress/petroleogas%5B19590%5D.pdf> Acesso em: 20 ago. 2020.

FISHER, Ruth E., ROSS, Benyamin S. **Recent Trends in Joint Venture Exit and Termination Provisions**. Disponível em: <https://www.gibsondunn.com/recent-trends-in-joint-venture-exit-and-termination-provisions/> Acesso em: 17 ago. 2020.

FISHER, Simon. Formation and Structure. In: DUNCAN, W.D. (Org.). **Joint Ventures Law in Australia**. 2. ed. Sidney: the Federation Press, 2005.

FORGIONI, P. **Os Fundamentos do Antitruste**. 2. ed. São Paulo: RT, 2004.

GLOVER, Stephen. Recent Trends in Joint Venture Governance. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/02/07/recent-trends-in-joint-venture-governance/>. Acesso em: 02 set. 2020.

GREASON, William; SEDOR, Sumantha. **Til deadlock do us part**. Disponível em: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=323976fe-9b75-401d-a63d-7f184cd7a655>. Acesso em: 01 set. 2020.

HAMILTON, Brian E. Cross-Border Joint Ventures: When They Are Useful and What to Watch Out For. **Bloomberg Law**. Disponível em: <https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/Hamilton-CrossBorderDealmaker.pdf> Acesso em: 31 ago. 2020.

HOGAN LOVELS. **Joint Ventures**: Issues and Analysis: Looking Forward to a Smooth Exit. Disponível em: <http://www.hlcomplexcontracting.com/jv-looking-forward-to-a-smooth-exit> Acesso em: 22 ago. 2020.

INSTITUTO INFORMATION MANAGEMENT. **Como implantar a Governança Corporativa em Joint Ventures**. Disponível em:

<https://docmanagement.com.br/11/11/2013/como-implantar-a-governanca-corporativa-em-joint-ventures/> Acesso em: 16 ago. 2020.

JASLOW, Peter; CIRCOST, Craig. **Closing conditions and termination rights in M&A transactions**. Disponível em:

<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=4c8cc8f2-7942-46aa-b936-8dd60e1719da> Acesso em: 20 ago. 2020.

KECK, Richard. Joint Venture Agreements. **Butterworths Journal of International banking and Financial Law**. Disponível em:

http://www.macmillankeck.pro/media/pdf/JIBFL_September_2011_Keck.pdf. Acesso em: 03 set. 2020.

KENTON, Will. **Conditions Precedent**. Disponível em:

<https://www.investopedia.com/terms/c/condition-precedent.asp>. Acesso em: 02 set. 2020.

KPMG. **Joint Venture Advisory Practice**, 2016. Disponível em:

<https://home.kpmg/content/dam/kpmg/id/pdf/2016/11/id-jvap-issue8-oct16-dispute-resolution-clauses-edit.pdf> Acesso em: 22 ago. 2020.

KWICINSKI, Joshua. **Contemplating the Inevitable: Structuring Exit Terms in JVs**. Disponível em:

<https://cdn2.hubspot.net/hubfs/697682/Contemplating%20the%20Inevitable%20Structuring%20Exit%20Terms%20in%20Joint%20Ventures.pdf> Acesso em: 22 ago. 2020.

_____; BAMFORD, Jim. **3 Ways to Structure Better Dispute Resolution in your Joint Venture**. Disponível em:

<https://www.waterstreetpartners.net/blog/3-ways-to-structure-better-dispute-resolution-in-your-joint-venture> Acesso em: 20 ago. 2020.

LANDEO, Claudia M.; SPIER, Kathryn E. "Shotguns and deadlocks". **Yale Journal on Regulation**, 2013. Disponível em:

https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30006306/Spier_753.pdf?sequence=1.

Acesso em: 22 jul. 2020.

LATHAM & WATKINS LLP. **Oil & Gas Portal**. U.S. Upstream Joint Ventures, p. 30. Disponível em:

https://www.lw.com/admin/Upload/Documents/OilAndGasMandA/Join%20Ventures/US_Upstream_Joint_Ventures.pdf. Acesso em: 02 set. 2020.

LEÃES, Luiz Gastão de Paes Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Editora Saraiva, 1980. 2004, v. 2.

LEW, J. D. M; STANBROK, C. (Org.). **International Trade: Law and Practice**. 2. ed. Londres: Euromoney Publications, 1990.

LEXIS NEXIS. **Oil and gas joint ventures - exit mechanisms and key issues**. Disponível em: <https://www.lexisnexis.co.uk/legal/guidance/oil-gas-joint-ventures-exit-mechanisms-key-issues>. Acesso em: 31 ago. 2020.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Sociedade anônima: textos e casos**. São Paulo: Forense, 1991.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas: comentários à lei**, v. III. São Paulo: Renovar, 2012.

MANNING, Bill. Some Practical Aspects of Resources Joint Ventures. In: DUNCAN, W.D. (Org.). **Joint Ventures Law in Australia**. 2.ed. Sidney: the Federation Press, 2005.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das sociedades anônimas: Lei no. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. São Paulo: Forense, 1977.

MEDITSCH, Mariana. **Deadlocks e os acordos pré-nupciais em joint ventures.** Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/198094/deadlocks-e-os-acordos-pre-nupciais-em-joint-ventures> Acesso em: 02 set. 2020.

MEISTER, Emily J. **Avoiding Corporate Deadlock.** Disponível em: <http://lawfirmcarolinas.com/blog/avoiding-corporate-deadlock/> Acesso em: 02 set. 2020.

MENDES JUNIOR. Judas Tadeu G. **Deadlock Provisions como Mecanismo de Resolução de Impasses Societários.** Disponível em: <https://mpsa.com.br/?area=noticias&c=53>. Acesso em: 02 set. 2020.

NERUSH, Anna. **International Joint Ventures: Oil & Gas.** Disponível em: https://www.haynesboone.com//media/files/attorneypublications/2019/nerush_practice_note_oil_and_gas.ashx?la=en&hash=C1780717EDE621318229E4F39B27056468A78F2A. Acesso em: 20 ago. 2020.

NEVES, Lara Britto de Almeida Domingues. **Controle acionário compartilhado e solução de impasses:** estudo de caso da Companhia Brasileira de Distribuição. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito dos Negócios Aplicado e Direito Tributário Aplicado) - FGV - Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2016.

O'ROURKE, Susan. **Corporate Developments: Joint-Venture Governance.** Disponível em: <http://www.austlii.edu.au/au/journals/AUMPLawAYbk/2005/11.pdf>. Acesso em: 02 set. 2020.

PATELLA, Laura Amaral. **Controle conjunto nas companhias brasileiras:** disciplina normativa e pressupostos teóricos. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

PEDREIRA, José Luis Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S/A–Pareceres, Parte III.** Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

QUINTANS, Luiz Cesar Pazos. **Direito do Petróleo** – Conteúdo Local: a evolução dos modelos de contrato e o conteúdo local nas atividades de E&P no Brasil. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2010.

REIS, Tiago. **Taxa de desconto**: entenda como funciona esse tipo de cálculo. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/taxa-de-desconto>. Acesso em: 02 set. 2020.

RIBEIRO, Marilda Rosado Sá. **Direito do Petróleo** – As Joint Ventures na Indústria do Petróleo. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

ROBERTS, Peter. **Joint Operating Agreements**: a practical guide. 2. ed. Londres: Global Law and Business, 2010.

SALLES FREIRE, José Luís. **Cláusulas de Earn-Out em Aquisições**. Capital Aberto Bimestral/Private Equity/Boletins/Edição 80, 01. Abr.2010. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/boletins/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/>. Acesso em: 02 set. 2020.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Editora Malheiros, 2011.

SCHERER, John Patrick. Deadlock Provisions in Equity Joint-Ventures. University of Cape Town. **Department of Commercial Law**, 18 fev. 2018.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**: teoria e prática. [S.l: s.n.], 2010.

Stockler Nunes Advogados, **O Earn-Out em Operações de M&A**. Disponível em: <http://sneadv.com.br/o-earn-out-em-operacoes-de-ma/>. Acesso em: 08. Ago. 2020

SWINNE, Tom; SCHOENMAEKERS, Ruben. **Conditions Precedent**: Necessary Deal Breakers. Disponível em: <https://www.eylaw.be/2019/09/12/conditions-precedent-necessary-deal-breakers/>. Acesso em: 02 set. 2020.

TAVERNE, Bernard. Petroleum, Industry and Governments: an introduction to petroleum regulation, economics and government policies. Londres: **Kluwer Law International Ltd.**, 1999.

TCU. Tribunal de Contas da União. **Acórdão nº 1839/2018**. Relator Ministro José Múcio Monteiro; j. em 08/08/2018.

_____. **Acórdão nº 1927/2014**. Processo nº TC 005.406/2013/7.

_____. **Acórdão nº 2005/2017**. Relator Ministro Benjamin Zymler; j. em 13/09/2017.

_____. **Acórdão nº 2284/2017**. Relator Ministro Vital do Rêgo; j. em 11/10/2017.

_____. **Acórdão nº 2619/2019**. Relator Ministro Benjamin Zymler; j. em 30/10/2019.

_____. **Acórdão nº 3052/2016**. Relator Ministro Benjamin Zymler; j. em 30/11/2016.

_____. **00540620137**, Relator: José Jorge, Data de Julgamento: 23/07/2014.

THOMPSON, Michael. **Why are Business Leaders so Averse to 50/50 Partnerships?** Here are 4 Key elements to Success. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/20140726073217-14371886-why-are-business-leaders-so-averse-to-50-50-partnerships-here-are-the-4-key-elements-to-success/>. Acesso em: 02 set. 2020.

TRINDADE, Raphael Rodrigo Correia Santos Rodrigues. **Regime diferenciado de contratações públicas - RDC**: aspectos gerais e características do objeto da licitação. Brasília: IDP/EDB, 2015. 49f. - Monografia (Especialização). Instituto Brasiliense de Direito Público.

WARD, Glen. **Practical Problems in Petroleum Joint Ventures**. Ampla Yearbook, 1998.

WATER STREET PARTNERS. **Why JV Governance Matters**. Disponível em: <https://cdn2.hubspot.net/hubfs/697682/Water-Street-Classics/pdf-version/jvx-issue-86-sep2015-jv-governance-matters-pdf0632.pdf> Acesso em: 16 ago. 2020.

WOLF, Ronald Charles. **Effective international joint venture management: practical legal insights for successful organization and implementation**. Armonk, New York: M.E Sharpe, 2002.