

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

FERNANDA REDA FENGA VIANA KLAMAS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA DA PETROBRAS
ANÁLISE DO CASO DE PASADENA À LUZ DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

**SÃO PAULO
2021**

FERNANDA REDA FENGA VIANA KLAMAS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA DA PETROBRAS
ANÁLISE DO CASO DE PASADENA À LUZ DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

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.

Orientador: Prof. Dr. Mario Engler Pinto
Júnior

**SÃO PAULO
2021**

Klamas, Fernanda Reda Fenga Viana.

Governança corporativa da petrobras análise do caso de Pasadena à luz das práticas de governança corporativa / Fernanda Reda Fenga Viana Klamas. - 2021.

155 f.

Orientador: Mario Engler Pinto Junior.

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

1. Governança corporativa - Brasil. 2. PETROBRAS. 3. Corrupção administrativa. 4. Direito empresarial. I. Pinto Junior, Mario Engler. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 347.72

FERNANDA REDA FENGA VIANA KLAMAS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA DA PETROBRAS
ANÁLISE DO CASO DE PASADENA À LUZ DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

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.

Data de aprovação: ____/____/____

Banca examinadora:

Prof. Dr. Mario Engler Pinto Júnior
(Orientador)
FGV Direito SP

Prof. Mariana Souza Pargendler
FGV Direito SP

Prof. André Antunes Soares de Camargo
INSPER

Prof. Richard Blanchet
Professor convidado

AGRADECIMENTOS

Que sorte voltar à sala de aula nesse momento singular da minha vida. Parabenizo a FGV Direito SP, pelo pioneirismo e qualidade do mestrado profissional. Agradeço a todos os colaboradores dessa instituição, que trabalham incansavelmente para concretização desse projeto, professores, assistentes, coordenadores, secretárias, copeiras, faxineiras, recepcionistas e seguranças. Difícil incluir o nome de todos os professores que tive a oportunidade de trocar ideias e experiências, obrigada pelo brilhantismo e pela sofisticação. Nas pessoas de Mariana Pargendler, Luciana Dias, Wanderley Fernandes e Emerson Fabiani, que participaram do projeto ainda que em uma fase inicial, muito obrigada. Meu especial agradecimento ao Mario Engler, meu orientador, pelo apoio incondicional, generosidade, paciência e auxílio na definição dos contornos do projeto, escopo e resultado pretendido.

Aos meus colegas de sala de aula, agradeço pelo convívio e pelos ricos diálogos. Tive o privilégio de encontrar amigos antigos e de fazer novos que, certamente, permanecerão na minha vida. Cada página desse trabalho reflete o meu crescimento contribuído pela dedicação e inteligência de todos vocês. À Milena Coimbra Mazzini, minha amiga de infância e irmã de coração, meu profundo agradecimento pelas contribuições e coautoria nesse projeto; que enorme prazer foi dividir contigo esse desafio.

Agradeço, também, a todos os profissionais e empresas que compartilharam comigo os últimos 23 anos da minha vida profissional. À PwC e seus colaboradores, que construíram os pilares da minha experiência profissional. Ao Tadeu Carneiro, que sempre acreditou no meu potencial e criou as oportunidades para meu crescimento. Sou eternamente grata. Tenho uma enorme satisfação em compartilhar esse trabalho com você. Obrigada por estar ao meu lado em todos os momentos nesses últimos 12 anos e pela relação de amizade rara que construímos ao longo dessa jornada.

Aos meus pais, Cláudia e João (*in memoriam*), que trabalharam incansavelmente para dar todas as oportunidades e formações necessárias para uma base sólida de valores e princípios, obrigada. Não teria chegado até aqui sem o constante e incondicional apoio de vocês. Aos meus irmãos Daniel e Roberta, que me proporcionam um balanço emocional e dividem comigo todas as aflições, dificuldades, vitórias e sucessos. Sempre serei grata.

Agradeço e dedico esse trabalho ao meu amor e companheiro de vida, André, que há 20 anos permanece incondicionalmente ao meu lado, me ensina diariamente e me faz ser uma pessoa melhor sempre. Obrigada pelo apoio, por ler esse trabalho como se fosse seu. Às minhas queridas filhas, Gabi e Carol, que são minha verdadeira missão e razão de existência, obrigada pela paciência, pelos finais de semanas e noites roubados para a concretização desse projeto. Espero que vocês gostem e fiquem orgulhosas com o resultado. Não consigo expressar, em palavras, o que vocês representam na minha vida; estaremos juntos em todas as aventuras que ainda estão por vir.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo principal analisar as práticas de governança corporativa adotadas pela Petróleo Brasileiro S.A (Petrobras), no âmbito do caso concreto da aquisição da refinaria de Pasadena, apresentando uma reflexão sobre os fatores relevantes que culminaram na sua falha. O estudo traz, ainda, as alterações implementadas pela Petrobras ao longo dos anos, como passo para identificar se são capazes de evitar ou identificar casos semelhantes. O estudo avalia a efetividade das práticas de governança corporativa, dando ênfase aos desafios que as organizações encontram em sua implementação. Por fim, tomando como base o contorno do caso concreto, a presente pesquisa faz uma proposição de recomendações e alertas que podem ser adotados pelas empresas, para mitigar riscos de falha no sistema de governança.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Petrobras. Pasadena. Melhores práticas. Fraude. Corrupção.

ABSTRACT

This study has as main objective to analyze the corporate governance practices adopted by Petróleo Brasileiro S.A (Petrobras), within the specific case of the acquisition of the Pasadena refinery, presenting a reflection on the relevant factors that culminated in its failure. The study also shows the changes implemented by Petrobras over the years, as a step to identify whether they are able to prevent or identify similar cases. The study assesses the effectiveness of corporate governance practices, emphasizing the challenges that organizations encounter in their implementation. Finally, based on the outline of the specific case, this research proposes recommendations and alerts that can be adopted by companies, to mitigate risks of failure in the governance system.

Keywords: Corporate Governance. Petrobras. Pasadena. Best practices. Fraud. Corruption.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
AGE	Assembleia Geral Extraordinária
ANP	Agência Nacional do Petróleo
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CA	Conselho de Administração
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CCO	Centro de Controle Operacional
CEMIG	Companhia Energética de Minas Gerais
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CF	Constituição Federal
CGPAR	Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União
CGU	Controladoria Geral da União
COSO	<i>Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission</i>
CP	Código Penal
CPMI	Comissão Parlamentar Mista de Inquérito
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DE	Diretoria Executiva
DGRC	Diretoria de Governança, Risco e Conformidade
DINTER	Diretoria Internacional da Petrobrás
DIP	Documento Interno da Petrobrás
DIP's	Documentos Internos da Petrobrás
DOJ	Departamento de Justiça Americano
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
EVTE	Estudo de Viabilidade Técnica e Econômica
FCPA	<i>Foreign Corrupt Practices Act</i>
GT	Grupo Técnico
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IG	Indicador de Governança
IGC	Índice de Governança Corporativa Diferenciada

INTER-DN	Gerência Executiva de Desenvolvimento dos Negócios
KLP	Maior Fundo de Pensão da Noruega
LOI	<i>Letter of Intent</i>
LSA	Lei das Sociedades Anônimas
MP	Ministério Público
MPF	Ministério Público Federal
NYSE	Bolsa de Nova York
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PAI	Petrobrás <i>America Incorporated</i>
Petrobras	Petróleo Brasileiro S.A.
PFE	Procuradoria Federal Especializada
PRSI	Pasadena <i>Refining System Inc</i>
PRST	Petrobras <i>Trading Company</i>
PwC	<i>PricewaterhouseCoopers</i>
RVGT	Relatório de visita à refinaria da ASTRA em Pasadena, TX, EUA
SEC	<i>US Securities and Exchange Commission</i>
SEMs	Sociedades de Economia Mista
S&P	<i>Standard & Poor's Rating Services</i>
SEP	Superintendência de Relações com Empresas
SEST	Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais
SFC/DIENE	Coordenação-Geral de Auditoria das Áreas de Minas e Energia
SHA	<i>Shareholders Agreement</i>
SMS	Segurança, Meio Ambiente e Saúde
SOEs	Sociedades de Economia Mista
SOX	<i>Sarbanes-Oxley SRF</i>
SPS	Superintendência de Processos Sancionadores
STF	Supremo Tribunal Federal
TC	Tribunal de Contas
TCEs	Tomadas de Contas Especiais
TCU	Tribunal de Contas da União
VPL	Valor Presente Líquido

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Acórdãos do TCU.....	20
Quadro 2	Processos referentes aos Acórdãos do TCU.....	21
Quadro 3	Composição do Conselho de Administração de 2006 a 2012..	36
Quadro 4	Composição da Diretoria Executiva de 2006 a 2012.....	41
Quadro 5	Comitê de Auditoria.....	42
Quadro 6	Acusações e condenação dos membros da administração da Petrobras.....	59
Quadro 7	Membros do Conselho de Administração da Petrobras: 2004-2009.....	106

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Acordo extrajudicial aprovado pelo Conselho de Administração da Petrobras.....	32
Tabela 2 -	Memória de cálculo utilizado pela equipe de auditoria da CGU.....	51
Tabela 3 -	Prejuízo aquisição da Refinaria Pasadena.....	53
Tabela 4 -	Valores pagos aos auditores, pelos serviços de auditoria dos controles externos.....	120
Tabela 5 -	Honorários pagos em serviços de auditoria específicos para controles internos.....	122

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Estrutura de Governança da Petrobras – 2006 a 2014.....	35
Figura 2 -	Estrutura de Governança da Petrobras – 2020.....	129

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO.....	14
1	RELATO DO CASO.....	24
1.1	Aquisição de Pasadena.....	24
1.2	Estrutura de Governança Corporativa durante a aquisição de Pasadena e principais falhas identificadas.....	33
1.2.1	Conselho de Administração.....	35
1.2.2	Diretoria Executiva.....	38
1.2.3	Conselho Fiscal.....	41
1.2.4	Comitê de Auditoria.....	41
1.2.5	Comitê de Negócios e Comitês de Assessoramento.....	42
1.2.6	Ouvidoria Geral.....	44
1.2.7	Auditoria Externa e Interna.....	45
1.3	Análise do Caso pelos Órgãos Externos.....	45
1.3.1	Auditoria Especial da Controladoria Geral da União.....	45
1.3.2	Considerações do Tribunal de Contas da União.....	53
1.3.3	Abordagem da Comissão de Valores Mobiliários.....	61
1.4	Resumo do Relatório da Comissão Interna de Apuração da Petrobras.....	70
2	REFERENCIAL TEÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	74
2.1	Conceito.....	74
2.2	Princípios.....	77
2.3	Origem da Governança Corporativa e Relevância.....	79
2.4	Governança Corporativa nas Empresas Estatais.....	86
2.5	Lei das Estatais.....	94
3	ANÁLISE DO CASO CONCRETO.....	97
3.1	Introdução.....	97
3.2	Conselho de Administração.....	99
3.2.1	Descumprimento das regras de Governança.....	99
3.2.1.1	Primeira Fase.....	99
3.1.1.2	Segunda Fase.....	106

3.2.2	Composição do Órgão.....	106
3.2.3	Ausência de Avaliação e Treinamentos Obrigatórios.....	108
3.2.4	Ausência de Comitês Efetivos de Assessoramento.....	110
3.3	Diretoria Executiva	108
3.3.1	Descumprimento das Regras de Governança.....	110
3.3.1.1	Primeira Fase.....	113
3.3.1.2	Segunda Fase.....	115
3.4	Órgãos Internos de Fiscalização	118
3.5	Controles Internos	120
3.6	Programas Interligados (Integridade/Conformidade e Gestão de Riscos Corporativos)	123
3.7	Evolução da Estrutura de Governança Corporativa da Petrobras	127
3.7.1	Análise da Efetividade das Mudanças Implementadas.....	133
4	RECOMENDAÇÕES E ALERTAS	137
5	CONCLUSÃO	141
	BIBLIOGRAFIA	144

INTRODUÇÃO

Escopo do Trabalho e Justificativa

Os episódios de corrupção no Brasil envolvendo empresas listadas em bolsa¹, que, em teoria, adotavam altos padrões de Governança Corporativa, levam-nos a questionar a eficácia desse sistema como mecanismo de mitigação de práticas fraudulentas. Esses escândalos geram diversos impactos para as empresas envolvidas, seus administradores, acionistas e demais partes interessadas, como será demonstrado nesse trabalho. Assim como ocorreu com a Sarbanes Oxley Act de 2002 (SOX) nos Estados Unidos², que teve sua publicação motivada por escândalos financeiros corporativos, dentre eles o da Enron, o caso de Pasadena e todos os outros de corrupção envolvendo empresas de capital aberto trouxeram para discussão a questão relativa à efetividade das regras e dos mecanismos de Governança Corporativa.

O caso do Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) é paradigmático na medida em que a Petrobras era tida como exemplo e modelo internacional de práticas de Governança Corporativa sólidas³. O *Standard & Poor's Rating Services* (S&P)

¹ Como exemplo: Braskem, JBS, BRF, Camargo Corrêa e Alstom.

² Lei Sarbanes-Oxley. A SOX foi assinada nos EUA no dia 30 de julho de 2002, por George Arbusto, presidente do Congresso dos Estados Unidos. Foi originada de projetos de lei elaborados pelo senador americano Paul Sarbanes e pelo deputado federal Michael Oxley. A SOX amplia a responsabilidade dos executivos, aumenta a transparência, assegura mais independência ao trabalho dos auditores, introduz novas regras aos trabalhos desses profissionais e reduz os conflitos de interesse. A legislação prevê uma ampla responsabilização para todos envolvidos na organização, desde o presidente e a diretoria da empresa, até as firmas de auditoria e os advogados contratados. SOX estabelece severas exigências quanto à análise e divulgação das informações financeiras das companhias abertas, exigindo, um aprimoramento dos controles internos. No Brasil, as normas de governança e a legislação societária foram sendo desenvolvidas e aprimoradas com o mesmo objetivo da SOX. As regras de responsabilidade ao administrador, de proteção aos acionistas minoritários, de divulgação, transparência, de exigência mínima de composição da administração e de membros independentes, de obrigatoriedade na implementação de órgãos de fiscalização e controle são exemplos.

³ Nesse sentido: WORLD BANK GROUP. **Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit**, 2014. Disponível em:

file:///Users/fernanda/Documents/Mestrado%20FGV/Projeto%20Pesquisa/Material%20leitura/913470_PUB097810B00PUBLIC00100602014.pdf Acesso em: 20 nov. 2019.

MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. **Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform**, 2017. SSRN – id2942193. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1907&context=cilj>. Acesso em: 20 nov. 2019.

publicou um relatório, em 13 de maio de 2013, avaliando o sistema de governança de 310 empresas não financeiras na América Latina. Somente 8 (oito) empresas foram classificadas como tendo um sistema “forte” de governança, sendo a Petrobras uma delas⁴. A aquisição, em 2005, da Refinaria de Pasadena, uma refinaria de petróleo no Texas - Estados Unidos, pela Petrobras ganhou repercussão e holofotes não só por ter sido destaque na Operação Lava Jato, mas também por revelar deficiências importantes nas práticas de Governança Corporativa adotadas pela Petrobras. O caso de Pasadena comprova que a implementação das principais práticas de Governança Corporativa sem uma aderência da administração e sem uma mudança cultural e comportamental, não contribui para evitar decisões contrárias aos interesses da própria empresa, tampouco para evitar casos de fraude e corrupção.

Os órgãos externos de controle concluíram que a aquisição de Pasadena acarretou perdas para a Petrobras e consideraram como principal causa os atos de gestão praticados por seus dirigentes e funcionários⁵. A Controladoria Geral da União (CGU) estimou um prejuízo total no valor de USD 659 milhões e o Tribunal de Contas da União (TCU) na ordem de USD 580 milhões. Apesar da dificuldade em se apurar o valor exato do prejuízo decorrente⁶ e até mesmo da defesa de alguns especialistas nesse mercado quanto à inexistência de prejuízo⁷, o estudo de caso demonstra que houve um sobrepreço pago em virtude da má gestão e governança desse projeto. O envio pela Diretoria Internacional de uma *Letter of Intent* (LOI), sem a ressalva quanto à sua não vinculação, colocou a empresa em uma posição frágil

⁴ Divulgado pela Petrobras. S&P. **Standard & Poor's Rating Services**. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf09834f54608b7fa17d60b2de47d/comunicadosaomercadocentraldownloads/b4357c313854a1dfaec35a421e57cddb9a33f822bd4ad12663daf30761b8c6b8/Petrobras_among_the_best_according_to_standard_po.pdf Acesso em: 20 nov. 2019.

⁵ Relatório Final de Auditoria Especial 201407539 da CGU de dezembro de 2014, página 132 item 1.1.1.6. Relatório final da CVM, emitido por ocasião da conclusão da fase de instrução do IA CVM 01/14 itens 179 e 209, concluindo que os administradores atuaram com não observância do dever de diligência.

⁶ Não foi objeto desse trabalho a avaliação financeira do negócio e a análise dos eventuais prejuízos dela decorrente.

⁷ Conforme entrevista concedida pelo Paulo César Ribeiro Lima, PhD em engenharia mecânica pela Cranfield University, ex- consultor legislativo do Senado Federal e da Câmara de Deputados à revista Carta Capital. FUP. Federação Única dos Petroleiros. **TCU errou ao identificar prejuízo em transação da Petrobras em Pasadena**, 2019. Disponível em: <https://www.fup.org.br/ultimas-noticias/item/23671-erro-do-tcu-identificou-prejuizo-em-transacao-da-Petrobras-em-pasadena> Acesso em: 20 nov. 2019.

de negociação e culminou a aquisição de participação acionária adicional, em um momento em que o Conselho ainda não estava preparado para decidir sobre essa aquisição. Como desfecho, a Petrobras desembolsou, no mínimo, USD 1.179,5 milhões⁸ de dólares norte-americanos para aquisição da Refinaria de Pasadena durante os anos de 2005 a 2012, que em 2019, foi vendida pelo valor de USD 467 milhões⁹. O valor desembolsado pela Petrobras para a aquisição de Pasadena contemplou um bônus de USD 20 milhões¹⁰ que foi pago a alguns funcionários e administradores em desacordo com os princípios de integridade e regras de governança da Petrobras.

O caso de Pasadena teve destaque e atenção específica por ter sido citado no âmbito de uma operação maior de corrupção, a Lava Jato. A Petrobras reconheceu em suas demonstrações financeiras, como perda, o valor aproximado de USD 6 bilhões¹¹ referente a pagamentos associados à Lava Jato¹². Não obstante, os valores dos prejuízos incorridos não podem ser estimados nem pela própria empresa frente à incerteza dos desdobramentos do seu envolvimento na Lava Jato e às diversas ações coletivas de investidores de que é parte¹³.

⁸ Composição dos valores: somatório do valor pago para aquisição de 50% da PRSI e PRST, em 2005, no valor de USD 189 milhões e 170 milhões, respectivamente e USD 820.5 milhões, em 2012, referente à aquisição dos 50% restantes das empresas pertencentes ao grupo Pasadena (PRSI e PRST), conforme acordo celebrado no âmbito de um processo arbitral.

⁹ Conforme Fato Relevante divulgado no site da Petrobras. (PETROBRAS. **Petrobras anuncia a conclusão da venda da refinaria de Pasadena**, 01 mai. 2019. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/33e4ce719ddbd0dff07dc54b9eb595c7ae9dac05e3da0fd88913f9df5b8f2c03/petrobras_anuncia_a_conclusao_da_venda_da_refinari.pdf. Acesso em: 02 jun. 2020).

¹⁰ De acordo com as delações premiadas e a Comissão Interna de Apuração da Petrobras.

¹¹ Valor estimado de acordo com informações prestadas pela Petrobras em suas Demonstrações Financeiras de 2018 (páginas 16 e 17). O total é composto pelo somatório de: a) R\$ 6.194 milhões, referente a baixa de valores capitalizados que foram superfaturados e b) R\$ 3.536 milhões, referente a gastos para encerrar a investigação da Lava Jato pela DOJ e SEC e para firmar Acordo de Assunção de Compromisso com a MPF no âmbito da Lava Jato. Desse valor, deduz-se R\$ 3.277 milhões, relacionados a ressarcimento de prejuízos decorrentes da Lava Jato recebidos pela Petrobras através de acordos de colaboração e leniência firmados com pessoas físicas e jurídicas. Importante ressaltar que esse prejuízo decorre de todos os atos de corrupção praticados no âmbito da operação Lava Jato e não na aquisição de Pasadena. Esse valor não inclui os gastos com as ações coletivas descritas na nota de rodapé 13.

¹² O trabalho não teve como objetivo estudar os casos da Lava Jato e suas repercussões. Os valores informados são apenas exemplificativos para comprovar a importância da adoção de regras efetivas de governança e de uma cultura de ética e transparência.

¹³ Desde 2015, a Petrobras enfrenta diversas ações coletivas que almejam a reparação de supostos danos sofridos pelos adquirentes de valores mobiliários, que alegam que a Petrobras divulgou informações materialmente imprecisas e inverídicas que foram capazes de induzir os investidores a

O presente estudo aponta os fatores relevantes que culminaram na falha do modelo de Governança Corporativa da Petrobras e avalia as alterações promovidas ao longo dos anos. Como veremos, a estrutura de Governança Corporativa da Petrobras foi modificada com a adoção das principais práticas e recomendações existente no mercado. Entretanto, a sua efetividade está ligada à capacidade de a organização de manter uma cultura de governança, de integridade, de adesão às regras, políticas e procedimentos. O trabalho demonstra, ao longo da narrativa, que as regras e diretrizes (aspecto normativo); bem como, a adesão (aspecto comportamental), caminham juntos e são importantes para minimizar os riscos de atos contrários aos interesses das organizações.

O estudo demonstra ainda que a Governança Corporativa deve ser implementada e pensada sob uma perspectiva interdisciplinar, envolvendo conceitos relacionados à área do direito, da contabilidade, da economia e da administração. Corrobora a afirmação de que a implementação de um programa de Governança Corporativa tem impacto real e financeiro para as organizações; é uma solução para situações de crises internas e externas às sociedades¹⁴ e diminui o risco de atos fraudulentos.

erro, dentre essas informações, a eficácia dos controles internos e do programa de integridade. Nos Estados Unidos, em 2017, a Petrobras fez um acordo para encerrar as ações coletivas que culminou no pagamento de uma indenização no valor de USD 2.950 milhões. Na Holanda, a Stichting Petrobras Compensation Foudation ajuizou uma ação coletiva, ainda em andamento. A Petrobras ainda é parte em diversos processos de arbitragem impetrados por investidores brasileiros e estrangeiros na Câmara de Arbitragem do Mercado vinculada a B3 e na Argentina (proposto por Consumidores Financeros Asociación Civil no Tribunal Arbitral da Bolsa de Valores de Buenos Aires). Ainda em 2019, a Petrobras celebrou, com o MPF, Acordo de Assunção de Compromissos, corolário da celebração de acordos (Non-prosectuion Agreement e Cease-and-Desist) com as autoridades norte-americanas (DOJ e SEC), que consentiram em pagar 80% do valor previsto da multa para as autoridades brasileiras (valor a ser pago para autoridades brasileiras de USD 682 milhões). De acordo com o Acordo de Assunção e Compromisso, 50% do valor depositado pela Petrobras poderia ser usado para pagamento de eventuais condenações ou acordos firmados com acionistas que ajuizaram ação de reparação até outubro de 2018. Entretanto, em setembro de 2019, o STF declarou a nulidade absoluta do acordo por entender que a Procuradoria da República do Paraná não tinha legitimidade para firmá-lo. O STF ainda considerou ilegal a previsão de reserva de metade do valor depositado pela Petrobras para eventuais pagamentos a acionistas minoritários da própria empresa. Após a participação da União e a reformulação da destinação dos recursos, o mesmo foi homologado pelo STF.

¹⁴ O trabalho da Professora Mariana Pargendler “*The Corporate Governance Obsession*” de 2016 retrata e fundamenta a importância do tema e demonstra como a Governança Corporativa tornou-se a principal preocupação dos tempos atuais. (PARGENDLER, Mariana. **The Corporate Governance Obsession**, set. 2014. Disponível em: <file:///Users/fernanda/Downloads/SSRN-id2491088.pdf> Acesso em: 18 jun. 2018).

Ao final, o trabalho apresenta recomendações e orientações de condutas que podem ser adotadas para coibir falhas de natureza semelhantes. Essas recomendações terão como base o caso concreto, as melhores práticas de governança, as regras positivadas e a experiência da autora¹⁵ de mais de 20 anos atuando nas diversas áreas de Governança Corporativa.

Opções Metodológicas

A metodologia usada para o desenvolvimento do trabalho foi o “estudo de caso” em formato de pesquisa coletiva proposto pela coordenação do Mestrado Profissional. O caso escolhido foi o da aquisição de Pasadena pela Petrobras. O projeto coletivo foi realizado pela autora dessa dissertação e pela aluna Milena Coimbra Mazzini que avaliou, nessa mesma operação, a responsabilidade dos administradores. O relato do caso (capítulo 1) desse trabalho é de autoria coletiva.

A abordagem integrou aspectos estratégicos e jurídicos, dando ênfase a questões contextualizadas. As opiniões e recomendações manifestadas nesse trabalho têm como base não apenas o plano teórico-abstrato, mas também a situação identificada e descrita no caso concreto. O trabalho não se limitou à emissão de juízos de legalidade, teve como ênfase um juízo multidisciplinar, juridicamente embasado, dentro do contexto complexo de uma organização como a Petrobras.

¹⁵ A pesquisadora é advogada desde 2000. Trabalhou 9 anos com consultoria tributária e auditoria na *PricewaterhouseCoopers* (1998-2007). Nesse período, além da atuação em reestruturações societárias e planejamento tributário, apoiou a auditoria em diversos projetos de implementação e de certificação de controles internos de acordo com SOX e com as recomendações do COSO. Essa experiência conferiu a pesquisadora familiaridade em questões econômicas, financeiras e contábeis (em especial para esse trabalho, experiência em controles internos e governança). Na Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração (1997-2016) a pesquisadora implementou e geriu o departamento jurídico. Implementou regras de governança e atuou secretariando os principais órgãos da administração. Estruturou e geriu o programa anticorrupção da empresa com a implementação de canal de denúncia, códigos, políticas, procedimentos, treinamento, *due diligence* de terceiros, regras de conflito de interesse e investigações. Ainda nessa empresa, implementou um departamento de gestão de riscos corporativo com a construção de um mapa de riscos para alinhamento da alta administração. A atuação da pesquisadora nesse período foi intensa na implementação de regras de Governança Corporativa. No último ano teve a oportunidade de trabalhar com o departamento jurídico e de *compliance* de uma empresa de capital aberto, o que conferiu a pesquisadora um maior contato com as regras de governança da CVM e da B3. Academicamente, a pesquisadora ao longo de sua carreira se especializou em direito tributário e direito societário. Fez diversos cursos em Governança Corporativa, gestão de riscos corporativos e *compliance*.

O trabalho teve como objetivo principal a avaliação crítica do modelo de governança da Petrobras usando o caso de Pasadena como base, destacando suas modificações ao longo dos anos. O modelo adotado pela Petrobras foi comparado ao referencial teórico normativo e de boas práticas de governança para que, ao final, fossem apontadas as eventuais falhas existentes. Importante esclarecer que esse estudo não teve como objetivo criticar teorias ou correntes doutrinárias existentes.

Em virtude do caso de Pasadena já ter sido objeto de análise da CGU, TCU e do Ministério Público (MP) diversas informações e documentos relevantes da operação tornaram-se públicos. O relato do caso foi baseado nas informações identificadas nos documentos analisados e, como não tivemos acesso a alguns documentos e estudos originais, não podemos descartar um risco de incompletude na apreensão dos fatos ou até mesmo de uma certa parcialidade no julgamento e conclusões. O relato do caso e da estrutura de governança da Petrobras foram elaborados com base nas informações extraídas dos documentos, listados a seguir:

- a) Formulários de Referências publicados pela Petrobras de 2006 a 2019;
- b) Formulários 20F publicados pela Petrobras de 2006 a 2019;
- c) Demonstrações Financeiras publicadas pela Petrobras nos anos de 2006 a 2019 (anexas ao Formulário 20F);
- d) Relatório final emitido pela CGU no âmbito da auditoria especial nº 201407539 em dezembro de 2014;
- e) Relatório final da Comissão Parlamentar Mista de Inquérito de dezembro de 2014;
- f) Estatuto Social da Petrobras dos anos de 2006, 2007, 2008, 2013 a 2020¹⁶;
- g) Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado publicados no site da Petrobras;
- h) Carta Anual de Políticas Públicas e de Governança Corporativa – 2017;

¹⁶ Até o final do trabalho não tivemos acesso à cópia integral dos Estatutos de todos os anos analisados. O estudo foi baseado pelas Atas de Assembleia publicadas no site da CVM. A maior parte delas consolidou o Estatuto Social; entretanto, em alguns anos, tivemos acesso apenas às alterações.

- i) Diretrizes de Governança Corporativa da Petrobras aprovada no Conselho de Administração de 29 de maio de 2019;
- j) Acórdãos do TCU listados a seguir¹⁷:

Quadro 1 - Acórdãos do TCU

ACORDÃO	RELATOR
Acórdão 1099/2019 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 0899/2019 – Plenário	Benjamin Zymler
Acórdão 2884/2018 – Plenário	Augusto Sherman
Acórdão 2474/2018 – Plenário	Augusto Sherman
Acórdão 2469/2018 – Plenário	Augusto Sherman
Acórdão 0600/2018 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 0387/2018 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 0217/2018 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 2284/2017 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 1881/2017 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 0441/2017 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 0440/2017 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 1720/2016 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 0425/2016 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 1101/2015 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 0746/2015 – Plenário	José Mucio Monteiro
Acórdão 0562/2015 – Plenário	Vital do Rêgo
Acórdão 0224/2015 – Plenário	José Jorge
Acórdão 3591/2014 – Plenário	Augusto Sherman
Acórdão 3590/2014 – Plenário	Augusto Sherman
Acórdão 1927/2014 – Plenário	José Jorge
Acórdão 2376/2013 – Plenário	José Jorge
Acórdão 1332/2013 – Plenário	José Jorge

Fonte: autora

¹⁷ Importante ressaltar que a discussão e avaliação da operação de aquisição da refinaria de Pasadena ainda não está encerrada no TCU. Existem apurações e julgamentos pendentes. Não fez parte do escopo desse trabalho apurar e opinar sobre os julgamentos, a análise dos acórdãos foi feita para compreensão da transação. Os acórdãos foram selecionados em pesquisa no site do TCU atualizada até 25 de fevereiro de 2020. Utilizou-se o termo Pasadena para identificar e selecionar os acórdãos. Dessa pesquisa resultaram 116 acórdãos que numa análise preliminar resultaram em 23 relacionados ao caso objeto desse trabalho, 15 que poderiam ter relação e 78 foram descartados por não tratarem da aquisição de Pasadena.

Os processos referentes aos Acórdãos, objeto da pesquisa, são os seguintes:

Quadro 2 - Processos referentes aos Acórdãos do TCU

PROCESSO	ACÓRDÃOS	RESUMO	ANDAMENTO
004.555/2015-5	Acórdão 0746/2015	Solicitação de informações pelo Congresso Nacional	Concluído
005.259/2015-0	Acórdão 0440/2017	Tomada de Contas Especial – suposto <i>waiver</i> em relação a valores que deveriam ser abatidos do preço no <i>closing</i> da Operação.	Em andamento
005.261/2015-5	Acórdão 1099/2019 Acórdão 0899/2019 Acórdão 1881/2017	Tomada de Contas Especial – assinatura da Carta de Intenções e descumprimento do laudo arbitral.	Em andamento
005.406/2013-7	Acórdão 2469/2018 Acórdão 0387/2018 Acórdão 0441/2017 Acórdão 1720/2016 Acórdão 0425/2016 Acórdão 1101/2015 Acórdão 0562/2015 Acórdão 0224/2015 Acórdão 1927/2014	Representação contra a Operação – processo de origem no TCU, posteriormente convertido nas TCEs.	Concluído (discussão segue nas Tomadas de Conta Especial)
007.595/2013-1	Acórdão 1332/2013	Solicitação de informações pelo Congresso Nacional	Concluído
019.916/2013-2	Acórdão 2376/2013	Solicitação de informações pelo Congresso Nacional	Concluído
025.551/2014-0	Acórdão 2884/2018	Tomada de Contas	Em andamento

	Acórdão 2474/2018 Acórdão 0600/2018 Acórdão 0217/2018 Acórdão 2284/2017	Especial – suposto estabelecimento do preço da Operação em desfavor à Petrobras e sem respaldo técnico, além da apuração dos termos contratuais negociados.	
031.501/2014-1	Acórdão 3590/2014	Solicitação de informações pelo Congresso Nacional	Concluído
031.543/2014-6	Acórdão 3591/2014	Solicitação de informações pelo Congresso Nacional	Concluído

Fonte: autora

k) Processos Sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Inquérito Administrativo CVM nº 14/2014

Processo Administrativo Sancionador 4876

Não foram objeto de análise por não terem sido disponibilizados até o final desse trabalho: (i) cópia integral dos documentos internos que aprovaram a operação (chamados pela Petrobras de Documentos Internos da Petrobras - DIPs); (ii) cópia integral dos relatórios das consultorias contratadas para avaliar a operação; bem como (iii) as atas de aprovação da operação no conselho de administração e na diretoria. As informações que foram usadas para elaboração desse trabalho foram extraídas, exclusivamente, dos documentos analisados.

Estrutura da Dissertação

A dissertação está organizada em cinco capítulos. O capítulo 1 apresenta um breve relato dos fatos envolvendo a aquisição e venda da refinaria de Pasadena sob uma perspectiva histórica. Descreve a estrutura de governança adotada pela

Petrobras, quando da aquisição de Pasadena e aponta eventuais fragilidades identificadas no sistema de governança relacionadas, exclusivamente, ao processo de aprovação e aquisição de Pasadena. Nesse capítulo, será apresentado um resumo da análise da operação pelos órgãos de controle externos com um resumo das responsabilizações dos administradores até fevereiro de 2020. O primeiro capítulo foi produzido em coautoria com Milena Coimbra Mazzini. Tem como principal objetivo relatar o caso e apontar os temas relevantes que serão explorados individualmente pelas mestrandas.

O capítulo 2 apresenta um breve retrato do referencial teórico normativo e de boas práticas de Governança Corporativa, incluindo uma análise dos desafios de governança enfrentados pelas Empresas Estatais e uma introdução à Lei das Estatais. O objetivo é contextualizar a relevância do tema a as tendências da governança nos dias atuais, introduzindo conceitos que serão utilizados na análise do caso concreto.

A análise do caso concreto é abordada no capítulo 3. Pretende-se demonstrar, apontar e identificar os aspectos relevantes do caso concreto cruciais para a falha das práticas de governança corporativa adotadas pela Petrobras quando da aquisição de Pasadena. O trabalho não abordará e não fará qualquer análise quanto a responsabilidade dos administradores, posto que esse tema será desenvolvido e abordado em trabalho apartado, elaborado pela aluna Milena Coimbra Mazzini.

O capítulo 4 apresenta, a partir da análise do contexto prático decisório de Pasadena, condutas e ações que podem ser observadas pelos acionistas e pelos administradores, em situações similares, capazes de mitigar os riscos de falha do sistema de governança corporativa. Por fim, o capítulo 5 apresenta a conclusão do do estudo de caso de Pasadena, com uma reflexão de aspectos relevantes que impactam a efetividade das práticas de Governança Corporativa.

1 RELATO DO CASO

1.1 Aquisição de Pasadena

Com o objetivo de contextualizar os fatos e as decisões mais importantes relacionadas ao estudo do caso, segue um histórico colhido dos documentos analisados.

O processo de aquisição da refinaria estava alinhado com os objetivos estratégicos divulgados pela Petrobras, em especial, de internacionalização de suas atividades. De acordo com o formulário de referência de 2006, a Companhia iniciou, a partir do ano 2000, um processo de expansão em sua atuação internacional. O projeto chamado de “Refino no Exterior” era conduzido pela área de Novos Negócios da Petrobras, com o apoio de consultoria externa técnica e financeira prestada pela Aegis Muse.

Em 2002, a área de Novos Negócios apresentou o resultado do estudo elaborado pela consultoria ao Conselho de Administração, ao Comitê de Novos Negócios e à Diretoria Executiva. O estudo avaliou 25 refinarias no exterior e Pasadena estava classificada na 14^a posição em decorrência das péssimas condições de manutenção e da necessidade de investimentos para processar óleo pesado.

Em junho de 2004, o Conselho de Administração aprovou a criação, na estrutura da Diretoria Internacional, da Gerência Executiva de Desenvolvimento de Negócios, com funções semelhantes às atribuíveis à área de Novos Negócios ligada a Área Corporativa da Petrobras. Essa gerência tinha como atribuição viabilizar a expansão das atividades da Petrobras no exterior e deveria atuar de forma interativa e articulada com a área de Novos Negócios.

A aquisição de Pasadena foi conduzida pela Diretoria Internacional sem a atuação à área de Novos Negócios. Segundo depoimento do Sr. Almir Guilherme Barbassa - Diretor Financeiro - à Comissão de Apuração Interna da Petrobras, a

Diretoria Internacional tinha grande autonomia e adotava procedimentos mais simplificados alegando a necessidade de agilização do processo decisório. Importante destacar que a aquisição de participação acionária em outras sociedades, independente do valor envolvido, era matéria de competência do Conselho de Administração¹⁸.

Em janeiro de 2005, o grupo belga Astra/Transcor adquiriu da empresa Crown a totalidade das ações da refinaria americana Pasadena *Refining System Inc* (PRSI)¹⁹. Em fevereiro do mesmo ano, a Petrobras e a Astra começam a discutir eventual parceria que culminou na assinatura de um acordo de confidencialidade e uma visita técnica da Petrobras. O relatório da visita apontou aspectos positivos para aquisição da refinaria, recomendando a realização de *due diligence* finalizada em junho de 2005. As empresas de consultoria Deloitte & Touche LLP, Muse Stancil & Co (Muse), Thompson & Knight LLP e Jacobs Consultancy Inc assessoraram a Petrobras.

O relatório da Muse, apresentado em 30 de junho de 2005, concluiu que a refinaria, no estado em que se encontrava, valia entre USD 84 milhões e USD 186 milhões, a depender da taxa de desconto adotada, de 14% e 10%, respectivamente.

A pedido da Petrobras, foram calculados cenários com investimentos para adaptação da refinaria para processar óleo pesado (Revamp), sem aumento da capacidade produtiva e com aumento da capacidade produtiva. Nessas avaliações, o valor apurado era maior em decorrência dos melhores rendimentos e aumento de

¹⁸ Art. 29, V do Estatuto Social da Petrobras vigente à época. (PETROBRAS. **Estatuto Social da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras**. Disponível em: <http://transparencia.petrobras.com.br/sites/default/files/EstatutoSocialAGOE27Abril2017Portugues.pdf> Acesso em: 18 jun. 2018).

¹⁹ Verifica-se a inexistência de consenso acerca do valor efetivo pago pela Astra na aquisição de Pasadena. O TCU, na Tomada de Contas Especial nº 5.261/2015-5, alega que o valor pago foi de USD 42,5 milhões, enquanto o relatório final da auditoria especial feita pela CGU indica que o valor de aquisição foi de USD 56,5 milhões. O Relatório da Comissão Interna de Apuração da Petrobras, reproduzido no relatório final emitido pela CGU, indica que a Astra pagou USD 42,5 milhões pela aquisição de Pasadena, acrescidos de USD 20 milhões relativos, substancialmente, a ajustes de estoques não operacionais. Indica, ainda, que a Astra aportou USD 112 milhões ao negócio, ao longo dos anos de 2005 e 2006 como investimento de capital.

receita previstos nessas hipóteses²⁰. A avaliação feita pela Muse, adotando as premissas fornecidas pela Petrobras necessárias para o Revamp, sem aumento da capacidade produtiva, foi de USD 258 milhões (6,9%); USD 157 milhões (10%) e USD 119 milhões (12%). Os estudos apontaram, como custo do Revamp, um valor estimado de USD 588 milhões para que a refinaria operasse nos padrões mínimos de segurança exigidos pela Petrobras e conseguisse processar óleo pesado de Marlim. A Muse ainda recomendou que a Petrobras realizasse testes com óleo de Marlim durante o processo de *due diligence*.

Em agosto de 2005, a Diretoria Executiva da Petrobras aprovou uma oferta à Astra relativa à aquisição de 70% das ações da PRSI por USD 365 milhões²¹. Esse valor foi calculado pela equipe interna da Petrobras, por meio de um Estudo de Viabilidade Técnica e Econômica (EVTE) com taxa de desconto de 6,9% a.a.²², contemplando o custo do Revamp, sem aumento de capacidade. Importante destacar que a Diretoria Internacional desconsiderou o laudo preparado pela empresa de consultoria Muse, não elaborou os testes de processamento do óleo como recomendado pelo consultor e não seguiu as recomendações da Sistemática para Aquisição de Empresas pelo Sistema Petrobras (Sistemática), regra interna de governança que disciplinava o processo de aquisição de participação societária e recomendava a avaliação do negócio na condição em que se encontrava (*as is*), sem a incorporação de investimentos e projeções futuras.

Em setembro do mesmo ano, a Astra encaminhou uma contraproposta no valor de USD 475 milhões para 70% da refinaria ou USD 407 milhões para 60%, tendo como justificativa o aumento das margens de refino nos EUA. A Diretoria Executiva da Petrobras recomendou aceitar a contraproposta oferecida²³. O processo de negociação da aquisição de Pasadena foi conduzido e liderado por Luiz

²⁰ Relatório Final da Auditoria Especial nº 201407539, Aquisição da Refinaria de Pasadena, no Texas, EUA, dezembro, 2014, página 22. E relatório final da CVM no inquérito administrativo 14/2014.

²¹ Essa oferta já considerava a realização do Revamp.

²² Taxa calculada pelo departamento financeiro da Petrobras, decorrente do seu custo de capital, usada para todas as aquisições realizadas pela Petrobras. O uso dessa taxa foi aprovada pela Diretoria Executiva em reunião extraordinária, realizada por comunicação telefônica em 04 de abril de 2005 (Ata DE 4,522, item único, Pauta 229 – Anexo 20).

²³ Relatório Final da Auditoria Especial nº 201407539, Aquisição da Refinaria de Pasadena, no Texas, EUA, Dez, 2014, página 04. Relatório aponta que a aprovação foi formalizada na Ata DE 4.548, item 8, Pauta 729, de 29/9/2005 (Ata da Diretoria Executiva).

Carlos Moreira da Silva (Gerente Executivo de Desenvolvimento de Negócios) vinculado à Diretoria Internacional, de responsabilidade de Nestor Cerveró.

Em 11 novembro de 2005, Luiz Carlos Moreira da Silva apresentou ao Conselho de Administração um resumo do negócio. A apresentação continha a descrição da refinaria, o percentual a ser adquirido (60% ou 70%), o resumo do EVTE e das bases que compuseram o valor proposto de aquisição (USD 475 milhões por 70% do negócio). Destacava ainda o direito da Astra, no caso do Revamp, de: a) manter sua participação mediante aporte proporcional; b) ter sua participação diluída ou c) sair do negócio vendendo sua participação pelo preço pago pela Petrobras. Não houve registro em ata de qualquer deliberação pelo Conselho de Administração.

A negociação foi conduzida pela equipe da Diretoria Internacional sem a participação da área de Novos Negócios e Estratégia e sem o cumprimento das regras previstas na Sistemática. Importante destacar que a negociação se desenvolveu em condições diversas das apresentadas e autorizadas previamente pela Diretoria Executiva em agosto de 2005. Dentre os aspectos importantes que foram negociados sem a discussão e autorização prévia da Diretoria Executiva, destacam-se: a redução da participação societária de 60/70% para 50% sem correspondente redução no valor negociado; cláusula mínima de rentabilidade (Cláusula Marlim) e a criação e negociação da Petrobras *Trading Company* (PRST).

Não obstante, a Diretoria Executiva aprovou a proposta final de aquisição de 50% da Refinaria pelo valor de USD 359 milhões, em 02 de fevereiro de 2006. Diferentemente do Conselho de Administração, a Diretoria Executiva não tinha um regimento interno formalizando os ritos a serem adotados em suas reuniões. Entretanto, a CVM²⁴ apurou que o material que continha a explicação e os detalhes da operação foram disponibilizados aos Diretores Executivos no próprio dia da reunião, sob a alegação da necessidade de tomada de decisão rápida e da possibilidade de vazamento de informação. O DIP INTER-DN 20/2006 foi o

²⁴ Inquérito Administrativo CVM 14/2014 em que se apurou os fatos e eventual infração pelos administradores dos seus deveres fiduciários.

documento apresentado para a Diretoria Executiva e continha, em anexo, o DIP Jurídico JIN 4060/2006, o DIP Tributário TIF 11/2006 e o *Fairness Opinion* do Citibank. Não foram anexadas as avaliações da Muse. Vale destacar, ainda, que o DIP Jurídico continha descrição da Cláusula *Put Option* e o *Fairness Opinion* emitido pelo Citibank continha, em anexo, duas avaliações que tinham como premissa diferentes cenários de investimento. Não havia qualquer avaliação da situação da refinaria “as is”, conforme previa as diretrizes constantes da Sistemática.

No dia 3 de fevereiro de 2006, o Conselho de Administração aprovou a aquisição de Pasadena nos mesmos termos e condições aprovados pela Diretoria Executiva no dia anterior.²⁵ O Conselho de Administração teve acesso, um dia antes da reunião, ao DIP contendo: (a) a apresentação da operação (que não continha menção expressa a Cláusula *Put Option* e *Marlim*); (b) o Resumo Executivo e (c) o *Fairness Opinion* emitido pelo Citibank. O Conselho de Administração não teve acesso às avaliações financeiras elaboradas pela Muse e pelo Citibank. Importante ressaltar que o Regimento Interno do Conselho de Administração previa o envio aos Conselheiros de um resumo executivo e documentos complementares com, no mínimo, uma semana (07 dias) de antecedência à reunião, prazo esse que não foi respeitado. O Regimento ressaltava ainda que o material deveria ser conciso e fundamentado, fornecendo todas as informações relevantes para a tomada de decisão do Conselho. Não há evidência de que as alterações nas condições do negócio, o compartilhamento de controle e a garantia de rentabilidade, prevista na Cláusula Marlim, foram discutidos com o Conselho de Administração.

O Relatório da Comissão Interna de Apuração da Petrobras destacou que o processo de aquisição não cumpriu os requisitos previstos na Sistemática de Aquisição de Empresas e Ativos, aprovada pela Diretoria Executiva em junho de

²⁵ Aprovação foi formalizada na Ata CA 1.268, item 5, Pauta 05 ratificando a recomendação dada pela Diretoria Executiva na Ata DE 4.567, item 27, Pauta 115, de fevereiro de 2006 e elaboradas pelo DIP INTER-DN 20/2006. Nessa nova rodada de negociações a Astra solicitou participação igualitária na governança das empresas (controle era compartilhado entre Petrobras e Astra). Acordou-se em criar a PRSI *Trading Company* que deteria os direitos de comercialização dos produtos produzidos pela PRSI. Aquisição foi feita através da Petrobras America Inc (PAI), sendo USD 189 milhões por 50% das ações da PRSI no ato do fechamento e USD 170 milhões pela PRST. O valor a ser pago pela PRST seria pago em duas parcelas, sendo USD 85.142.857,15 dentro de um ano após o fechamento, e mais USD 85.142.857,15 dentro de dois anos após o fechamento.

2005²⁶, especialmente em relação ao valor de aquisição da refinaria e a alocação de riscos. As áreas de Estratégia e Novos Negócios não participaram do processo de aquisição, a avaliação do negócio não considerou os ativos nas condições em que se encontravam e o EVTE não foi atualizado para considerar mudanças significativas nas premissas utilizadas no estudo original, como o custo do *Revamp*, a existência de passivos ambientais, a diminuição da participação societária e eventual precificação da cláusula de garantia de rentabilidade mínima para a Astra (Marlim).

Em março de 2006, foi assinado o contrato de compra e venda denominado *Stock Purchase and Sales Agreement and Limited Partnership Formation Agreement* regulando a aquisição das ações da refinaria de Pasadena pela Petrobras. Foram, ainda, firmados dois aditivos em 2006, com a finalidade de formalizar o adiantamento do valor de USD 30 milhões para que a Astra iniciasse um projeto de redução de enxofre de interesse da Petrobras. No fechamento da operação, em setembro de 2006, as partes ainda celebraram: a) o *Shareholders Agreement* PRSI, que regulou a relação entre os acionistas; b) *Trading Company Limited Partnership Agreement* que regulou a parceria entre a Petrobras e a Astra na nova empresa comercial e c) *The Processing Agreement* que regulou o fornecimento de produtos da refinaria de Pasadena para a PRSI *Trading*.

Posteriormente, em decorrência de divergências entre os sócios, a Petrobras passou a negociar com a Astra a aquisição dos 50% das ações remanescentes. Após a negociação, as partes chegaram a um valor final de USD 785 milhões, a qual foi formalizada, em dezembro de 2007, por meio da celebração de carta de intenções (LOI) assinada pelo Sr. Nestor Cunat Cerveró (Diretor Internacional). A Diretoria Executiva da Petrobras aprovou a proposta de aquisição em fevereiro de 2008²⁷. A melhoria nas margens de refino, o aquecimento do mercado e o pagamento do prêmio de controle foram os motivos que justificaram o aumento do preço entre a primeira aquisição e a segunda. A Muse foi contratada para realizar uma nova avaliação econômica da refinaria, para a aquisição dos 50% das ações

²⁶ Ata DE 4.530, item 1, Pauta 162.

²⁷ Conforme Ata DE 4.685, item 26. Pauta 199 (página 05 do relatório final da CGU).

remanescentes. Segundo Relatório *Pasadena Refinery – Valuation Update for Petrobras*, emitido em 4 de outubro de 2007, elaborado pela Muse, o valor total da refinaria, no estado em que se encontrava naquela ocasião, sem qualquer investimento adicional, era de USD 582 milhões.

A Diretoria Executiva encaminhou o assunto para aprovação do Conselho de Administração na reunião de março de 2008. O Conselho de Administração não autorizou o fechamento do negócio e determinou que a matéria - a compra dos 50% remanescentes - fosse reapresentada com informações complementares. Ainda em março, o Conselho de Administração substituiu o Sr. Nestor Cerveró pelo Sr. Jorge Luiz Zelada no comando da Diretoria Internacional. Em maio de 2008, o assunto foi reapresentado ao Conselho de Administração que decidiu transferir a decisão para a próxima reunião²⁸. Na apresentação de maio ao Conselho de Administração, a Diretoria Executiva informou, pela primeira vez, que o valor atribuível à garantia de rentabilidade mínima (Cláusula Marlim) era na ordem de USD 320 milhões e que havia uma alta chance de um litígio e arbitragem com a Astra em virtude da carta de intenção enviada pelo Cerveró, que previa um valor superior para a aquisição dos 50% das ações remanescentes.

Um dia antes da reunião do Conselho de Administração, em junho de 2008, a *Petrobras America Incorporated* (PAI)²⁹ convocou uma reunião do *Superboard* da PRSI para deliberar sobre ações relativas à saúde financeira da companhia. Em decorrência da ausência da Astra na referida reunião, a PAI exerceu o direito de impor sua decisão (*right to override*) o que, contratualmente, gerou à Astra o direito de exercer a opção de venda de sua participação acionária. Nesse mesmo dia, a PAI iniciou processo de arbitragem contra as empresas do Grupo Astra, alegando o descumprimento de contratos quanto à gestão compartilhada das empresas e que a Carta de Intenções assinada pela PAI em dezembro de 2007 – a respeito da aquisição dos 50% das ações remanescentes – fosse declarada não vinculante. No dia seguinte, a Diretoria Executiva informou ao Conselho de Administração sobre

²⁸ Página 05 do relatório final da CGU. Ata CA 1.301, item 8, Pauta 12 e Ata CA 1.303, item 2, Pauta 24.

²⁹ *Petrobras America Incorporated*, holding da Petrobras que adquiriu a participação em Pasadena (na PRSI e PRST).

sua decisão de iniciar o processo arbitral. O Conselho de Administração não registrou qualquer oposição em ata.

Em julho de 2008, a Astra exerceu sua opção de venda (*Put Option*) prevista no Shareholders Agreement (SHA). O preço de venda objeto da *Put Option* seria calculado com base nos critérios pré estabelecidos, levando-se em conta o preço pago pelas ações representativas dos 50% das ações adquiridos inicialmente pela Petrobras. Na ocasião, a Astra ingressou com ação judicial nos Estados Unidos alegando que a Petrobras teria descumprido compromissos assumidos na Carta de Intenções e cobrando o valor de USD 785 milhões, a título de preço de venda da sua participação societária, acrescidos de juros e honorários. No final de 2008, a Astra moveu ação judicial em face da PRST, buscando ser ressarcida de valores pagos pela Astra ao Banco BNP Paribas, em 15/10/2008, no valor de USD 156 milhões, em razão de pagamento de empréstimo tomado pela PRSI, realizado pela Astra.

O laudo arbitral, emitido em forma final em 30 de abril de 2009, considerou válido o exercício da *Put Option* pela Astra. O valor total a ser pago pela Petrobras de acordo com o laudo seria USD 639 milhões, esse valor englobava o pagamento da aquisição dos 50% remanescentes de acordo com a fórmula prevista no contrato; a obrigação de ressarcir a Astra pelo pagamento feito ao BNP de empréstimo em que era garantidora; honorários e custas processuais. A Diretoria Executiva aprovou o pagamento dos valores fixados no laudo arbitral, desde que resolvidas todas as questões pendentes entre as empresas, em especial uma ação judicial no Texas que tinha como objetivo o pagamento de indenização (USD 321 milhões) diante do reconhecimento da vinculação da carta de intenção.

O laudo arbitral foi apresentado ao Conselho de Administração na reunião de junho de 2009. O Conselho de Administração decidiu que a condução da arbitragem e a decisão das medidas a serem adotadas deveriam ser feitas pela Diretoria Executiva, devendo esse órgão da administração manter o Conselho informado sobre o andamento e as decisões. Em julho de 2009, a Diretoria Executiva decidiu condicionar o pagamento da decisão arbitral à assinatura de um acordo em que a Astra daria quitação total de todos os assuntos relacionados à Pasadena. Na data fixada pelo laudo arbitral para pagamento, a PAI não pagou a parcela prevista pela

sentença. Apesar de não ter recebido o pagamento, a Astra transferiu a totalidade de suas ações na PRSI e na PRSI *Trading* para a PAI.

A partir de outubro de 2011, as partes iniciaram tratativas para celebrar acordo extrajudicial que terminaria com todas as disputas entre as partes. Em junho de 2012, o Conselho de Administração³⁰ da Petrobras aprovou o acordo extrajudicial no valor total de USD 820,5 milhões. Esse valor foi provisionado em 2009, 2010, 2011 e 2012 e efetivamente pago na mesma data da assinatura do acordo.

Tabela 1 - Acordo extrajudicial aprovado pelo Conselho de Administração da Petrobras

50% restantes da PRSI e da <i>Trading Company</i>		
	Acordo Extrajudicial	Data Pagamento
Laudo Arbitral	732.000.000,00	29/06/2012
Outras Disputas	48.500.000,00	29/06/2012
Antecipação de Despesas	40.000.000,00	29/06/2012
TOTAL	820.500.000,00	

Fonte: autora

Em 2013, foi instaurado o primeiro processo de investigação pelo TCU com a finalidade de apurar eventuais irregularidades na aquisição da refinaria de Pasadena. Em 24 de março de 2014, a Petrobras instaurou Comissão Interna de Apuração para apurar os processos de compra da refinaria de Pasadena. Diversos outros processos e procedimentos de auditoria, apuração e investigação se desdobraram e foram instaurados pelos órgãos de fiscalização competentes, inclusive pela CGU, o Ministério Público Federal (MPF), e a CVM, sendo que nem todos se encontram concluídos até o momento.

Foram apuradas irregularidades na negociação, condução e conclusão das ações tomadas no âmbito da aquisição, inclusive sob a perspectiva criminal³¹, as quais foram identificadas no bojo das investigações envolvendo a Lava Jato³².

³⁰ Ata CA 1368, item 3, Pauta 36, página 7 do TC 005.406/2013-7.

³¹ Ressaltamos que não fez parte do escopo desse estudo os processos criminais envolvendo a aquisição de Pasadena e da Lava Jato.

³² A Petrobras informou que colabora com as investigações desde 2014, e atua como coautora do MPF e da União em 18 ações de improbidade administrativa em andamento, além de ser assistente

Administradores e outros envolvidos foram condenados e punidos ou ainda são partes de processos em curso. Aqueles processos e apurações relevantes para o tema deste estudo foram ou serão identificados e tratados em tópicos próprios, com base nos documentos públicos pesquisados, excetuando os de natureza criminal que não fizeram parte do escopo desse trabalho.

Em 1º de maio de 2019, a Petrobras publicou fato relevante informando a venda de 100% de suas ações em Pasadena para a Chevron USA Inc. O valor da transação foi de USD 467 milhões, sendo USD 350 milhões pagos pelo valor das ações e USD 117 milhões pelo capital de giro³³.

1.2 Estrutura de Governança Corporativa durante a aquisição de Pasadena e principais falhas identificadas

Esse capítulo descreve a estrutura de Governança Corporativa vigente na Petrobras ao longo do processo de aquisição de Pasadena. As falhas e fragilidades identificadas foram apontadas, nesse capítulo, de forma sucinta e tiveram como base o caso concreto e a evolução das práticas de governança corporativa até os dias atuais. O capítulo 3 dessa dissertação faz uma análise mais detalhada das falhas e fragilidades e trata das alterações na estrutura de governança corporativa promovidas pela Petrobras ao longo dos anos.

Cabe ressaltar que o objetivo central do trabalho é a identificação e apontamento de alertas e recomendações práticas que balizarão à atuação dos administradores de companhias abertas. O uso do referencial teórico normativo atual na delimitação das falhas e fragilidades na aquisição de Pasadena foi relevante para

de acusação em 71 ações penais relacionadas a atos ilícitos investigados pela Operação Lava Jato. (PETROBRAS. **Petrobras colabora com nova fase da operação Lava Jato**, 11 set. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/c8e8ba69-0cd1-4b6c-b1c4-4d24aa55807e/20200911122807617755_9512_792797.pdf. Acesso em: 08 out. 2020).

³³ No Formulário 20F de 2018 (páginas 43 e 44), a Petrobras informa que celebrou, em 30/01/19, contrato de compra e venda de ações com a Chevron USA Inc para venda de Pasadena (PRSI e PRSI *Trading*) e que a fechamento da transação foi em maio de 2019 (página 244). O Formulário de Referência de 2018 indica que o valor total foi de USD 467 milhões, sendo USD 350 milhões pelo valor das ações e USD 117 milhões, referente a capital de giro e que com a conclusão da operação foi apurada uma perda de USD 48,5 milhões (R\$ 184 milhões) – página 653.

materialização desse escopo e não gera qualquer fragilidade na medida em que o não faz parte do escopo a análise da responsabilização dos administradores.

De uma forma geral, a Petrobras implementou duas grandes mudanças em sua estrutura de Governança Corporativa: (a) a primeira, nos anos de 2000 a 2005, provocada principalmente pela comercialização de suas ações no mercado internacional³⁴ e (b) a segunda, a partir de 2015, após os escândalos de corrupção envolvendo a Petrobras no âmbito da Lava Jato. Outras mudanças foram aprovadas ao final de 2017, para que a Petrobras aderisse ao nível 2 de Governança Corporativa da B3³⁵, e para cumprimento das exigências impostas pela Lei das Estatais.

Como será explorado ao longo desse estudo, a implementação e o cumprimento das principais práticas de governança corporativa contribuem para efetivação de um ambiente empresarial com responsabilidades e atribuições bem definidas, melhorando o processo de gestão, minimizando as chances de tomadas de decisões irrefletidas. A criação, difusão e incorporação das principais práticas de governança no dia a dia de conglomerados empresariais como a Petrobrás contribuem para a boa gestão empresarial e, alinhado a uma cultura de integridade e cumprimento das regras, podem reduzir os riscos de uma tomada de decisão contrária aos interesses da companhia. A efetividade das práticas de governança corporativa está ligada a dois grandes componentes: o normativo e o comportamental.

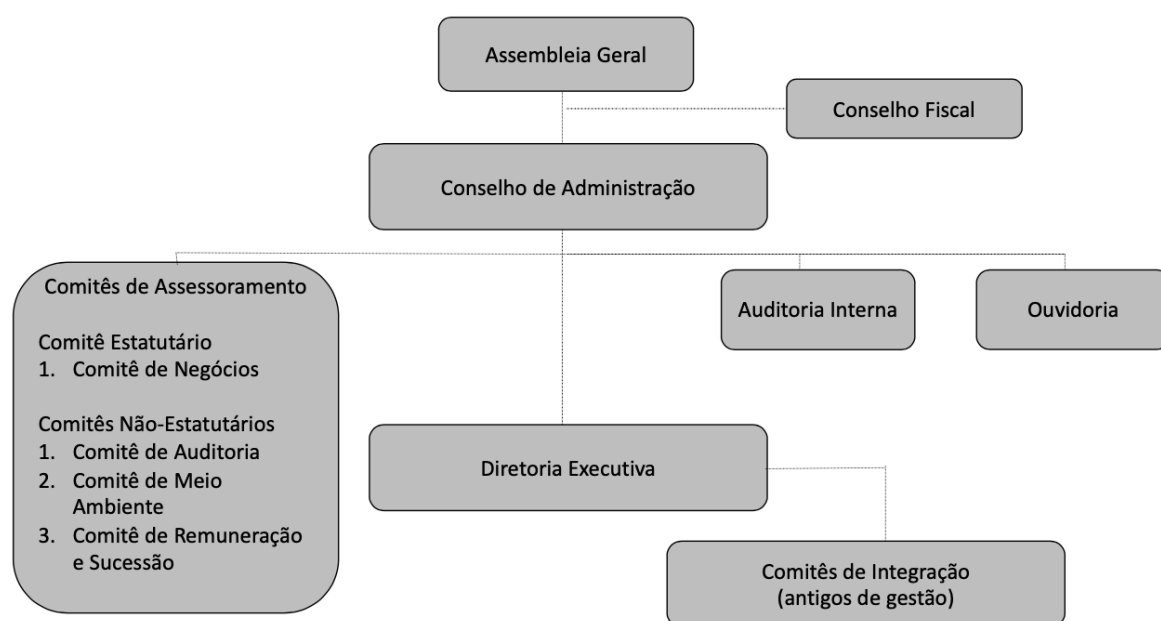
No caso concreto, observou-se falhas nessas duas vertentes. Em linhas gerais as falhas identificadas estavam ligadas a: a) ausência regras de

³⁴ De acordo com o site da Petrobras, em outubro de 1996, foi lançado o Programa Patrocinado de *American Depositary Receipts* (ADR), nível I. Neste primeiro momento, apenas eram negociadas as ações preferenciais da Petrobras e tinha como instituição custodiante das ações no Brasil a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e como banco depositário no exterior o Citibank. Posteriormente, em fevereiro de 2001, este programa foi substituído por um Programa de ADR – nível II que possibilitou que as ações preferenciais fossem negociadas na própria Bolsa de Nova York (NYSE). Em julho de 2001, o programa foi substituído pelo ADR – nível III. Este novo programa permitiu a negociação também das ações ordinárias.

³⁵ PETROBRAS. Fatos e Dados. **Avançamos em governança corporativa e migramos para nível 2 da B3.** <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/avancamos-em-governanca-corporativa-e-migramos-para-o-nivel-2-da-b3.htm>. Acesso em: 10 out. 2020.

funcionamento e composição de alguns órgãos da administração; b) não aderência da administração às regras vigentes e c) ausência de um programa de integridade e gestão de riscos corporativos efetivos. Exploraremos, de forma mais detalhada, ao longo do trabalho, esses aspectos.

Figura 1 – Estrutura de Governança da Petrobras – 2006 a 2014



Fonte: autora

Durante os anos de 2006 a 2014, a estrutura de Governança Corporativa da Petrobras era composta pela Assembleia Geral de Acionistas, pelo Conselho de Administração, pela Diretoria Executiva, pelo Conselho Fiscal, Comitê Estatutário de Negócios, Comitê de Gestão (sucedido pelo de Integração), Auditorias (Interna e Externa) e Ouvidoria Geral. O Conselho de Administração ainda era assessorado por três comitês não estatutários: a) Comitê de Auditoria; b) Comitê de Meio Ambiente e c) Comitê de Remuneração e Sucessão.

1.2.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração, de acordo com Estatuto Social, teria no mínimo 05 (cinco) e no máximo 09 (nove) membros, passando a 10 (dez) membros

em 2011³⁶, com mandato de 01 (um) ano, sendo permitida a reeleição. O Presidente tinha voto de qualidade no caso de empate. Na composição do Conselho de Administração haveria um representante dos minoritários e um dos preferencialistas. A partir de 2011³⁷, o Estatuto Social passou a prever a eleição de um membro representante dos empregados.

O quadro, a seguir, mostra a composição do Conselho de Administração de 2005 a 2012, período em que se aprovou a aquisição de Pasadena. Os dados foram extraídos dos formulários de referência e formulários 20F da Petrobras, por essa razão, poderá haver alguma imperfeição nas datas e composição dos membros já que não capturamos alterações nesses órgãos durante os meses dos anos. Percebe-se que, não obstante as alterações promovidas em 2006 e em 2009, existiam membros que estavam presentes em todas as etapas de aquisição. Nesse período, não houve mudança nas regras de composição desse órgão.

Quadro 3 - Composição do Conselho de Administração de 2005 a 2012³⁸

Cargo	2005	2006	2007	2008	Nomeação
Presidente			Dilma Viana Rousef		AC
Conselheiro	Jacques Wagner		Silas Rondeau Cavalcante Silva		AC
Conselheiro	Antonio Palocci Filho		Guido Mantega		AC
Conselheiro	José Eduardo de Barros Dutra		José Sérgio Gabrielli de Azevedo		AC
Conselheiro	Gleber Vieira		Francisco Roberto de Albuquerque		AC
Conselheiro			Fabio Colletti Barbosa		AMO
Conselheiro			Jorge Gerdau Johannpeter		AMP
Conselheiro	Claudio Luiz da Silva Haddad	Roger Agnelli		Luciano Galvão Coutinho	AC
Conselheiro		Arthur Antonio Sendas		Sergio Franklin Quintela	AC
Legenda AC - Acionista Controlador; AMO - Acionista Minoritário Ordinaria; AMP - Acionista Minoritário Preferencialista e E - Empregados					
Cargo	2009	2010	2011	2012	Nomeação
Presidente			Guido Mantega		AC
Conselheiro	Silas Rondeau Cavalcante Silva	Antonio Palocci Filho		Miriam Aparecida Belchior	AC
Conselheiro			Marcio Pereira Zimmermann		AC
Conselheiro	José Sérgio Gabrielli de Azevedo			Maria das Graças Silva Foster	AC
Conselheiro			Francisco Roberto de Albuquerque		AC
Conselheiro	Fabio Colletti Barbosa			Josué Christiano Gomes da Silva	AMO
Conselheiro			Jorge Gerdau Johannpeter		AMP
Conselheiro			Luciano Galvão Coutinho		AC
Conselheiro			Sergio Franklin Quintela		AC
Conselheiro				Silvio Sinedino Pinheiro	E
Legenda AC - Acionista Controlador; AMO - Acionista Minoritário Ordinaria; AMP - Acionista Minoritário Preferencialista e E - Empregados					

³⁶ Alteração aprovada em Assembleia Geral Extraordinária (AGE) realizada em 23 de agosto de 2011.

³⁷ Alteração aprovada em AGE realizada em 23 de agosto de 2011 de forma a adequar o Estatuto à Lei nº 12.353/2010 que impõe a participação de empregados nos Conselhos de Administração de empresas públicas e Sociedades de Economia Mista (SEMs). (BRASIL. **Lei nº 12.353, de 28 de dezembro de 2010**. Dispõe sobre a participação de empregados nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2007-2010/2010/lei/l12353.htm Acesso em: 08 out. 2020).

³⁸ O curriculum de cada administrador pode ser consultado nos formulários de referência e nos formulários 20F disponíveis em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/relatorios-anuais/> Acesso em: 21 jan. 2021).

Fonte: autora

No que tange à composição do Conselho de Administração, as regras internas de governança não impunham um mínimo de membros independentes na sua formação; bem como, não previam qualquer limite de mandato e regras de rodízio de seus membros.

Os membros considerados como independentes pela Petrobras tinham, de alguma forma, relação com a organização³⁹ que colocavam em dúvida sua independência e a falta de prazo máximo de serviço colegiado não exigia a sua renovação. As normas internas também não continham regras específicas, limitando a participação dos conselheiros em outros conselhos e nem exigiam a comprovação de disponibilidade mínima de tempo para o exercício das atividades de conselheiro. Não existiam regras de diversidade para formação do conselho e nem critérios formais de eleição.

A Petrobras não possuía um processo de avaliação formal dos conselheiros, nem treinamentos contínuos obrigatórios. A partir de 2010, a Petrobras passou a realizar avaliações de seus membros do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva, sendo anual para os membros do Conselho de Administração e semestral para os membros da Diretoria Executiva.

As reuniões ordinárias eram realizadas mensalmente e todas as matérias submetidas à apreciação do Conselho de Administração deveriam ser instruídas

³⁹ Nesse sentido ver o processo administrativo sancionador da CVM no 11/2012 originário de dois processos instaurados pela Superintendência de Relação com Empresas da CVM que aborda a regularidade das eleições dos conselheiros de administração Sr. Fábio Colletti Barbosa e Jorge Gerdau Johannpeter e do conselheiro fiscal Nelson Rocha Augusto. Em um dos processos questiona-se a independência dos conselheiros e no segundo discute-se o processo de nomeação eivado de irregularidade na medida em que órgãos ligados ao governo federal participaram da votação (exemplo BNDES). No que tange a independência dos conselheiros de administração alegou-se que Fabio Colletti Barbose estava vinculado ao Santander, banco que tinha linha de crédito com a Petrobrás tendo essa empresa como um de seus maiores clientes. Já Jorge Gerdau era acionista majoritário de um dos maiores fornecedores de aço e ferro da Petrobrás. Decisão disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141202_PAS_112012.pdf Acesso em: 21 Jan.2021. Deliberação sobre Termo de Compromisso apresentado por Almir Barbassa, BNDES e BNDESPAR disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2014/20141202_R1/20141202_D11.html Acesso em: 21 Jan. 2021.

com a decisão da Diretoria Executiva, com manifestação da área técnica ou do comitê competente e de parecer jurídico, quando necessários para avaliação da matéria. De acordo com o regimento interno, que disciplinava a atuação do Conselho de Administração, a documentação deveria ser enviada com no mínimo 07 (sete) dias de antecedência para apreciação dos membros do Conselho de Administração salvo as hipóteses de urgência. Esse prazo não foi cumprido no caso de Pasadena e a documentação enviada omitiu informações relevantes do negócio.

De acordo com o Estatuto Social⁴⁰, das competências do Conselho de Administração as que se destacam para fins desse estudo são: a) aquisição de participação societária em outras sociedades (art. 29, V); b) aprovação das diretrizes de Governança Corporativa da Petrobras (art. 29, VIII), c) escolha e destituição dos auditores independentes (art. 29, XI) e d) criação do Comitê de Negócios (art. 29, XI). O art. 28, V, do Estatuto Social, atribuiu como competência do Conselho de Administração, a aprovação anual do valor acima, do qual os contratos ou operações que, embora de competência da Diretoria Executiva, deveriam ser submetidas à aprovação do Conselho de Administração (alçada de aprovação desse órgão). Contudo, não localizamos as atas das decisões do Conselho de Administração que aprovaram os valores de alçada.

1.2.2 Diretoria Executiva

A Diretoria Executiva seria composta por um presidente e 06 (seis)⁴¹ diretores executivos, 07 (sete) a partir de 2012⁴², com mandato não superior a 03 (três) anos, sendo permitida a reeleição. Havia a exigência estatutária de dedicação exclusiva à Petrobras. O Presidente tinha voto de qualidade em caso de empate e era membro do Conselho de Administração, sem presidir o órgão. A escolha dos

⁴⁰ Apesar de não termos encontrado, no site da Petrobras e da CVM, cópia do Estatuto Social referente ao ano de 2005 (data da primeira aquisição de Pasadena), identificamos o Estatuto Social consolidado em 2011, após uma reforma que não alterou as cláusulas de competência dos órgãos da administração (Conselho de Administração e Diretoria). Vale ressaltar que a pesquisa no site da CVM foi feita de 2004 em diante. Como corolário, entendemos que os arts. 28 a 33 do Estatuto Social, que tratam das competências do Conselho de Administração e da Diretoria, respectivamente, não sofreram alterações.

⁴¹ Até 04 de abril de 2011 o estatuto previa a composição da diretoria até sete diretores, mas a palavra até foi excluída em AGE para fixar número de diretores.

⁴² Alteração aprovada em AGE realizada em 28 de fevereiro de 2012.

membros da diretoria deveria ser baseada na sua capacidade profissional, notório conhecimento e especialização nas áreas de atuação. Assim como no Conselho de Administração, não havia na Diretoria Executiva limite máximo de mandato e não havia previsão e obrigação de treinamentos em governança e integridade.

As reuniões ordinárias eram realizadas semanalmente e todas as matérias submetidas à apreciação do Diretoria Executiva deveriam ser instruídas com manifestação da área técnica ou do comitê competente e de parecer jurídico, quando necessários para avaliação da matéria. O Estatuto Social continha, ainda, uma regra para evitar conflito de interesse vedando a participação de membro da diretoria em deliberação de operações que envolvia sociedades em que o membro da diretoria participasse com mais de 10% ou que tivesse ocupado cargo de gestão em período anterior a investidura na Companhia.

A Diretoria Executiva não tinha regimento interno que formalizava as regras de funcionamento. De acordo com os depoimentos extraídos das análises externas da CVM e do TCU, os diretores executivos gozavam de grande autonomia dentro da Petrobras. Algumas decisões que nos pareceram relevantes nesse sentido e que serão discutidas com mais detalhe na análise do caso concreto: a) o exercício do direito de impor a decisão da Petrobras no *Superboard* da PRSI, o que contratualmente gerou à Astra o direito de exercer a opção de venda da sua participação em Pasadena, à revelia do Conselho de Administração; b) a aprovação da Sistemática, sem que o Conselho de Administração fosse consultado, não obstante a competência estatutária do Conselho de Administração para aprovação de aquisição de participação societárias em outras empresas e c) a participação isolada da Diretoria Interacional na negociação de Pasadena, quando existiam regras internas que consideravam boa prática a participação conjunta da área de Novos Negócios.

É importante destacar que não foi possível fazer uma análise detalhada da existência de autonomia versus eventual violação de competência estatutária pela Diretoria Executiva. Os documentos que aprovaram a alçada de competência dos órgãos da administração não foram disponibilizados pela Petrobrás e qualquer conclusão nesse sentido pode ser equivocada. Não obstante, os exemplos acima

demonstram a relevância das decisões tomadas pela Diretoria Executiva sem a participação e envolvimento do Conselho de Administração.

De acordo com o Estatuto Social da Petrobras, competia à Diretoria⁴³: a) a aprovação dos critérios de avaliação técnico-econômica para os projetos de investimentos, com os respectivos planos de delegação de responsabilidade para sua execução e implantação (art. 33, II, a); b) a autorização, na forma da legislação específica, dos atos de renúncia ou transação judicial ou extrajudicial, para por fim a litígios ou pendências, podendo fixar limites de valor para a delegação da prática desses atos pelo Presidente ou Diretores (art. 33, VIII) e c) a criação de outros Comitês, vinculados ao Comitê de Negócios, aprovando as respectivas regras de funcionamento e atribuições, consistentes com o Plano Básico de Organização (art. 33, XI).

O Estatuto Social da Petrobras, até os dias atuais, prevê que a Companhia pode ser representada pelo Diretor Presidente, individualmente, ou por dois Diretores Executivos em conjunto. Apesar de a representação individual não ser considerada boa prática de governança, na medida em que não permite que a decisão passe pelo escrutínio e revisão de outro administrador, não identificamos, no caso concreto, qualquer impacto negativo decorrente dessa regra.

O quadro, abaixo, mostra a composição da Diretoria Executiva de 2005 a 2012, período em que se aprovou a aquisição de Pasadena. Os dados foram extraídos dos formulários de referência da Petrobras. Assim como no Conselho de Administração, a Diretoria Executiva alguns membros estavam presentes durante todo o período de aquisição de Pasadena.

Quadro 4 - Composição da Diretoria Executiva de 2005 a 2012⁴⁴

⁴³ Destacamos as competências que serão relevantes para esse trabalho.

⁴⁴ O curriculum de cada administrador pode ser consultado nos formulários de referência e nos formulários 20F disponíveis em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/relatorios-anuais/> Acesso em: 21 jan. 2021).

Cargo	2005	2006	2007	2008
Presidente	Jose Eduardo de Barros Dutra		José Sérgio Gabrielli de Azevedo	
CFO e RI	José Sérgio Gabrielli de Azevedo		Almir Guilherme Barbassa	
Diretor Serviços**			Renato de Souza Duque	
Diretor Exploração e Produção			Guilherme de Oliveira Estrella	
Diretor de Abastecimento			Paulo Roberto Costa	
Diretor Gás e Energia		Ildo Luis Sauer		Maria das Graças Silva Foster
Diretor Internacional		Nestor Cunhat Cerveró		Jorge Luiz Zelada

Cargo	2009	2010	2011	2012
Presidente	José Sérgio Gabrielli de Azevedo			Maria das Graças Silva Foster*
CFO e RI			Almir Guilherme Barbassa	
Diretor Serviços**		Renato de Souza Duque		José Antonio de Figueiredo
Diretor Exploração e Produção		Guilherme de Oliveira Estrella		José Miranda Formigi Filho
Diretor de Abastecimento		Paulo Roberto Costa		José Carlos Consenza
Diretor Gás e Energia		Maria das Graças Silva Foster		José Alcides Santoro Martins
Diretor Internacional		Jorge Luiz Zelada		Maria das Graças Silva Foster
Diretor Corporativo e Serviços	N/A	N/A		José Eduardo de Barros Dutra

* Em 2012 a Presidente Maria das Graças Silva Foster acumulou temporariamente a Diretoria Internacional.

** em 2011 foi renomeada para Diretoria de Engenharia, Tecnologia e Materiais

Fonte: autora

1.2.3 Conselho Fiscal

Fazia parte, ainda, da estrutura de governança, o Conselho Fiscal, instituído de forma permanente, composto de até 05 (cinco) membros e seus respectivos suplentes, com mandato de 01 (um) ano, permitida a reeleição. Os Membros do conselho fiscal eram eleitos pela assembleia, sendo 01 (um) representante dos minoritários, outro dos preferencialistas e 03 (três) atuando em nome da União, sendo 01 (um) indicado pelo Ministro da Fazenda. O Conselho fiscal tinha função fiscalizadora dos atos de gestão dos administradores e se reunia, ordinariamente, mensalmente. A Petrobras não tinha mecanismo e nem obrigatoriedade de avaliação de desempenho dos membros do Conselho Fiscal.

1.2.4 Comitê de Auditoria

O Comitê de Auditoria foi instituído em 17 de junho de 2005 em atendimento às exigências da SOX⁴⁵. Era composto por 03 (três) membros independentes do Conselho de Administração, sendo seu presidente o perito financeiro. Sua atuação tinha como base a análise da integridade dos relatórios financeiros e a eficácia dos controles internos, supervisionando as atividades dos auditores internos e externos da Petrobras. O Comitê de Auditoria passou a ser estatutário somente em 2015.

⁴⁵ Comunicado ao mercado da Petrobrás justificando a criação do Comitê de Auditoria. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/96e8f5ff70c8cefdcd9150927e0022502c2422da02b058fd152da0ee48df3d7f/conselho_de_administracao_aprova_designacao_do_comite_de_auditoria.pdf Acesso em: 24 jan, 2021.

Quadro 5 - Comitê de Auditoria

2006	2007	2008
	Fabio Colletti Barbosa	
	Francisco Roberto de Albuquerque	
Arthur Antonoi Sendas		a ser nomado em 2009

2009	2010	2011	2012
Fabio Colletti Barbosa		Josué Christiano Gomes da Silva	
	Francisco Roberto de Albuquerque		
	Sergio Franklin Quintella		

Fonte: autora

Todos os membros do Comitê de Auditoria acumulavam o cargo de conselheiro na Petrobras, a independência do presidente e perito financeiro - Fabio Colletti Barbosa foi contestada e objeto de discussão pelos acionistas minoritários conforme descrevemos na nota de rodapé 40 desse trabalho (Processo Sancionador CVM 11/2012).

1.2.5 Comitê de Negócios e Comitês de Assessoramento

A criação do Comitê de Negócios era de atribuição do Conselho de Administração e estava previsto no Estatuto Social. O Comitê de Negócios atuava dando suporte ao processo decisório do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva. Era composto pelo Presidente da Petrobras e pelos seus Diretores Executivos, Diretores Gerentes, pelo Presidente da Petrobras Distribuidora e pelo titular da unidade organizacional de Estratégia e Desempenho Empresarial.

De acordo com o Estatuto Social, referido comitê deveria submeter à Diretoria Executiva, periodicamente, pareceres sobre as matérias corporativas que envolviam mais de uma área de negócios. Seu principal objetivo era o alinhamento entre o desenvolvimento dos negócios, a gestão integrada dos negócios e da empresa e as diretrizes do planejamento estratégico.

O Conselho de Administração, de acordo com o Formulário de Referência de 2006, contava ainda com 03 (três) comitês de assessoramento não estatutário: o Comitê de Auditoria, acima destacado, o Comitê de Meio Ambiente e o Comitê de Remuneração e Sucessão.

No caso concreto, não houve o envolvimento do Comitê de Negócios na aquisição de Pasadena. A Área Corporativa, ligada ao Presidente da Petrobras, era composta por uma área de Novos Negócios responsável por coordenar e conduzir os processos de aquisições e empresas. Essa área, de acordo com as regras de governança interna da Petrobrás, deveria ter participado do processo de aquisição de Pasadena e também não foi envolvida.

Existiam ainda, os comitês de gestão, que tinham como principal objetivo o aprofundamento de matérias e temas a serem apresentados ao Comitê de Negócios e à Diretoria Executiva. Conforme informações coletadas no Formulário de Referência da Petrobras de 2006, os comitês de gestão eram os seguintes: a) exploração e produção; b) gás e energia; c) recursos humanos; d) segurança, meio ambiente e saúde; e) análise de organização e gestão; f) tecnologia da informação; g) controles internos; h) riscos; i) tecnologia; j) responsabilidade social e ambiental e k) marketing e marcas. A partir de 2010⁴⁶, a Petrobras reestruturou o modelo de gestão e de comitês e comissões. Os comitês de gestão passaram a ser identificados como comitês de integração. Os comitês de integração passaram a ser divididos como comitês de segmentos e comitês corporativos. Como veremos no caso concreto, a existência de um comitê de gestão de controles internos e de riscos não garantiu a implementação de controles eficazes e de um programa de gestão de riscos robusto.

⁴⁶ Petrobras apresenta a partir do Formulário de Referência de 2010 uma lista das práticas de Governança Corporativa recomendadas no “Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa” editado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que eram adotadas pela empresa, sendo listadas: a) contratação de empresa de auditoria independente; b) previsão estatutária para instalação de Conselho Fiscal; c) clara definição no Estatuto Social da forma de convocação da Assembleia Geral e de eleição, destituição e tempo de mandato dos membros do CA e DE; d) transparência na divulgação pública de relatório anual da administração; e) livre acesso às informações e instalações da companhia pelos membros do CA; f) resolução de conflitos que possam surgir entre a Companhia, seus acionistas, seus administradores e membros do Conselho Fiscal, por meio de arbitragem; g) competência da Assembleia Geral para deliberar sobre: (i) aumento ou redução de capital social e reformas estatutárias; (ii) eleição ou destituição, a qualquer tempo, de conselheiros de administração e fiscais; (iii) aprovar, anualmente, as contas dos administradores e aprovar as DF's e (iv) aprovar qualquer transformação, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação da sociedade; h) escolha do local para realização da AG de forma a facilitar a presença de todos os sócios ou seus representantes, e i) vedação ao uso de informações privilegiadas e existência de política de divulgação de informações relevantes. A partir de 2012 incluiu: j) segregação das funções de Presidente do Conselho e Presidente da Companhia; k) realização regular de sessões executivas com a participação de membros do CA; l) existência de Comitês como órgãos de assessoramento ao CA, e m) adoção de Ouvidoria e Canal de Denúncias.

Os comitês não tinham mecanismo de avaliação de desempenho de seus membros. A Petrobras informava que estava em processo de implementação e elaboração de regimentos internos de seus órgãos da administração que passariam a contar com avaliação de desempenho de seus membros.

1.2.6 Ouvidoria Geral

A Petrobras criou, em outubro de 2005, uma Ouvidoria Geral, vinculada ao Conselho de Administração, que atuava como canal de denúncias de fraudes contábeis, controles internos, auditoria, corrupção e qualquer denúncia confidencial e anônima de empregados. A Ouvidoria Geral se reportava também para o Comitê de Auditoria e o mandato do seu Diretor era de 02 (dois) anos⁴⁷. Apesar de ser subordinada ao Conselho de Administração, para fins administrativos a Ouvidoria Geral se reportava ao Presidente da Companhia.

A Petrobras adotava um Código de Ética com regras e princípios éticos e de *compliance*, contendo regras específicas de conflito de interesses⁴⁸. Há, ainda, menção à existência de uma Comissão de Ética, aparentemente, não ligada diretamente ao Conselho de Administração.

O programa de integridade da Petrobras evidencia a afirmação inicial de que todos o sistema de governança, riscos e *compliance* (integridade/conformidade) não eram maduros e que só foram, de fato, fortalecidos após os advenços relacionados à Lava Jato. A partir de 2014, a Petrobras passou a informar aos investidores a identificação de fraquezas materiais em seus controles internos, sendo o programa de integridade um exemplo.

1.2.7 Auditoria Externa e Interna

⁴⁷ Conforme relata o Formulário 20F de 2011 e o comunicado ao mercado emitido pela Petrobrás em 30 de agosto de 2005.

⁴⁸ Em 2009, o formulário de referência apontava Luciano Coutinho e Fábio Barbosa com potenciais conflitos. Luciano era presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), tendo esse órgão linhas de financiamento com a Petrobras. Fabio Barbosa presidia o Banco Santander na época que tinha relações comerciais, linhas de crédito e serviços financeiros com a Petrobras. Importante destacar que Fabio Barbosa era considerado membro independente do Conselho de Administração.

A equipe de auditoria interna e os auditores externos se reportavam ao Conselho de Administração e à Diretoria Executiva, simultaneamente. A Auditoria Interna, assim como a Ouvidoria Geral, apesar de ser subordinada diretamente ao Conselho de Administração, se reportava, para fins administrativos, ao Presidente da Companhia⁴⁹.

Durante o período de aquisição de Pasadena a Petrobras foi auditada externamente pela E&Y (até 2005), pela KPMG (de 2006 a 2011) e pela *PricewaterhouseCoopers* (PwC) a partir de 2012. Os pareceres emitidos pelos auditores não continham ressalvas e não apontavam deficiências relevantes no sistema de governança, riscos e integridade adotado pela Companhia. Não obstante, a partir de 2014, a administração e os auditores identificaram e passaram a reportar fraquezas materiais nos controles internos capazes de classificá-los como não eficazes. Essas fraquezas serão objeto e detalhamento em capítulo específico nessa dissertação.

1.3 Análise do Caso pelos Órgãos Externos

1.3.1 Auditoria Especial da Controladoria Geral da União

Em 2014, foi instaurada a auditoria especial pela CGU, com a finalidade de apurar irregularidades nos atos e fatos atinentes ao processo de aquisição da Refinaria de Pasadena, conforme requerido pela Coordenação-Geral de Auditoria das Áreas de Minas e Energia (SFC/DIENE).

Diferentemente do TCU e CVM, que têm competência para fiscalizar, julgar e condenar a conduta dos administradores, a CGU promove ações para proteção do patrimônio público através de processos administrativos que apuram os fatos envolvidos e recomendam providências cabíveis. Sua atuação, na responsabilização

⁴⁹ Em 2012, com a Lei de Acesso à Informação (Lei nº 12.527/2012), o Presidente da Petrobras indicou a Ouvidoria Geral como autoridade responsável pela implementação da Lei. (BRASIL. **Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011**. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm Acesso em: 08 out. 2020).

administrativa, está pautada ao combate à impunidade recomendando e acompanhando a execução de ações disciplinares⁵⁰.

A auditoria especial da CGU avaliou aspectos relacionados à aquisição de Pasadena, mais especificamente sobre (a) o contexto da aquisição da Refinaria de Pasadena pela Petrobras; (b) a racionalidade dos direitos e obrigações negociados contratualmente entre as partes; (c) a razoabilidade do processo de precificação; e (d) a atuação dos gestores durante o processo de aquisição e gestão de Pasadena, incluindo o processo arbitral.

A CGU, conforme refletido em seu Relatório de Auditoria⁵¹, baseou seus trabalhos nas informações prestadas pela Petrobras, nos trabalhos realizados pelo TCU, pela CVM e pela Comissão Interna de Apuração da própria Petrobras, e demonstrou sua opinião sobre os apontamentos identificados e o fluxo decisório. Ao final, trouxe suas recomendações preventivas e corretivas.

Foi o entendimento final da CGU que: (i) houve omissão e manipulação das informações usadas para fundamentar o processo de decisão e que os administradores não cumpriram o dever de diligência na aquisição de Pasadena; (ii) a precificação do ativo não levou em consideração seu valor justo, tendo os administradores da Petrobras desconsiderado os relatórios elaborados por consultorias contratadas para avaliar o negócio pagando preço superior às melhores estimativas feitas pelos consultores. O EVTE usado para aquisição dos primeiros 50% de Pasadena não considerava aspectos identificados durante o processo de *due diligence* que reduziriam o valor presente da operação; (iii) os instrumentos contratuais que formalizaram a transação não dividiam os riscos do negócio de forma equânime e eram desfavoráveis à Petrobras, o que tornou a relação negocial

⁵⁰ Art. 51 da Lei nº 13.844/2019. (BRASIL. **Lei nº 13.844, de 18 de junho de 2019**. Estabelece a organização básica dos órgãos da Presidência da República e dos Ministérios; Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13844.htm Acesso em: 08 out. 2020).

⁵¹ Relatório Final da Auditoria Especial no. 201407539 emitido pela Controladoria Geral da União em dezembro de 2014. Disponível em: [file:///Users/fernanda/Downloads/711638_6677_%20Relatorio%20-%20Petrobras%20-%20Refinaria%20de%20Pasadena%20\(2\).pdf](file:///Users/fernanda/Downloads/711638_6677_%20Relatorio%20-%20Petrobras%20-%20Refinaria%20de%20Pasadena%20(2).pdf) Acesso em: 24 jan, 2021.

desvantajosa para a Petrobras; (iv) a utilização do instituto denominado “*right to override*” (ou “*golden share*”) foi utilizado indevidamente pela Diretoria Internacional, com a aprovação da Diretoria Executiva, para forçar a aquisição dos 50% remanescentes pertencentes à Astra, cuja decisão foi tomada antes da apreciação e da aprovação do Conselho de Administração, conforme lhe competia, sendo sua opinião, ainda, que outros mecanismos contratuais poderiam ter sido utilizados para assegurar à Petrobras o exercício de seus direitos, tendo havido, portanto, prática ilegítima de atos de gestão à revelia do Conselho de Administração; (v) o procedimento arbitral instaurado pela Petrobras contra a Astra se mostrou ineficaz e dispendioso, avaliando, ainda, que não seria essa a solução mais adequada para as dificuldades enfrentadas pelos acionistas na ocasião; (vi) a assinatura do acordo extrajudicial com a Astra foi desfavorável para a Petrobras.

Em relação à precificação do ativo adquirido, considerou a CGU ter havido processo decisório irregular e falho por não considerar no EVTE os aspectos negativos e desvantajosos que diminuiriam o valor da transação, que teriam sido apontados pelos estudos desenvolvidos pela Petrobras e seus consultores externos⁵² para suporte dos administradores na decisão de aquisição da refinaria. Dentre os aspectos negativos identificados estavam a situação quase falimentar da refinaria e o seu sucateamento, inicialmente apontados no Relatório de Visita do Grupo Técnico da Petrobras⁵³.

A CGU concluiu que a Petrobras desconsiderou, na elaboração do EVTE que precificou a operação, o estudo feito pela consultoria Muse Stancil (empresa especializada, contratada para realizar a *Due Diligence* e avaliação da refinaria)⁵⁴.

⁵² “Relatório de visita à refinaria da ASTRA em Pasadena, TX, EUA” – RVGT produzido pelo Grupo Técnico (GT) da Petrobras, que visitou a refinaria no período de 29 a 31 de março de 2005. Relatório do Projeto Mangueira, de autoria do Grupo Jurídico da Petrobras; Relatório de *Due Diligence* da Thompson & Knight LLP; Relatório da consultoria Muse Stancil; Draft Report BDO Seidman, LLP; Laudo da consultoria Aegis; e Laudo da consultoria Baker & O'Brien (citado no Laudo Arbitral Final).

⁵³ CGU aponta que o relatório do grupo técnico da Petrobras é contraditório pois apresenta inúmeros aspectos negativos, mas conclui que a refinaria tem qualidade suficiente para que a Petrobras siga em frente no processo de avaliação técnica e econômica.

⁵⁴ Importante destacar que a Comissão Interna de Apuração da Petrobras, no seu relatório final, afirmou que o EVTE do projeto deveria ter sido refeito para contemplar diversas modificações e o resultado da *due diligence*. Informa ainda que, nesse novo cálculo, o valor de aquisição seria menor ao que efetivamente foi utilizado. Ver página 48 do Relatório Final da CGU. CGU alega ainda que o EVTE que fundamentou a aquisição da refinaria, preparado pela Diretoria Internacional da Petrobras

Concluiu que as informações usadas no EVTE demonstram que a Petrobras não conduziu a negociação de forma conservadora e prudente.

Ao final, a CGU entendeu que, no que tange a esse item, houve omissão e manipulação das informações usadas para fundamentar o processo de decisão e que os administradores não cumpriram o dever de diligência na aquisição de Pasadena.

Em relação aos contratos firmados, a CGU entendeu que a negociação conduzida sob esse aspecto foi igualmente falha, considerando-se que, ao final, os instrumentos refletiram inadequadamente a segregação de risco entre as partes, indicando aspectos desvantajosos para Petrobras e benefícios injustificados à Astra.

A título exemplificativo - e um dos principais aspectos discutidos no caso em estudo – a CGU aponta a disposição prevista no Acordo de Acionistas celebrado entre as partes, quanto ao direito conferido à Astra de obrigar a Petrobras a comprar sua participação acionária (*Put Option*) na hipótese de a Petrobras fazer valer sua decisão em determinadas situações (*right to override*).

Referido dispositivo previa uma solução em caso de empate nas votações do conselho e da diretoria, posto que os órgãos da administração de Pasadena contavam com um representante de cada acionista nas decisões (controle era compartilhado). Assim sendo, havendo o empate, a matéria sob controvérsia deveria ser submetida ao *Senior Owners Committee* para aprovação, por unanimidade. Por conseguinte, caso a controvérsia fosse mantida por ausência de acordo entre as acionistas, a Petrobras teria o direito de impor sua decisão e, como consequência, a Astra tinha a prerrogativa de exercer sua *Put Option* e exigir que a Petrobras

(DINTER) e aprovado em colegiado pela Diretoria Executiva, não cumpriu as regras previstas na Sistemática para Aquisição de Empresas pelo Sistema Petrobras, Documento Interno da Petrobras (DIP) que disciplinava a atuação dos administradores e gestores na avaliação dos investimentos. Segundo relatório da Comissão Interna de Apuração da Petrobras, a Sistemática de Aquisição (capítulo 4 que fala de avaliação do negócio) orientava que a avaliação fosse feita na condição em que se encontrava o negócio, o que não ocorreu no caso de Pasadena. A Comissão ainda identificou que a Diretoria Internacional desconsiderou as análises da Muse e que não apresentou os cenários calculados pelo consultor externos à Diretoria Executiva (página 80 do Relatório da CGU).

comprasse sua participação societária a um preço que variava de acordo com o motivo do desacordo entre as acionistas.

A CGU entendeu que a *Put Option* tornou o instituto do *right to override* inócuo, uma vez que a precificação no caso de exercício da *Put Option* não levaria em consideração o valor de mercado, mas sempre o valor pago na aquisição dos 50% iniciais. Ressalta-se que, na visão da CGU, o valor pago nessa primeira aquisição já havia sido precificado acima de mercado.

Ainda, no contexto do apontamento sobre o desequilíbrio contratual, a CGU questionou o fato de a Petrobras não ter contemplado nos contratos mecanismos que garantissem que a Astra estivesse comprometida com a expansão da refinaria, condição essa essencial para a transação, tendo em vista a necessidade de investimentos a serem realizados para o Revamp.

Outros aspectos contestados pela CGU, nesse contexto, como alocação desproporcional de riscos em desfavor da Petrobras: (i) o direito da Astra de nomear metade dos administradores e o *Chief Executive Officer* (CEO), ainda que sua participação acionária fosse reduzida a 25% das ações de emissão da Companhia; e (ii) a garantia contratual de rentabilidade mínima conferida à Astra, a chamada Cláusula Marlim.

No que diz respeito à utilização do instituto acima mencionado, denominado “*right to override*”, entendeu a CGU que se tratou, na ocasião de sua utilização, de manipulação dos dispositivos contratuais previstos no Acordo de Acionistas, para forçar a aquisição dos 50% das ações remanescentes de titularidade da Astra pela Petrobras.

Argumentou a CGU que já era intenção da Diretoria Internacional a aquisição da referida participação societária remanescente antes mesmo do exercício da *Put Option* pela Astra, haja visto que, em período anterior ao seu exercício, a Diretoria Executiva já havia submetido ao Conselho de Administração, para aprovação, a aquisição da participação societária remanescente, cuja matéria não foi aprovada por esse órgão na ocasião.

Em reunião posterior do Conselho de Administração, a Diretoria Executiva informou ao colegiado que a Astra exerceu o seu direito de obrigar a Petrobras a comprar suas ações, sem qualquer menção à condicionante de seu exercício ao *right to override* conferido à Petrobras.

A CGU concluiu, ainda, que era de competência do Conselho de Administração a aprovação de aquisição de participação societária, e que a Diretoria Internacional teria agido em excesso de poder ao não observar referida competência, quando celebrou nova Carta de Intenções com a Astra e, posteriormente decidiu exercer seu *right to override* que levou ao exercício da *Put Option* pela Astra.

Alegou a CGU que outros mecanismos contratuais poderiam ter sido utilizados pela Petrobras, e que assegurariam a essa o exercício de seu direito, tal como a diluição da participação acionária.

Seguindo a sucessão de fatos e alegações que levaram a CGU a chegar às conclusões apresentadas no início deste capítulo, entendeu a CGU que, além de onerar os cofres da Companhia em, aproximadamente, USD 8,7 milhões, o procedimento arbitral instaurado pela Petrobras para fazer valer os seus direitos relativos à gestão da Refinaria, foi dispendioso e ineficaz já que os árbitros não acataram nenhuma das alegações da Petrobras e não emitiram opinião quanto ao caráter vinculante da Carta de Intenções, que também foi objeto de discussão no âmbito da arbitragem. Ao contrário, a conclusão do laudo arbitral foi a de que a Astra tinha direito a *Put Option* e deveria ser indenizada com os gastos de advogados.

Mais uma vez, a CGU avaliou a inadequação e ilegitimidade dos atos de gestão, nesse contexto da arbitragem instaurada, apontando sua opinião quanto à decisão tomada, uma vez que em seu entendimento outras soluções mais adequadas poderiam ter sido adotadas para superar as dificuldades então enfrentadas pelas acionistas, o que reforçou sua avaliação sobre a manipulação dos mecanismos contratuais existentes para alcançar o objetivo real de efetivamente concretizar a compra de 100% de Pasadena, que já era intenção demonstrada pela

Diretoria Internacional e que ainda não havia sido aprovada pelo Conselho de Administração.

Diante da avaliação da CGU de que os atos de gestão praticados pelos administradores da Petrobras ao longo de todo o processo de aquisição da Refinaria teriam gerado prejuízo à Petrobras, demonstra-se, a seguir, a memória de cálculo utilizado pela equipe de auditoria da CGU para quantificar o prejuízo incorrido pela Companhia com base na comparação do valor pago pela Petrobras, na aquisição de Pasadena, com o valor justo dos ativos (que na opinião dos auditores da CGU era a estimativa mais conservadora, no cenário em que se encontrava a refinaria, calculado pela empresa de consultoria *Muse Stancil*). No cálculo, a CGU não considerou os prejuízos operacionais anuais apurados pela refinaria e os gastos incorridos no procedimento arbitral e no acordo extrajudicial.

Tabela 2 - Memória de cálculo utilizado pela equipe de auditoria da CGU

Preço pela PRSI		Preço pela PRSI <i>Trading</i>	
Aquisição 50% iniciais	USD milhões	Aquisição 50% iniciais	USD milhões
Valor avaliação Muse	93	Valor avaliação Muse	0
Valor pago à Astra	189	Valor pago à Astra	170
Diferença	96	Diferença	170
Aquisição 50% finais	USD milhões	Aquisição 50% finais	USD milhões
Valor avaliação Muse	93	Valor avaliação Muse	0
Valor avaliação Muse ajustado ⁵⁵	111,6	Valor avaliação Muse ajustado	0
Valor pago à Astra	189	Valor pago à Astra	150,3
Valor a ser pago ajustado	226	Valor a ser pago ajustado	180
Diferença	115,2	Diferença	180
TOTAL	211,2	TOTAL	350,3
TOTAL CONSOLIDADO	561,5		

Fonte: CGU

⁵⁵ Ajuste feito para refletir a fórmula do acordo de acionista, cláusulas 7.1.1 e 7.1.2.

Por fim, a CGU criticou a assinatura do acordo extrajudicial entre Astra e Petrobras, que foi celebrado no contexto e no intuito de encerrar todas as contendas havidas entre as partes, em razão da arbitragem e dos processos judiciais iniciados por uma ou por outra parte, que atacavam, à época, não tão somente as questões envolvendo o exercício da *Put Option*, como indenizações pleiteadas pela Astra em para ressarcimento dos valores despendidos para o pagamento do empréstimo da *Trading* com o BNP e gastos com empréstimos e com pessoal.

A CGU entendeu que a Petrobras tinha chance de êxito⁵⁶ em todas as demandas pendentes, e que o acordo gerou um gasto adicional desnecessário e indevido para a Petrobras no valor de USD 89 milhões (o cálculo leva em consideração o valor definido no painel arbitral corrigido até a data do acordo USD 731 milhões versus o valor efetivamente pago com o acordo USD 820 milhões). Ademais, a Petrobras tinha alternativas contratuais (diluição) para exercer seu direito, que tinham sido recomendadas, inclusive, por seus assessores externos (*Thompson and Knight*).

Portanto, diante dos apontamentos feitos pela CGU, em que pese a tentativa da Petrobras de justificá-los durante o processo de auditoria realizado, as conclusões apresentadas no início desse capítulo levaram a CGU a apurar o prejuízo total decorrente da aquisição de Pasadena, no valor de USD 659 milhões, conforme tabela preparada pela CGU, abaixo:

Tabela 3 – Prejuízo aquisição da Refinaria Pasadena

Evento	Pagamentos Efetuados à Astra (US\$)	Pagamento Justo Reconhecido Equipe (US\$)	Prejuízo (US\$)
Aquisição 50 % iniciais Refinaria Pasadena	359,000,000.00	93,000,000.00	266,000,000.00
Aquisição 50% finais Refinaria Pasadena	731,326,225.00	435,783,368.20	295,542,856.80
Procedimento arbitral ¹	0.00	0.00	8,666,687.52
Acordo Extrajudicial	89,173,775.00	0.00	89,173,775.00
Total	1,179,500,000.00	528,783,368.20	659,383,319.32

¹ ~~Prejuízos decorrentes do procedimento arbitral ineficaz e dispendioso não foram incluídos na relação de pagamentos efetuados à Astra, pois decorrem de ônus de sucumbência, custas processuais e honorários advocatícios.~~
⁵⁶ Parte das demandas adicionais foram apreciadas pelo laudo arbitral e negadas.

Fonte: Elaborado pela CGU.

Diante dessas conclusões, os auditores encaminharam o relatório para a Petrobras buscar, judicial ou extrajudicialmente, ressarcimento da perda apurada. Encaminhou o relatório para a Comissão Parlamentar Mista de Inquérito (CPMI) instaurada no Congresso para apurar a aquisição de Pasadena. O ministro-chefe da CGU, na época, instaurou processos administrativos sancionadores em desfavor de 22 (vinte e duas) pessoas que participaram da transação e atuaram em nome da Petrobras⁵⁷.

1.3.2 Considerações do Tribunal de Contas da União

O TCU é um tribunal administrativo que tem em sua competência o julgamento das contas dos administradores públicos e demais responsáveis por dinheiros, bens e valores públicos federais, bem como das contas e qualquer pessoa que der causa a perda, extravio ou outra irregularidade de que resulte prejuízo ao erário⁵⁸. A competência do TCU, para avaliar e julgar as condutas dos administradores, no caso específico da Petrobras, decorre do fato de ser uma sociedade de economia mista, tendo a União seu acionista majoritário e, apesar de ter escopo distintos⁵⁹, é cumulativa à CVM já que a Petrobras é companhia aberta.

Neste tópico, serão apresentadas as considerações obtidas nos Acórdãos do TCU (até fevereiro de 2020) - tribunal administrativo competente para julgar as contas de administradores públicos e demais responsáveis por dinheiros, bens e valores públicos federais, bem como as contas de qualquer pessoa que der causa a perda, extravio ou outra irregularidade de que resulte prejuízo ao erário federal – a

⁵⁷ BRASIL. CGU. Controladoria-Geral da União. Auditoria da CGU aponta prejuízo de US\$ 659,4 milhões na compra de Pasadena. **Gov.br – Governo Federal**. Disponível em: <https://www.gov.br/cgu/pt-br/assuntos/noticias/2014/12/auditoria-da-cgu-aponta-prejuizo-de-us-659-4-milhoes-na-compra-de-pasadena>. Acesso em: 01 jun. 2020. Não tivemos acesso aos referidos processos sancionadores.

⁵⁸ Art. 71 da CF. (BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm Acesso em: 5 mai. 2020).

⁵⁹ A competência da CVM decorre do fato de a Petrobras ser companhia aberta. A CVM tem, dentre suas competências, a de fiscalizar e inspecionar as companhias abertas e apurar mediante inquérito administrativo atos ilícitos e práticas inadequadas de seus administradores aplicando, quando for o caso, as penalidades previstas em lei. Já o TCU é órgão de controle externo do governo federal e é responsável pela fiscalização dos órgãos e entidades públicas.

respeito da operação de aquisição de Pasadena com enfoque nos atos praticados pelos administradores da Petrobras.

A análise dos referidos Acórdãos tem como objetivo principal: (i) compreender o que fora analisado pelo TCU em relação à Operação, de modo a entender cada um dos Acórdãos proferidos e interpretá-los em conjunto, a fim de organizar a abordagem do TCU em relação à Operação; (ii) identificar como o TCU tratou a responsabilização dos Administradores da Petrobras em relação às condutas discutidas nos Acórdãos; e (iii) identificar como os eventuais mecanismos de Controle Interno da Petrobras foram considerados no julgamento e analisados pela Corte.

Importante ressaltar que as discussões e avaliações da Operação pelo TCU ainda não estão encerradas. Há apurações e julgamentos pendentes. Assim, não se pode dizer que o caso esteja decidido pelo TCU, muito menos resolvido. O que se tem até o presente momento é uma boa compreensão da Operação com aspectos já bastante encaminhados (como a responsabilização de Nestor Cerveró pela assinatura da Carta de Intenções e os prejuízos dela decorrentes) e outros ainda em apuração (como os desdobramentos referentes à suspeita inicial de *waiver* sobre determinados abatimentos no preço da Operação).

Outro aspecto importante da análise dos referidos Acórdãos é o desenvolvimento de uma rede de processos conexos tratando da Operação, todos eles derivados da Representação original apresentada pelo MP vinculado ao TCU em 2013. Em resumo, a Representação foi julgada em 2014, com o reconhecimento de que a realização da Operação e suas consequências teriam representado dano ao erário e prejuízo à Petrobras. Com esse reconhecimento, o Tribunal determinou a conversão da Representação em Tomada de Contas Especial, para apuração e responsabilização dos envolvidos na Operação (notadamente os administradores da Companhia – Diretores e membros do Conselho de Administração – e outras pessoas diretamente envolvidas na realização da Operação).

Com base nos fatos, documentos e informações já anteriormente apresentados ao longo desse trabalho, entende o TCU que houve irregularidades no processo de aquisição da Refinaria e, portanto, consequente dano ao erário, tendo

levantado como principais aspectos apurados, os seguintes: (i) supervalorização do preço do ativo adquirido pela Petrobras no âmbito da Operação; (ii) renúncia indevida ao direito da Petrobras de cobrar a Astra o valor previsto contratualmente referente a *Reductions for Tax Liabilities and Bonus Accrual*, que havia sido deduzido no *Closing* estimado pela Astra; (iii) irregularidades durante as tratativas com a Astra e na assinatura de Carta de Intenções (LOI) para aquisição dos 50% das ações remanescentes da Refinaria, de titularidade da Astra, por valor superior àquele que decorreria da aplicação dos mecanismos de definição do preço de transferência das ações constantes do Acordo de Acionistas, bem como superior ao estipulado por consultoria especializada contratada pela Petrobras para avaliar o preço da Refinaria no estado em que ela se encontrava (*as is*), uma vez que o valor acordado na negociação foi levado em consideração na fixação do preço estipulado no acordo extrajudicial que encerrou o litígio havido com a Astra; (iv) a decisão de postergar o cumprimento da sentença arbitral até o trânsito em julgado de ações que visavam desconstituí-la, tendo os administradores, membros da Diretoria Executiva, a despeito de deterem informação acerca das prováveis consequências do não cumprimento da sentença arbitral, aprovaram proposição no sentido de que a Petrobras não cumprisse tempestivamente tal decisão; (v) irregularidades resultantes da celebração dos instrumentos contratuais, contendo cláusulas prejudiciais aos interesses da Petrobras, em desacordo com os princípios da economicidade e da prudência.

Como estratégia para administração processual, o Relator do caso, Min. Vital do Rêgo, determinou o desmembramento do processo em três Tomadas de Contas Especiais (TCEs) distintas⁶⁰, cada uma para apuração de uma parcela do quanto estabelecido no Acórdão da Representação, sendo que cada um desses três processos já fora submetido, ao menos uma vez, à apreciação do Plenário do TCU.

⁶⁰ Processo nº 005.259/2015-0, Acórdão nº 440/2017 - TCE – suposto *waiver* em relação a valores que deveriam ser abatidos do preço no *closing* da Operação; Processo nº 05.261/2015-5, Acórdãos nºs 1099/2019; 899/2019; 1881/2017 - TCE – assinatura da Carta de Intenções e descumprimento do laudo arbitral; Processo nº 025.551/2014-0, Acórdãos nºs 2884/2018; 2474/2018; 600/2018; 217/2018; 2284/2017 - TCE – suposto estabelecimento do preço da Operação em desfavor à Petrobras e sem respaldo técnico, além da apuração dos termos contratuais negociados.

No que diz respeito ao processo relativo ao suposto *waiver* em relação a valores que deveriam ser abatidos do preço no *closing* da Operação, ressalta-se que referido processo tomou outro rumo e as supostas irregularidades iniciais foram afastadas, tendo-se alterado o foco do processo para outras supostas irregularidades: (i) a contabilização de valores aportados pelo grupo Astra na PRSI, em cumprimento aos documentos da Operação, para quitação de passivos anteriores à Operação na forma de capital, impactando nos valores futuros do litígio; e (ii) omissão da Petrobras em questionar os valores de ajuste preço considerados no cálculo da indenização pela sentença arbitral, equivocadamente considerados.

As apurações foram iniciadas em 2017, com a emissão do Acórdão 440/2017. Assim, ainda aguardam julgamento pelo Plenário do TCU. Em acompanhamento processual realizado em 08/03/2020, pôde-se perceber que o processo, após intensa fase de instrução, já foi apreciado pela unidade técnica (15/07/2019 foi apresentada manifestação da Seinfra Petróleo, após assumir responsabilidade pelo processo em 03/04/2019 – antes o caso era de responsabilidade da SecexEstatais) e pelo MP de Contas (Parecer emitido pelo Subprocurador-Geral Paulo Bugarin em 12/12/2019).

Quanto ao processo relativo à apuração dos fatos e ações dos administradores, devido à assinatura da Carta de Intenções negociada pelo então Diretor Nestor Cerveró, o TCU entendeu que tanto ele quanto o então Diretor Executivo da Petrobras, Sergio Gabrielli, teriam agido de forma irregular e causado dano à Companhia, imputando a eles a responsabilidade solidária pelo ressarcimento do dano ao erário, além de multa no patamar máximo admitido pela Corte e impedimento de ocupar cargos públicos por 8 (oito) anos. Este julgamento já fora objeto de recurso, tendo sido inicialmente anulado por questões processuais, mas a Corte já realizou novo julgamento e manteve o entendimento inicial. Após eventual nova interposição recursal (consta que há recursos no sistema de acompanhamento processual do TCU), o processo passará à fase de execução, tanto judicial quanto administrativa.

Em relação ao descumprimento do laudo arbitral, a Corte reverteu o entendimento anterior e julgou justificável a ação da administração da Companhia

diante das informações e opiniões que detinham, encerrando a discussão sobre o tema.

Contudo, uma nova frente processual surgiu com a indicação de que os membros da Diretoria Executiva da Petrobras teriam aprovado os termos da Carta de Intenções negociada por Nestor Cerveró, devendo ser apurada eventual responsabilidade de tais pessoas com prejuízos posteriores da Companhia – especialmente porque a Corte já entendeu que a celebração da Carta de Intenções proporcionou dano posterior à Petrobras quando da conclusão dos litígios com o grupo Astra e da celebração do acordo extrajudicial. Em relação ao acompanhamento processual, não é clara a informação da evolução dessas apurações pelo TCU, mas, aparentemente, ainda não foram concluídas as análises pelas equipes técnicas.

Dentre os processos de Tomada de Contas Especial, em nossa opinião, o mais relevante é o que se discute a supervalorização do preço da Operação. Nesse processo o TCU identificou que pessoas ligadas à condução da Operação pela Petrobras deixaram de prestar informações completas e adequadas à administração da Companhia, o que teria impactado na avaliação da Operação, o que fez com que a Corte determinasse a inclusão desses agentes no processo: Nestor Cerveró (Diretor responsável pela Operação), 01 (um) gerente diretamente envolvido na Operação e 03 (três) membros da equipe de negociação. Tendo em vista as informações e documentos apresentados pelos novos envolvidos, o TCU abriu prazo para que os membros da Diretoria Executiva se manifestassem antes da avaliação de suas respectivas responsabilizações.

Após diversos recursos, o andamento do processo no site do TCU aponta que, aparentemente, a unidade técnica responsável (em 14/06/2019 Seinfra Petróleo apresentou manifestação) e o MP de Contas (Parecer emitido em 24/06/2019) já se manifestaram sobre o caso. No início de 2020, entretanto, 08 (oito) processos foram apensados a este, o que pode indicar que apurações individuais podem ter sido juntadas para fins de julgamento do feito.

Diante das considerações e conclusões até então apuradas pela Corte, foram condenados os seguintes membros da administração da Petrobras: (a) José Sérgio Gabrielli, Diretor Executivo, ao recolhimento de US\$ 79,890,000.00 aos cofres públicos, por autorizar as tratativas realizadas por Nestor Cerveró em relação à assinatura da Carta de Intenções; somado à multa prevista no art. 57 da Lei nº 8.443/92, no valor de R\$ 10.000.000,00, e à inabilitação para o exercício de cargo em comissão ou função de confiança no âmbito da administração pública, pelo período de oito anos; e (b) Nestor Cuñat Cerveró, Diretor da Área Internacional, ao recolhimento de US\$ 79,890,000.00 aos cofres públicos, por ter negociado e celebrado a Carta de Intenções sem autorização do Conselho de Administração da Companhia, somado à multa prevista no art. 57 da Lei nº 8.443/92⁶¹, no valor de R\$ 10.000.000,00, e à inabilitação para o exercício de cargo em comissão ou função de confiança no âmbito da administração pública, pelo período de oito anos.

Encontra-se pendente de conclusão, a condenação dos seguintes membros da administração, sob as acusações adiante indicadas:

Quadro 6 – Acusações e condenação dos membros da administração da Petrobras

Acusação Pendente	Responsável	Cargo Ocupado (relacionado à condenação)
Contabilização do aporte dos recursos feito pela Astra em favor da PRSI, para quitação de passivos de sua exclusiva responsabilidade, como uma integralização adicional de recursos, sem a assinatura do aditivo ao Closing Agreement - First Amendment to the Closing Agreement ou outra medida que		Presidente da PAI e representante da PAI no Conselho de Administração da PRSI.
	Gustavo Tardin Barbosa	<i>Chief Financial Officer</i> da PAI e representante da PAI no Conselho de Administração da PRSI.
	Giampaolo Di Donato	Representante da PAI no Conselho de Administração da PRSI.

⁶¹ BRASIL. **Lei nº 8.443, de 16 de julho de 1992**. Dispõe sobre a Lei Orgânica do Tribunal de Contas da União e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8443.htm Acesso em: 08 out. 2020.

pudesse resguardar direitos da PAI.		
Conduta omissiva em não questionar o laudo arbitral relativamente aos valores adotados como ajuste ao preço de compra no momento do exercício da <i>Put Option</i> pela Astra, o que pode ter causado um prejuízo de cerca de US\$ 88 milhões aos cofres da estatal, haja visto os termos do parecer emitido pelo perito James Wood, contratado pela própria Petrobras durante os procedimentos de arbitragem	Petrobras	N/A
Anuência à proposta antieconômica contida na Carta de Intenções (LOI), propondo a aquisição dos 50% remanescentes da PRSI por valor exorbitante (US\$ 700 milhões), muito superior à avaliação AS IS (no estado em que se encontrava, sem a realização de investimentos futuros) de US\$ 291 milhões, feita, em outubro de 2007, pela Muse Stancil & Co., consultoria especializada que assessorou a Petrobras. Referida conduta, indica a violação dever de lealdade ⁶² com a Companhia;	Almir Guilherme Barbassa	Diretor Financeiro e de Relações com Investidores
	Guilherme de Oliveira Estrella	Diretor de Exploração e Produção
	Jorge Luiz Zelada	Diretor Internacional (a partir de 03/03/2008)
	José Sérgio Gabrielli de Azevedo	Presidente da Petrobras
	Maria das Graças Silva Foster	Diretora de Gás e Energia
	Nestor Cuñat Cerveró	Diretor Internacional (até 02/03/2008)
	Paulo Roberto Costa	Diretor de Abastecimento

⁶² Com fulcro no Art. 155 da LSA. (BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm Acesso em: 5 mai. 2020).

e os princípios da legalidade, moralidade e eficiência ⁶³ .	Renato de Souza Duque	Diretor de Serviços
	Samir Passos Awad	Gerente Executivo Internacional Américas, África e Eurásia
Celebração de contratos junto à Astra, desconsiderando o laudo elaborado pela empresa de consultoria especializada Muse & Stancil, levando à compra de 50% da Refinaria, e ao compromisso de comprar os outros 50%, no caso do exercício do <i>Put Option</i> .	Nestor Cuñat Cerveró	Diretor da Área Internacional da Petrobras
	Luís Carlos Moreira da Silva	Gerente Executivo da Área Internacional Desenvolvimento de Negócios
	Cezar de Souza Tavares	Integrante da equipe de negociadores da Petrobras
	Thales Rezende Rodrigues de Miranda	Integrante da equipe de negociadores da Petrobras
	Aurélíio Oliveira Telles	Integrante da equipe de negociadores da Petrobras
	Antônio Palocci Filho	Membro do Conselho de Administração
	Claudio Luis da Silva Haddad	Membro do Conselho de Administração
	Dilma Vana Roussef	Membro do Conselho de Administração
	Fabio Colletti Barbosa	Membro do Conselho de Administração
	Gleuber Vieira	Membro do Conselho de Administração
	José Sergio Gabrielli de Azevedo	Membro do Conselho de Administração
	Diretoria Executiva da Petrobras	
Celebração dos instrumentos contratuais que formalizaram a Operação, para aquisição de	Membros da Diretoria Membros do Conselho de Administração e demais envolvidos na Operação	

⁶³ Com fulcro no art. 37, *caput*, da CF. (BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm Acesso em: 5 mai. 2020).

50% da Refinaria, a constituição da PRST, contendo cláusulas prejudiciais aos interesses da PAI e da Petrobras, em desacordo com os princípios da economicidade e da prudência.	
---	--

Fonte: Milena Mazzini em conjunto com a autora

Os recursos apresentados pelos acusados ainda estão em análise. Não foi possível obter acesso ao teor das defesas apresentadas ao TCU em razão das TCEs apresentadas no contexto desse capítulo.

1.3.3 Abordagem da Comissão de Valores Mobiliários

Nos termos da Lei nº 6.385/76⁶⁴, a CVM cabe apurar por meio de processos administrativos eventuais atos ilegais e práticas de atos irregulares por administradores e acionistas de companhias abertas e aplicar, conforme o caso, aos responsáveis por infrações determinadas penalidades administrativas, sem prejuízo de responsabilização criminal ou civil.

Com base nos indícios apurados no âmbito dos Processos CVM RJ-2014-11254 e 2014-12184, sobre irregularidades no contexto da Operação Lava Jato, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP), propôs a abertura de inquérito administrativo relacionado à aquisição da Refinaria de Pasadena e outros processos de contratação envolvendo a Petrobras, por eventuais irregularidades praticadas por pessoas da alta administração da Companhia, que se comprovadas poderiam caracterizar infrações dos deveres fiduciários de administradores e ex-administradores da Companhia, com fulcro nos arts. 153 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas (LSA).

⁶⁴ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm Acesso em: 08 out. 2020.

A Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) e a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM) propuseram a instauração de inquéritos administrativos separados em razão do volume de documentos e informações, tendo sido mantido a apuração do processo de aquisição de Pasadena sob o referido Processo CVM 014/14, juntamente com a apuração de fatos relacionados à contratação e prática de cartel, que não serão objeto do presente estudo.

Não cabe, nesse contexto, discorrermos sobre a questão dos prazos prescricionais sancionadores da Administração Pública Federal, conquanto referidos prazos podem sofrer alterações em razão do fato objeto da pretensão punitiva também configurar crime regulado pela lei penal, que é justamente o caso em comento, tendo o MPF do Paraná oferecido denúncia sobre os fatos atinentes à compra da refinaria de Pasadena como um dos desdobramentos da Operação Lava Jato.

O Relatório da CVM no âmbito do IA CVM 014/14 descreve, portanto, fatos que configuram infração aos deveres fiduciários de administradores previstos na LSA atribuíveis a administradores de companhias abertas, corroborados por aqueles tipificados como condutas violadores no âmbito do Código Penal (CP), uma vez que determinadas vantagens ilícitas foram verificadas em confissões envolvendo Nestor Cunat Cerveró e Paulo Roberto Costa.

Para fins de contextualização, a condução da negociação de compra de ações da PRSI foi realizada pela Gerência Executiva de Desenvolvimento dos Negócios (INTER-DN), criada em junho de 2004, no contexto da reestruturação da Área de Negócios / DINTER, que tinha como principal objetivo buscar a expansão de negócios internacionais, conforme disposto no DIP INTER-PLAN 000146/2003.

Como já mencionado anteriormente, em razão de fatos revelados na Operação Lava Jato, a Companhia constituiu comissões internas de apuração com a finalidade de apurar eventuais irregularidades envolvendo a Companhia e dentre eles, em relação à compra das ações da refinaria de Pasadena.

Antes de partir para as conclusões do Relatório da CVM, emitido por ocasião da conclusão da fase de instrução do IA CVM 01/14, importante abordar as informações colecionadas pela referida autarquia a respeito do processo normativo de aquisição de empresas, de suma relevância para o entendimento das etapas necessárias para a conclusão do negócio e aquelas que eventualmente deixaram de ser observadas em Pasadena.

➤ Da Sistemática

A Sistemática foi criada com o objetivo de “orientar as áreas de negócio, dar diretrizes e uniformizar os procedimentos de submissão e metodologia de avaliação aplicados ao estudo de aquisições”, de forma a colaborar com o processo decisório interno de aquisição. Segundo essa Sistemática, a aquisição de empresas deveria passar por três fases: (a) Identificação de Oportunidade, com a realização de estudo preliminar sem a contratação de consultores externos e negociações com terceiros; (b) Desenvolvimento do Negócio, a partir da manifestação de interesse da Diretoria Executiva sobre a oportunidade apresentada, com avaliação aprofundada do negócio observando a participação de outras áreas da Companhia e consultores externos; e (c) Gerenciamento Pós Aquisição.

Na primeira fase, a área que propõe o negócio deve apresentar para a Diretoria Executiva suas análises preliminares para aprovação e designação das áreas responsáveis pela condução do processo e estabelecer a pertinência de submeter o negócio à avaliação do Comitê de Investimentos.

Na segunda fase, a área responsável pela condução do negócio deve dar ciência à Diretoria Executiva de cada etapa do processo e não somente ao final das negociações. Em seguida à aprovação da Diretoria, segue-se para a aprovação do Conselho de Administração, sendo obrigatória a participação da Unidade Corporativa de Estratégia e Desempenho Empresarial.

➤ Do Processo de Aquisição de Pasadena

Conforme se verificou das análises realizadas para o presente estudo e com base na confirmação apresentada no Relatório da CVM, a aquisição de Pasadena estaria, em tese, adequada à estratégia estabelecida pela Companhia no contexto da expansão internacional.

Chama a atenção da Autarquia o fato de que a negociação foi conduzida pela equipe da INTER-DN sem a devida participação de outras áreas corporativas da Companhia ligadas à Presidência – Unidades de Novos Negócios e de Estratégia e Desenvolvimento Empresarial, conforme a Sistemática previa e o próprio ato de criação da INTER-DN.

Em acréscimo a determinadas apurações, já reveladas neste trabalho, com base em análises de outras autoridades, confirma a Autarquia que determinados documentos e informações relevantes teriam sido efetivamente omitidos, tais como os anexos em que se encontravam refletidas disposições importantes a respeito da *Put Option* e à Cláusula Marlim e as avaliações financeiras, que deveriam ter sido encaminhados juntamente com o Parecer do Jurídico à Diretoria Executiva e ao Conselho de Administração, ainda que tivessem sido mencionadas brevemente no bojo do referido parecer. No âmbito da apuração interna da Companhia, verificou-se que apenas Luís Carlos Moreira da Silva havia editado o pacote de documentos a serem apresentados à Diretoria Executiva e ao Conselho de Administração.

O processo de aprovação da Diretoria Executiva observava um determinado rito ainda que sem um Regimento Interno que o regulasse por escrito. Foi apurado que deveriam os membros da Diretoria Executiva receber em seus gabinetes a documentação suporte para deliberações a serem tomadas com antecedência. Verificou-se que a documentação pertinente não havia chegado em tempo aos assessores dos Diretores, conforme depoimentos prestados à CVM, sob a alegação de que se tratava de tema sigiloso.

Não obstante, em seus depoimentos, parte dos membros da Diretoria Executiva alegou que aprovaria a operação mesmo com o suporte documental supostamente omitido em razão dos aspectos positivos envolvendo as margens de refino na ocasião, além de ressaltarem o clima de confiança existente o que não ensejaria dúvidas quanto a irregularidades do processo.

Cabe destacar as alegações de Nestor Cerveró e Paulo Roberto Costa na avaliação do caso. Cerveró afirmou em seu depoimento que ainda que tenham recebido vantagens indevidas, a realização e a aprovação do negócio não estavam condicionadas à tais vantagens, afirmando, assim, que não teria havido erro ou omissão de documentos para a aprovação do projeto. Paulo Roberto Costa, por sua vez, confirmou ter recebido vantagens indevidas para não atrapalhar o negócio, ressaltando que poderia ter apresentado empecilhos na qualidade de responsável pela área de refino da Companhia.

- Análise das condutas da Diretoria Executiva à luz da legislação societária em vigor

Apurou a Autarquia que o processo de compra da refinaria se deu com verificação de descumprimentos a normativos internos da Companhia e com omissão de informações relevantes. Segundo o Relatório da Autarquia:

A participação isolada da INTER-DN constituiu fator importante, apto, dentro do conjunto de elementos colhidos ao longo da instrução do IA, a explicar as omissões de documentos e informações, uma vez que os principais participantes do processo – Luiz Carlos Moreira da Silva, Rafael Mauro Comino e Cezar de Souza Tavares – receberam vantagens indevidas pela aprovação da aquisição, conforme informações prestadas por Nestor Cerveró e Aghostilde Mônaco de Carvalho (ex-assistente da Diretoria Internacional e também beneficiário de vantagens indevidas, tendo, portanto, interesses pessoais na aprovação).⁶⁵

A Autarquia bem diferenciou as condutas dos Diretores da Companhia, tendo destacado os comportamentos de Nestor Cerveró e Paulo Roberto Costa, que confessaram o recebimento de vantagens indevidas em razão do cargo que ocupavam, tendo, em sua opinião, havido influência determinante, na aprovação da aquisição de Pasadena, o que configura a ocorrência de desvio de poder e quebra do dever de lealdade perante à Companhia, nos termos do art. 154, § 2º, “c”, e do art. 155, ambos da LSA. Acrescentou, ainda, que as vantagens indevidas explicariam a flexibilidade do cumprimento das regras internas por seus

⁶⁵ Relatório da Autarquia.

subordinados que também teriam se beneficiados das vantagens indevidas. Com relação a Paulo Roberto Costa, esse teria se omitido nos seus deveres fiduciários perante a Companhia, ao admitir que poderia ter colocado empecilhos ao processo decisório, ainda que não fosse o responsável pela pauta específica da aprovação do negócio e nem tampouco superior hierárquico dos funcionários que concorreram para o descumprimento doloso de normativos internos e omissão de informações.

Em relação aos demais Diretores, ressaltou a Autarquia que o contorno da análise se deu em relação ao dever de identificar os descumprimentos aos normativos internos e as omissões de documentos e informações, o que poderia ter sido sanado com um mínimo de escrutínio em relação aos documentos disponibilizados. Ainda, alega a Autarquia que a operação foi aprovada sem que a Diretoria tivesse acesso a qualquer avaliação financeira do ativo, tendo contado apenas com a *fairness opinion* do Citigroup sem a devida diligência das informações que suportaram essa opinião.

Em que pese não ser função da Autarquia a valoração correta do ativo, cabe a essa apurar o alinhamento da precificação com as avaliações financeiras que deveriam estar disponíveis para acesso em conformidade com a Sistemática. Com base nessas premissas apurou a existência de sobrepreço do ativo.

Assim sendo, alegou a Autarquia falha no dever de diligência dos demais Diretores, com base inclusive em entendimentos consolidados do órgão no sentido de que “para aferição do comportamento diligente do administrador de uma companhia aberta, deve-se analisar se foram seguidos, no processo de tomada de decisão negocial, os seguintes princípios: (i) decisão informada; (ii) decisão refletida; (iii) decisão desinteressada”. Além disso espanta a Autarquia qualquer alegação de desconhecimento e de excesso de confiança em pares e subordinados, sendo que “o dever de diligência exige a desconfiança”.

Ainda que tenha sido comprovada a omissão de informações e documentos, a Autarquia entende não ser justificativa para se escusar de seu dever legal de diligência. Entendeu, ainda, como grave a falha no dever de diligência na medida em que sequer solicitaram as avaliações financeiras ou estudaram os documentos que

suportaram a aprovação, tendo se dado por satisfeitos com o crivo de Nestor Cerveró e Paulo Roberto Costa, sem a respectiva análise de seus assistentes como deveriam se tivessem seguido o rito aplicável. Agrava-se, ainda, mais a análise com relação ao dever de diligência quando se verificam mudanças significativas no decorrer do processo, especialmente em relação aos valores envolvidos.

Assim sendo, responsabilizou a Autarquia os demais Diretores – José Sergio Gabrielli de Azevedo, Ildo Luiz Sauer, Almir Guilherme Barbassa, Guilherme de Oliveira Estrella e Renato de Souza Duque – pela ausência do dever de diligência que lhes cabia em função da posição ocupada.

➤ Conselho de Administração

Em princípio, em seu Relatório, a Autarquia ressaltou a competência privativa do Conselho de Administração para a aprovação de aquisição de participação societária, com base no Estatuto Social da Companhia em vigor na ocasião, e a existência de um Regimento Interno que estabelecia o rito de aprovação de matérias em seus conclaves, quais sejam:

- a) Acesso aos Resumos Executivos e documentos complementares distribuídos com antecedência de, no mínimo, uma semana, devendo conter fundamentação e todas as informações relevantes para a tomada de decisão;
- b) Leitura prévia do material distribuído e solicitação de informações adicionais para estarem aptos a participar das reuniões; e
- c) Instrução da Diretoria Executiva, manifestações das áreas técnicas ou do Comitê competente, e, ainda, o parecer jurídico, quando necessários ao exame da matéria.

Segundo se verificou dos documentos disponibilizados à Autarquia, diferentemente da Diretoria Executiva, o Conselho de Administração contava com assistentes (ainda que em menor número), os quais eram responsáveis por verificar o cumprimento de formalidades.

Assim como aconteceu com a Diretoria Executiva, o Conselho de Administração somente recebeu as informações e documentos na mesma data da reunião de deliberação que aprovou a aquisição de Pasadena, em desacordo com o Regimento Interno aplicável.

Diante das alegações similares àquelas apresentadas pelos membros da Diretoria quanto à necessidade de celeridade, confiança na administração executiva; sigilo do negócio; preço em parâmetros de mercado demonstrados na *fairness opinion*; adequação da aquisição ao planejamento estratégico da Companhia, entre outros elementos como o de relevância dos valores envolvidos; e padrão de processos de aprovação, os membros do Conselho de Administração defenderam sua posição na tomada de decisão.

No entanto, a Autarquia, igualmente, entendeu ter havido falta dos membros do Conselho de Administração com o dever de diligência que lhes é atribuído nos termos da LSA, por não ter, no entendimento daquele órgão, havido decisão refletida e informada em relação à aquisição de Pasadena, configurando passividade dos membros do Conselho de Administração da Companhia. Surpreende a Autarquia que os referidos membros não tenham tido a diligência de avaliar as premissas da *fairness opinion* requerendo informações adicionais por meio das quais teriam verificado que “o valor no cenário considerando o investimento no *Revamp*, já menos conservador que o *As Is*, preconizado pela Sistemática, encontrava-se encontrava abaixo do que estava sendo apresentado para a aprovação”.

Não cabe nesse tópico explorar com maior profundidade as divergências entre PAI e Astra relativas à Cláusula Marlim que culminaram, entre outros motivos relativos à gestão e governança do negócio, no desentendimento entre as sócias e, consequentemente, no exercício da *Put Option* pela Astra e nos processos judiciais e de arbitragem que resultaram na aquisição da participação remanescente das empresas e o pagamento de indenização pela PAI à Astra. Sendo que em relação a esses tópicos, a Autarquia declarou não ter identificado elementos de descumprimento aos deveres fiduciários atribuíveis aos administradores, “já que a arbitragem já estava prevista nos instrumentos contratuais e que não havia normativo interno regulando a competência sobre a matéria, sendo a análise

casuística”. Ainda, a Autarquia se manifestou no sentido de não poder afirmar que houve quebra de deveres fiduciários dos administradores em relação à estratégia de protelação do pagamento do Laudo Arbitral em razão dos argumentos de que a ausência de pagamento na ocasião resguardaria a Companhia de outros riscos jurídicos, assim como a aprovação da celebração de acordo extrajudicial, embasado pelas áreas técnicas para encerrar os conflitos existentes, a respeito do que igualmente avaliou não ser possível concluir pela inobservância dos deveres fiduciários dos administradores.

Ao final, o Relatório concluiu que diante do conjunto probatório analisado os membros da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração deveriam ser responsabilizados, conforme acima mencionado, pelas irregularidades específicas aplicáveis, solicitando, ainda, o seu encaminhamento para o MPF, TCU e CGU.

No que diz respeito às penalidades aplicáveis a Nestor Cerveró e Paulo Roberto Costa, por terem eles celebrado acordos de colaboração premiada com o MPF, e tendo como resultado de tais acordos à CVM, a possibilidade de acessar informações relevantes para o deslinde do caso referente à aquisição de Pasadena, essa se posicionou no sentido de buscar a adequação e dosimetria das penalidades aplicáveis caso esses fossem, por fim, considerados culpados pelo Colegiado da Autarquia.

Foram intimadas as pessoas, aqui mencionadas, para apresentar defesa nos termos da Deliberação CVM nº 358/08. Os desdobramentos desse IA CVM 014/14 serão tratados em tópico próprio no trabalho atinente à responsabilidade de administradores, de autoria da aluna Milena Coimbra Mazzini, sendo que o disposto acima reflete o conteúdo de contorno relevante para os trabalhos avaliados em conjunto.

1.4 Resumo do Relatório da Comissão Interna de Apuração da Petrobras

Em março de 2014, foi instituída a Comissão Interna de Apuração da Petrobras (“Comissão”), constituída por oitos funcionários da Petrobrás, para apurar

irregularidades no processo de aquisição da refinaria de Pasadena, com intuito de identificar impactos, prejuízos e responsabilidades decorrentes da operação.

A Comissão foi instituída em razão de questionamentos dirigidos pelo Congresso Nacional, CGU, TCU e MPF. Apurou e analisou fatos, evidências, documentos internos, e realizou, ainda, entrevistas com empregados, consultores e outras partes envolvidas. Foram ouvidas 57 (cinquenta e sete) pessoas que teriam participado do processo de compra da PRSI.

O Relatório final elaborado pela Comissão (“Relatório”) traz um resumo dos fatos ocorridos no período, já narrados anteriormente neste trabalho, importando demonstrar, nesse capítulo, as suas conclusões.

Durante o processo de aquisição foram constatadas mudanças relevantes nas premissas utilizadas no estudo original, tais como o aumento do custo do Revamp, elevação no valor da oferta, as quais não foram consideradas para atualização dos estudos econômico-financeiros (EVTE) do projeto quando da sua aprovação pela Diretoria Executiva e Conselho de Administração, em fevereiro de 2006. A Comissão não encontrou evidências de que determinados passivos tenham sido considerados na avaliação do projeto, assim como determinados apontamentos de natureza financeira, contábil e tributária, levantados pela BDO Seidman, e capital de giro, o que poderia ter resultado em redução do Valor Presente Líquido (VPL) de aquisição.

A Comissão concluiu que a formalização do processo não foi adequada carecendo de rastreabilidade. Informações e ações importantes que deveriam subsidiar a decisão de aquisição não foram identificadas, como: o relatório final e conclusivo da avaliação econômica do projeto; o relatório definitivo das *due diligences* realizadas; o registro da evolução das negociações (minutas de contratos, condições negociais, etc.); os documentos da operação organizados de forma ordenada; o tratamento dado aos problemas identificados no bojo das *due diligences* por consultores externos, e o registro de interação entre as áreas corporativa de Novos Negócios com o Comitê de Negócios da Área Internacional.

Relatório conclui ainda que não foram observadas algumas diretrizes indicadas na Sistemática, tais como: (a) participação obrigatória das áreas corporativas de Estratégia e Desempenho Empresarial e Planejamento Financeiro no processo de aquisição; (b) a avaliação do negócio nas condições em que se encontrava (*As Is*); (c) alocação ao vendedor de vantagens e sinergias futuras que seriam verificadas com investimentos na refinaria, o que não guarda amparo na Sistemática; e (d) não foi realizada a atualização do EVTE, conforme acima mencionado, que seria obrigatória com base nas diretrizes da Sistemática.

Concluiu-se que as condições negociadas foram alteradas sem a prévia aprovação da Diretoria Executiva e ainda que a oferta feita, em outubro de 2005, foi superior ao valor estabelecido pela Diretoria Executiva. Dentre as condições negociadas sem a aprovação da Diretoria Executiva o Relatório cita: a) a alteração das condições de pagamento da *special allocation*; b) a antecipação das datas de pagamento das duas parcelas anuais; c) o adiantamento de USD 10 milhões à Astra como garantia de confirmação do negócio; d) a não atualização do ETVE com o custo real do Revamp; e) a transferência do terreno de propriedade de uma subsidiária da Astra para a PRSI por valor superior ao valor de sua aquisição inicial (ressalta-se que o mesmo foi adquirido um mês antes da transferência) e f) a assinatura das cláusulas *Marlim* e *Put Option* que favoreceram exclusivamente à Astra.

A Comissão concluiu também que não foram apresentados à Diretoria Executiva e ao Conselho de Administração cláusulas e condições relevantes relativas à aquisição da refinaria. Não foram identificados todos os anexos que compunham o Parecer Jurídico DIP JURÍDICO/JIN 4060, de 27/01/2006, no conjunto de documentos submetidos à Diretoria Executiva, inclusive aqueles que continham as cláusulas *Marlim* e *Put Option*. Não foram ressaltados à Diretoria Executiva sequer um estudo sobre os impactos dessas cláusulas no valor da proposta de aquisição, nem tampouco as fórmulas de preço e condições de exercício da *Put Option*.

Foram ainda identificadas outras falhas: (a) custo do projeto de adaptação ao óleo Marlim foi subdimensionado na apresentação à Diretoria Executiva, uma vez

que já alcançava aproximadamente o dobro do valor relatado; (b) ausência de atualização do EVTE; (c) não foram apresentados os cenários valorização da refinaria na condição *As Is* e as taxas de desconto distintas (Muse e Petrobras); (d) não foram considerados passivos na análise econômico-financeira (e) não foram apresentadas as cláusulas *Marlim* e *Put Option* para a Diretoria Executiva; (f) testes operacionais não foram realizados previamente na refinaria apesar de terem sido recomendados pela Muse; (g) outras recomendações no âmbito das *due diligences* não foram observadas, tais como laudo de avaliação e inspeção física de ativos; (h) o valor de USD 20 milhões de bônus, acrescido ao custo da aquisição da PRSI *Trading* não foi levado ao conhecimento da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração.

O Relatório apontou falhas relacionadas à negociação da aquisição dos 50% remanescentes de Pasadena. A Diretoria Internacional não considerou a avaliação *as is* da Refinaria (e nem informou a Diretoria Executiva o valor do negócio na condição em que se encontrava) e o valor da *Put Option* como limitadores para oferta inicial de USD 550 milhões, em setembro de 2007. A oferta foi enviada sem a autorização formal da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração sem a ressalva de que não seria vinculante. A Comissão não identificou também os pagamentos ao Citibank pela contratação da *fairness opinion* nessa fase da operação.

O Relatório apurou que houve autorização formal ou discussão prévia com a Diretoria Executiva e com o Conselho de Administração para entrada em processo de arbitragem.

As pessoas envolvidas no projeto que, de acordo com a Comissão, seriam supostamente responsáveis por descumprimentos e não conformidades identificadas pela Comissão são: Nestor Cerveró (Diretor Internacional da Petrobras); Luís Carlos Moreira da Silva (Gerente Executivo de Desenvolvimento de Negócios); Rafael Mauro Comino (Gerente de Inteligência de Mercado e de Desenvolvimento de Negócios de Abastecimento); Cezar de Souza Tavares (empregado desligado e consultor da Petrobras na Área Internacional); Aurélio Oliveira Telles (empregado); José Sergio Gabrielli de Azevedo (Diretor Financeiro e

de Relacionamento com Investidores e Presidente da Petrobras entre julho/2005 e fevereiro/2012); Thales Rezende Rodrigues de Miranda (empregado e coordenador de Direito Internacional); Paulo Roberto Costa (Diretor de Abastecimento); Jorge Luiz Zelada (Diretor Internacional) e Renato de Souza Duque (Diretor de Serviços).

O Relatório foi encaminhado ao Jurídico interno da Companhia com a recomendação para avaliação junto a consultores externos (criminalistas) sobre a pertinência e obrigatoriedade de apresentação do conteúdo apurado ao MPF e outras autoridades.

2 REFERENCIAL TEÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 Conceito

O tema relacionado à Governança Corporativa ganhou destaque ao longo dos anos e atualmente é usado em diversos ambientes: acadêmico, institucional e governamental. Diversas instituições, nacionais e internacionais, dedicam-se ao estudo do tema, dentre elas: IBGC, Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), World Bank, além dos órgãos que normatizam e fiscalizam o mercado de capitais - CVM e *US Securities and Exchange Commission* (SEC). Em decorrência, existe hoje um extenso arcabouço de orientações e normas legais que tratam sobre Governança Corporativa. Esse capítulo não pretende esgotar o tema, mas tão somente, apontar a origem e relevância da Governança Corporativa; seus princípios e as principais normas relevantes para o caso concreto.

Não existe um conceito único e uniforme para o termo Governança Corporativa⁶⁶. A abrangência do conceito evoluiu ao longo dos anos como resposta às diversas crises e até mesmo à mudança do papel das organizações e seu impacto na sociedade⁶⁷. De uma forma geral, o conceito leva em consideração qualquer coisa que influencia a forma como a empresa é dirigida, não envolvendo e abrangendo apenas potenciais conflitos existentes entre acionistas e gestores e acionistas minoritários e majoritários, mas também quaisquer partes interessadas, contratuais e não contratuais⁶⁸.

Na tentativa de resumir os principais aspectos, Rosseti e Andrade⁶⁹ definem governança como:

⁶⁶ “*The Corporate Governance Obsession*” escrito pela Professora Mariana Pargendler descreve as principais variações na definição de Governança Corporativa (ver nota 06, páginas 361 e 362). (PARGENDLER, Mariana. **The Corporate Governance Obsession**, set. 2014. Disponível em: <file:///Users/fernanda/Downloads/SSRN-id2491088.pdf> Acesso em: 18 jun. 2018).

Destaca-se que, em um extremo, a Governança Corporativa incorpora qualquer coisa que influencia a maneira como a organização é gerida. Apesar da abrangência que envolve o conceito, incluindo qualquer parte relacionada, o foco principal do estudo da governança é voltado a governança interna. Aquela dedicada a compreender a divisão de poderes e atribuições entre os acionistas, os conselheiros e diretores de uma organização. A evolução para abranger as influências externas é mais recente e pode ser constatada na evolução das definições apresentadas pelos principais órgãos e instituições que se dedicam a estudar o tema. O Davos Manifesto de 2020 convoca as empresas para adotar o “capitalismo das partes interessadas” destacando que as organizações precisam servir não apenas seus acionistas, mas também suas partes relacionadas (empregados, clientes, fornecedores, comunidade em que se insere e sociedade como um todo). (WORD ECONOMIC FORUM. **Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution**, 25 jan. 2019. Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>. Acesso em: 09 abr. 2020).

⁶⁷ Dentre os relevantes para o desenvolvimento do conceito de governança: os escândalos de corrupção da administração do Nixon nos Estados Unidos na década de 70; escândalos de fraudes financeiras envolvendo a Enron e WorldCom; bem como, a crise financeira de 2008. No Brasil, a adoção da Lei Anticorrupção. Ver o capítulo dessa dissertação dedicado a análise da origem e importância da Governança Corporativa.

⁶⁸ Rossetti e Andrade apresentam as mais diferentes definições de governança classificando as mesmas em quatro grandes grupos. As que destacam a governança como guardiã de direitos das partes interessadas; que entendem ser um sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas; as que focam na estrutura de poder dentro das organizações e que cria um sistema normativo que rege as relações internas e externas das companhias. (ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 138-140).

Apesar de a segregação ser possível os conceitos foram sendo aprimorados para abranger mais de uma dimensão contida nos quatro critérios. Nesse sentido, ver capítulo 4 do Livro “A Anatomia do Direito Societário, Uma Abordagem Comparada e Funcional”, em especial o item 4.3.1 que trata da proteção dos grupos externos, dos *stakeholders* (partes interessadas) não contratuais.

⁶⁹ Rossetti e Andrade apresentam uma análise da evolução do conceito e objetivos da Governança Corporativa. Destacam que as práticas de Governança Corporativa se pautavam, na sua origem, em

[...] um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas minimizando oportunismos conflitantes com esse fim⁷⁰.

O IBGC, na 5ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, reconhece a necessidade de ampliação do foco da Governança Corporativa para além dos sócios e administradores, abrangendo quaisquer partes interessadas.

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas⁷¹.

A OCDE entende que governança envolve um conjunto de relacionamentos entre os órgãos de gestão das companhias, seu conselho de administração, seus

proteger o potencial choque de interesses atribuível ao gestor oportunista (quando há o afastamento do acionista nos atos de gestão das empresas) e ao acionista oportunista (quando a estrutura societária conta com um acionista controlador e minoritário). E ainda que a abordagem da governança foi expandida no que tange aos interesses considerados abrangendo também as demandas de diversos *stakeholders* (partes interessadas). Apresentam quatro abordagens de governança quanto à abrangência dos interesses considerados. São eles: a) *Shareholders Oriented* que se limita aos interesses dos proprietários; b) *Restricted Stakeholders Oriented* voltada a gestão de interesses internos ampliados; c) *Extended Stakeholders Oriented* que integra quaisquer outras partes interessadas integradas na cadeia de negócios e d) *Comprehensive Stakeholders Oriented* que concilia os interesses dos proprietários com as demandas de todos os *stakeholders*, incluindo os situados no entorno das organizações. Por fim, ressaltam que não existe um único conjunto de critérios que definem o melhor modelo de governança a ser adotado pelas organizações, outras variáveis são importantes e influenciam. Dentre essas variáveis que os autores chamam de diferenciadores destacam-se: a) origem dos recursos necessários (*capital intensive* ou *labor intensive*); b) cultura e c) estrutura e pressão de diferentes tipos de acionistas. (ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 130 a 135).

⁷⁰ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 153.

⁷¹ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015, p. 20. O conceito apresentado pelo IBGC na edição de 2003 apresentado pelo Rossetti e Andrade não continha destaque para quaisquer partes relacionadas. O destaque era dado somente para as relações internas da organização (acionista, conselhos de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal). O conceito tem se estendido para partes relacionadas contratuais e não contratuais como destacamos na nota 69 desse trabalho.

acionistas e quaisquer outras partes interessadas⁷². Para a OCDE, a governança fornece uma estrutura em que os objetivos da empresa são definidos, determina os meios que a organização atingirá esses objetivos e estabelece uma forma de monitorar o seu desempenho. A CVM define como um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma empresa protegendo todas as partes interessadas (investidores, empregados e credores) facilitando o acesso a capital.

As práticas de governança têm como propósito alterar a forma de gestão das sociedades construindo um ambiente de confiança e de integridade empresarial. Como consequência, traz segurança a todos que se relacionam com a sociedade, atrai investimentos e fortalece a credibilidade da empresa perante a comunidade em que se está inserida. Não existe um modelo único a ser aplicado a todas as organizações. As diferentes práticas de Governança Corporativa poderão ser impactadas por diversos motivos, dentre os quais destacamos, a jurisdição onde a organização está sediada, a composição societária, a estrutura de endividamento da organização, a maturidade da organização e do mercado em que atua.

A abordagem conhecida como “aplique ou explique” adotada internacionalmente e pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas – permite que as empresas expliquem a não adoção de determinadas regras e que os investidores analisem as justificativas frente ao estágio de desenvolvimento das organizações e seu ramo de atividade⁷³. É mais uma evolução que objetiva reforçar o ambiente de confiança e credibilidade almejados pelos investidores e reguladores.

⁷² OECD. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: OCDE, 2016, p. 09. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>. Acesso em: 08 mar. 2020.

⁷³ A Instrução CVM 586 (que alterou a Instrução CVM 480) determina que as companhias abertas divulguem informações sobre a aplicação das práticas de governança previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (modelo pratique ou explique).

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código Brasileiro de Governança Corporativa Companhias Abertas**, 2016. Disponível em: https://www.legiscompliance.com.br/images/pdf/ibgc_codigo_brasileiro_de_governanca_corporativa_companhias_abertas.pdf. Acesso em 24 jan. 2021.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**, jun. 2002. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 08 mar. 2020.

2.2 Princípios

A definição e as regras de Governança Corporativa estão sustentadas em princípios que traduzem a essência do que se almeja alcançar com as mais diferentes práticas. Os princípios orientam a forma de gerir uma organização para se atingir os objetivos almejados pela adoção de regras de Governança Corporativa.

O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhia Aberta do IBGC⁷⁴ indica como princípios básicos de governança: a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa⁷⁵. A OCDE⁷⁶ apresenta os princípios em 6 (seis) capítulos reproduzindo a lógica inerente a cada um deles.

A transparência consiste na divulgação de informações relevantes e importantes para as diversas partes interessadas que se relacionam com a organização. É importante destacar que os manuais de boas práticas recomendam que o dever de informar vá além das obrigações previstas em leis e regulamentos e ao que é exigido pelo mercado. OCDE destaca que um regime de divulgação de informação robusto é uma ferramenta importante e eficaz na atração de capital e de financiamento. A transparência também é um dos pilares de consolidação de comportamentos éticos e, em conjunto com a prestação de contas, é uma ferramenta importante para apoiar a fiscalização e supervisão das atividades de seus gestores. Ao avaliar o caso concreto, pretende-se destacar eventuais deficiências identificadas na transparência das informações e os diversos aspectos envolvendo esse princípio.

⁷⁴ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhia Abertas. IBGC, 2016, p. 15.

⁷⁵ Rosseti e Andrade apresentam esses princípios como valores que sustentam as práticas e os processos de gestão. Não diferem dos apresentados no código do IBGC. São eles: a) *fairness* – senso de justiça e de equidade no tratamento dos acionistas; b) *disclosure* – transparência nas informações; c) *accountability* – prestação responsável de contas, e d) *compliance* – conformidade no cumprimento das normas, estatutos sociais e regimentos internos da organização. (ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 140-141).

⁷⁶ OECD. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: OCDE, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>. Acesso em: 08 mar. 2020.

A prestação de contas é uma forma de se exercer a transparência e a responsabilidade corporativa. A OCDE inclui a transparência e a prestação de contas em um único tópico (item V) e destaca a necessidade de transparência ao se exigir um quadro regulatório interno e externo que promova a transparência (item I). A OCDE orienta ainda que a estrutura de governança deve assegurar a divulgação, tempestiva e rigorosa, de toda informação relevante, sendo relevante aquela cuja omissão ou distorção pode influenciar as decisões econômicas tomadas pelos usuários da informação⁷⁷. Nesse sentido, o IBGC destaca que a prestação de contas precisa ser clara, concisa, compreensível e tempestiva, reforça que os agentes de governança⁷⁸ deverão assumir integralmente as consequências de seus atos e omissões (responsabilidade corporativa)..

A equidade é o tratamento justo e isonômico de todos os sócios e partes interessadas. OCDE segrega os acionistas de outras partes interessadas. O item II prevê que a estrutura de governança deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e deve garantir o tratamento paritário dos mesmos. Já o item IV, prevê que a estrutura de governança deve reconhecer os direitos das partes interessadas por lei ou por acordos mútuos, tendo acesso a informações relevantes, suficientes e confiáveis em tempo oportuno.

A responsabilidade corporativa está ligada aos deveres dos agentes de governança. No Brasil, os deveres fiduciários dos administradores estão previstos nos arts. 153 e 155 da LSA (dever de diligência e de lealdade). A OCDE traz essa função no item VI quando trata das funções do conselho. O conceito deve abranger

⁷⁷ OCDE orienta que a divulgação da informação deve incluir, mas não se limitar a informação relevante sobre os resultados financeiros e operacionais da empresa; objetivos da sociedade e informações não financeiras; acionistas relevantes, beneficiários efetivos e direitos de voto; remuneração dos membros do conselho de administração e principais gestores; informações sobre membros da administração, suas qualificações, o processo de seleção, eventual conflito de interesse, outros cargos ocupados e posição de independência; transações com partes relacionadas; fatores de riscos previsíveis; questões relevantes relacionadas a funcionários e partes interessadas, a estrutura de governança, suas políticas e regimentos; auditorias independentes; canais para divulgação com acesso equitativo e eficiente.

⁷⁸ IBGC defini agente de governança quaisquer indivíduos e órgãos envolvidos no sistema de governança, tais como: sócios, administradores, conselheiros fiscais, auditores, conselho de administração e conselho fiscal. (IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015, p.13).

qualquer órgão da administração e deve sempre levar em consideração mecanismos de responsabilização.

O detalhamento e a extensão desses princípios serão apresentados e aprofundados na medida em que avaliamos o cenário contido no estudo de caso, no capítulo dedicado à análise do caso concreto.

2.3 Origem da Governança Corporativa e Relevância

Apesar de o movimento de adoção de regras de governança corporativa ser mais recente, os problemas ligados a governança remontam às primeiras sociedades anônimas. A origem dos conceitos ligados à Governança Corporativa remonta, ao menos, à formação da Companhia Britânica das Índias, da Companhia Holandesa das Índias Ocidentais (primeira companhia de capital aberto do mundo) e diversas outras grandes empresas criadas nos séculos XVI e XVII⁷⁹. Os conceitos envolvendo práticas de Governança Corporativa e sua importância evoluíram ao longo dos anos e ganharam destaque no mundo empresarial e acadêmico⁸⁰.

Atribui-se, como principal motivo ao surgimento dos conceitos relativos à Governança Corporativa ⁸¹, a necessidade de se lidar com conflitos existentes

⁷⁹ CHEFFINS, B. R. **The history of corporate governance**. In The Oxford Handbook of Corporate Governance. 1. ed. New York: Oxford University Press, 2014; GABRIELI, Marcio Fernandes. Governança Corporativa. In: CHENG, Hsia Hua (Coord.). **Introdução às finanças empresariais**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

⁸⁰ Brian R. Cheffins da Universidade de Cambridge desenvolve os acontecimentos nos Estados Unidos entre meados dos anos 70 até o final dos anos 90 ressaltando como a governança passou a ter espaço entre discussões acadêmicas e regulatórias. (CHEFFINS, B. R. **The history of corporate governance**. In The Oxford Handbook of Corporate Governance. 1. ed. New York: Oxford University Press, 2014).

A Professora Mariana Pargendler destaca que, apesar de existir um material vasto que documenta a evolução das práticas de governança, o motivo que impulsionou a adoção dessas práticas não recebeu uma atenção sistemática. Uns atribuem à evolução do mercado de capitais, a maior independência dos órgãos de administração e à mudança na forma de gerir as companhias com o distanciamento do acionista. Professora Mariana, em seu trabalho, oferece uma razão complementar, analisando uma coincidência, não acidental, no aumento das práticas de governança simultânea a uma onda de desregulação e intervenção governamental. Transferindo para dentro das organizações a cultura de “*checks and balances*” eventual intervenção e regulação governamental torna-se menos relevante, uma vez que as empresas passam a ser geridas e administradas por si só. (PARGENDLER, Mariana. **The Corporate Governance Obsession**, set. 2014. Disponível em: <file:///Users/fernanda/Downloads/SSRN-id2491088.pdf> Acesso em: 18 jun. 2018).

⁸¹ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Origem da Governança**. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 08 mar. 2020.

quando se tem uma propriedade acionária dispersa ou quando há divergência entre os interesses dos sócios e os administradores da companhia (descentralização de propriedade e gestão das sociedades). Adam Smith antecipou esse conflito⁸².

[...] Contudo, não se pode esperar que os membros do conselho dessas empresas (de sociedade anônima por ações), por serem os administradores do dinheiro alheio e não do próprio dinheiro, o protejam com a mesma vigilância atenta que os sócios de uma empresa privada costumam dedicar ao próprio dinheiro. Como os capatazes de um homem rico, eles tendem a se envolver em detalhes não necessariamente visando a honra de seus senhores, e muito facilmente concedem a si mesmos permissão para tanto. A negligência e a profusão, portanto, devem sempre prevalecer, em maior ou menor grau, na administração dos negócios de uma empresa como essa.

Quando os proprietários das ações das sociedades deixam de ser também seus administradores (executivos profissionais), surge o relacionamento de agência (representação). Os interesses daqueles que efetivamente administram as sociedades não, necessariamente, estarão em consonância com os interesses dos proprietários das ações⁸³. Cumpre notar que esse conflito (chamado de conflito de agência) foi apresentado e desenvolvido por Berle e Means⁸⁴, e também por Jensen e Meckling⁸⁵ que, em 1976, criou a expressão custos de agência⁸⁶ para se referir

⁸² SMITH, 1776, p. 700 apud JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, abr-jun, p. 87-125, 2008, p. 88.

⁸³ LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança Corporativa**. São Paulo: Forense, 2001, p. 32.

⁸⁴ BERLE JR, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. **Economics Law and Planned Business: The Modern Corporations & Private Property**, 1932. (Transaction Publishers, 1991) apud (ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 72). Berle e Means destacou o afastamento entre a propriedade acionária e a administração da sociedade (notadamente as organizadas na forma de sociedades anônimas) e o fato de aumentarem o número de companhias com capital diversos, antecipando a existência de divergências de interesses nesses casos.

⁸⁵ Jensen e Meckling entendem haver uma relação de agência (representação) quando uma ou mais pessoas (chamados principais/representados) engajam outras pessoas (agentes/representantes) para desempenhar alguns serviços ou tarefas em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelos representantes. Os autores ainda ponderam que se ambos atuam visando maximizar sua utilidade pessoal, o representante não agirá sempre no melhor interesse do representado, surgindo o conflito de interesses. Nessas relações, além da maximização do interesse pessoal há também a possibilidade de surgirem divergências no entendimento do que pode ser melhor para o representado. O representante, por estar mais ligado ao dia a dia do negócio, pode utilizar essa oportunidade em benefício próprio, além de ter legítimo interesse em se promover e se manter no cargo. Outro grande desafio é o de se alinhar os interesses de muitas partes interessadas envolvidas, tais como nas sociedades com múltiplos acionistas, ou até mesmo entre acionistas e credores. (JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, abr-jun, p. 87-125, 2008).

aos custos incorridos quando há essa segregação entre os proprietários das organizações e seus administradores.

Na origem, o conflito existente entre a separação dos proprietários das organizações e seus administradores, era uma das principais preocupações a ser endereçada pela Governança Corporativa. Entretanto, ao longo dos anos, o conceito foi sendo ampliado e o potencial conflito de interesse no âmbito de uma sociedade demonstrou ir além da relação de propriedade das ações e dos seus administradores, alcançando um conjunto mais amplo de indivíduos, as partes relacionadas (credores, comunidade, clientes, governo, sociedade como um todo), qualquer pessoa que sofra impacto decorrente das decisões tomadas pela sociedade⁸⁷.

Em linhas gerais, numa organização 3 (três) são os principais conflitos endereçados pela Governança Corporativa: a) quando há a delegação pelo acionista (principal) da gestão da sociedade a um terceiro, que fará a administração da sociedade (agente/representante); b) quando a sociedade é composta por diversos acionistas e/ou acionistas majoritários e minoritários; c) na relação entre a sociedade e seus acionistas e os terceiros (partes interessadas) que com a sociedade se relacionam através de uma relação contratual, tais como: empregados, terceirizados e credores e d) *stakeholders* não contratuais.

⁸⁶ Em seu trabalho, Jensen e Meckling sustentam que os custos de agência, gerados na relação entre acionista e a alta administração, são compostos pela soma dos: a) os custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente; b) despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; c) gastos realizados pelo próprio agente para demonstrar ao principal que seus atos não são prejudiciais a ele, e d) perdas residuais, advindas da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal. Custos incluem além dos gastos efetivos no monitoramento, as oportunidades perdidas, uso alternativo do tempo e decisões adotadas que não seriam as melhores para os acionistas e para a sociedade. A segregação das atividades de gestão em uma sociedade (sócio e administrador) ou a hipótese em que se tem controladores majoritários e minoritários sempre gerará custos de monitoramento e de agência positivos. (JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, abr-jun, p. 87-125, 2008). Por esse motivo, Rossetti e Andrade, na obra já destacada acima, sustentam que os conflitos de agência no mundo dos negócios dificilmente serão evitados, Primeiro porque não existe contrato completo (axioma de Klein) e segundo porque inexistente agente perfeito (axioma de Jensen-Meckling). (ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 85).

⁸⁷ LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, v. 4, Rio de Janeiro, 1997, seção 3 e a evolução dos conceitos para incluir as partes interessadas apresentada no capítulo anterior.

As práticas de Governança Corporativa surgem como um mecanismo que visa, de diferentes formas, monitorar a atividade dos administradores, reduzir eventual oportunismo do representante em relação ao representado e alinhar os interesses entre as mais diversas partes interessadas/relacionadas. A legislação tem também um papel importante no controle dos eventuais conflitos existentes, impondo regras de responsabilidade ao administrador, de proteção aos acionistas minoritários, de exigência mínima de composição da administração, de obrigatoriedade na implementação de órgãos de fiscalização e controle.

Andrade e Rosseti⁸⁸ apontam quatro principais marcos históricos que construíram os conceitos de Governança Corporativa: a) a contribuição de Robert Monks que, movido a estimular uma participação ativa dos acionistas, contribuiu para disseminação e implementação de práticas efetivas de governança; b) o Relatório de Cadbury, divulgado em 1992, por iniciativa do Banco da Inglaterra em conjunto com a Bolsa de Valores de Londres e o Instituto de Contadores Certificados, considerado o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa que serviu como modelo para os mais diversos outros publicados posteriormente; c) Divulgação, em 1999, pela OCDE dos “*Principles of Corporate Governance*”, fruto do trabalho do grupo criado em 1998 em conjunto com setor privado (*Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*) para desenvolver um conjunto de normas e diretrizes de Governança Corporativa, e d) SOX, aprovada em julho de 2002, em resposta às diversas fraudes contábeis ocorridas (Enron, Tyco e WorldCom), reforçou e fortaleceu a regulamentação das melhores práticas de Governança Corporativa trazendo mudanças importantes na responsabilidade dos órgãos de administração e dos auditores independentes⁸⁹.

⁸⁸ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 156 em diante.

⁸⁹ A SOX foi assinada nos EUA no dia 30 de julho de 2002, por George Arbusto, presidente do Congresso dos Estados Unidos. Foi originada de projetos de lei elaborados pelo senador americano Paul Sarbanes e pelo deputado federal Michael Oxley. A SOX amplia a responsabilidade dos executivos, aumenta a transparência, assegura mais independência ao trabalho dos auditores, introduz novas regras aos trabalhos desses profissionais e reduz os conflitos de interesse. A legislação prevê uma ampla responsabilização para todos envolvidos na organização, responsabilizando desde o presidente e a diretoria da empresa, até as firmas de auditoria e os advogados contratados. SOX estabelece severas exigências quanto à análise e divulgação das informações financeiras das companhias abertas, exigindo, um aprimoramento dos controles internos.

Apesar da compreensível preocupação gerada pela presença do conflito de interesse e pela possibilidade de expropriação de resultados dos acionistas e da companhia em favor do administrador, o que se percebe é que as empresas passaram, mesmo após a segregação da função de acionista e administrador, a gerar lucros e resultados expressivos. Esse resultado positivo pode ser justificado por diversos fatores ⁹⁰: a) a divisão do capital da empresa em pequenos investimentos atraiu mais investidores, aumentou a liquidez e diminuiu o risco do capital investido; b) a separação da gestão com a propriedade aumentou o desenvolvimento de gestores e pessoas que conhecem e são capazes de administrar o negócio; c) a divisão do capital em pequenos investimentos também aumentou a possibilidade de diversificação pelos acionistas diminuindo o risco dos investidores e d) a adoção de regras de governança desenvolveu um ambiente de confiança, na medida em que se reduziu a assimetria de informação entre investidores e administradores, fomentando investimentos.

A transparência e a prestação de contas, princípios básicos da Governança Corporativa, criou esse ambiente de confiança. Em *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*⁹¹, Akerlof analisa a relação entre assimetria de informação e seus efeitos no funcionamento dos mercados. Usando como exemplo o mercado de carros usados e novos, o artigo de Akerlof, agraciado pelo prêmio Nobel, demonstra como a assimetria informacional conduz ao que ele chamou de seleção adversa. A assimetria gera a saída de bens de qualidade do mercado, uma vez que as pessoas, sem a informação, não estão dispostas a pagar um valor alto por aquele bem e o vendedor, detentor da informação, não tem

No Brasil, as normas de governança e a legislação societária foram sendo desenvolvidas e aprimoradas com o mesmo objetivo da SOX. Nesse sentido, citamos: as regras de responsabilidade ao administrador, de proteção aos acionistas minoritários, de divulgação, transparência, de exigência mínima de composição da administração e de membros independentes, de obrigatoriedade na implementação de órgãos de fiscalização e controle.

⁹⁰ Retrata esse crescimento do resultado das empresas e quais são as teorias acadêmicas que justificam os resultados positivos. (BLAIR, Margaret M. Ownership and Control – Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century. **Business & Economics**, Brookings Institute, 1995).

⁹¹ AKERLOF, George A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, ago. 1970, pp. 488-500. Disponível em: <https://econweb.ucsd.edu/~jandreoni/Econ264/papers/Akerlof%20QJE%201970.pdf> Acesso em: 08 out. 2020.

interesse em vender a um preço baixo. Numa situação extrema, a seleção adversa pode acarretar a extinção de um determinado mercado. A adoção de práticas efetivas de governança aumenta a transparência e a prestação de contas, reduzindo como consequência a assimetria de informação e a seleção adversa. A governança, nesse sentido, é um mecanismo eficaz de fomento a investimentos e negócios.

Uma outra forma de corroborar o exposto, é analisando o preço de ações de companhias que adotam boas práticas de Governança Corporativa. Diversos estudos demonstram que há um prêmio atribuído a empresas com altos padrões de governança⁹² e índices foram criados para medir o desempenho das ações de empresas que adotam níveis diferenciados de governança⁹³. A governança, ao criar mecanismos de monitoramento⁹⁴ que incentivam o alinhamento entre o

⁹² Nesse sentido, Marcio Fernandes Gabrielli demonstra que desde a criação do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), o referido índice apresentou uma valorização acumulada de 579,40% (até outubro de 2011) frente a uma valorização de 309,33% do IBOVESPA e 491,42% do IBr-X-100 no mesmo período. (GABRIELLI, Marcio Fernandes. Governança Corporativa. In: CHENG, Hsia Hua (Coord.). **Introdução às finanças empresariais**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 205). A McKinsey realizou pesquisa com investidores em 2002 e apurou que a maioria dos investidores estavam preparados a pagar um prêmio para companhias que adotavam as melhores práticas de Governança Corporativa. Esse prêmio era em média de 12 a 14% na América do Norte e Europa Ocidental, 20 a 25% na Ásia e América Latina e mais de 30% na Europa Oriental e África. (MCKINSEY & COMPANY. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/#> Acesso em: 08 mar. 2020). Paul A. Gompers, Joy L. Ishii e Andrew Metrick, em *Corporate Governance and Equity Prices*, publicado em 2003, estudo em que criaram um índice de governança sugerindo que empresas com direitos de acionistas robustos tinham maior valor econômico. Correlacionaram empresas com práticas maduras de governança com alto retorno de suas ações. *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. International Finance Corporation, 2008, página 30, afirma que o aprimoramento das regras de Governança Corporativa nas empresas gerou confiança nos investidores que aumentando o número de ofertas secundárias. Estudo também demonstra que a performance do valor das ações das empresas no IGC foi maior comprada com índices semelhantes IBOVESPA e IBrX (ver capítulo 7 do estudo página 31). (GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L; METRICK, Andrew. *Corporate Governance and Equity Prices*. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, fev. 2003. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920 Acesso em: 08 out. 2020).

⁹³ Nesse sentido, as agências de *rating* criadas nos Estados Unidos, na Europa e na Ásia – Rossetti e Andrade exploram as principais práticas de avaliação na página 191. O IGC é um exemplo no Brasil. (BRASIL, BOLSA. BALCÃO. Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). **O Índice**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm Acesso em: 08 out. 2020).

⁹⁴ O monitoramento pode ser exercido por diferentes mecanismos de governança. A governança tem como premissa a transparência, equidade no tratamento de todos os *stakeholders* e a prestação de contas (*accountability*). Estão entre as práticas mais comuns a auditoria interna e externa, controles internos, relatórios anuais da administração, demonstrações financeiras trimestrais, composição de comitês de assessoramento ao conselho de administração; exigência de membros independentes e sistema de avaliação e de incentivos, cláusulas de *poison pill*, que evitam uma tomada de controle ou de fechamento branco de capital.

comportamento dos administradores e com os melhores interesses da empresa e dos acionistas⁹⁵, traz um benefício real e financeiro para a empresa e os acionistas.

A Governança Corporativa exerce um papel importante nas organizações, não apenas nos preços das ações, mas como mecanismo eficaz de fomento a investimentos e estruturação de novos negócios⁹⁶. É fato que a implementação de práticas efetivas de governança acarreta custos e despesas, chamados de custos de agências. O desafio que as empresas enfrentam é o de implementar regras e procedimento, que reduzem efetivamente a assimetria de informação, com o menor custo de agência possível.

Como veremos ao longo do trabalho, a simples implementação das principais práticas não garante um programa efetivo. O sistema de Governança Corporativa implementado não pode ser estático, mas sim um processo vivo, estratégico enraizado na cultura organizacional. A alocação de recursos para estruturação do programa é apenas a primeira etapa, para garantir sua efetividade faz-se necessário treinar, comunicar, testar e monitorar continuamente.

2.4 Governança Corporativa nas Empresas Estatais

As empresas estatais são criadas com o objetivo de solucionar imperfeições de mercado, fomentar o desenvolvimento de atividades industriais ou ter um controle estratégico de determinados ativos ou serviços que são essenciais para um determinado país. A lógica pode variar entre os diferentes países, mas na essência, as empresas estatais têm sua atuação pautada em interesses sociais, coletivos, econômicos e estratégicos de um país. A participação do Estado em atividades

⁹⁵ Para fins desse trabalho, considera-se que os interesses dos acionistas estão alinhados com os da sociedade mesmo reconhecendo que, na prática, existem divergências.

⁹⁶ Estudos demonstram que empresas com alto nível de Governança Corporativa tem um menor custo no acesso a capital (seja primário, secundário ou no mercado financeiro) facilitando seu acesso ao mercado de capitais. (OECD. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: OCDE, 2016, p. 10. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>. Acesso em: 08 mar. 2020.

Rossetti e Andrade reproduz diversos estudos que medem a Governança Corporativa e que concluem que a relação entre governança, desempenho, valor da empresa e risco é significativa. (ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 197, quadro 3.12).

econômicas é uma realidade relevante, principalmente em países em desenvolvimento⁹⁷.

No Brasil, a Constituição Federal (CF), em seu art. 173⁹⁸, estabelece que o Estado somente pode explorar atividade econômica, diretamente, quando

⁹⁷ Os estudos produzidos pelos Professores Curtis J. Milhaupt e Mariana Pargendler em 2017, "Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform" e pela Professora Mariana Pargendler "State Ownership and Corporate Governance" destacam que, apesar da expectativa de redução dessas entidades em virtude da queda do regime socialistas em diversos países, as empresas de sociedade mista estão ativas e, em 2010, representavam 1/5 do valor do mercado de capitais no mundo, sendo mais que o dobro quando comprado a uma década atrás. O modelo de capital misto (público e privado) vem crescendo e é uma alternativa à privatização total das empresas. Estudo apresenta os casos de diversos países. Destaca que o modelo de capital misto tem algumas vantagens dentre elas: a) a melhora da performance e do resultado das empresas influenciados positivamente pelo monitoramento que os investidores impõem e por regras de governança mais rígidas e b) a possibilidade de uso do dinheiro recebido com a venda da participação minoritária em outros usos necessários ao governo. (MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. **Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform**, 2017. SSRN – id2942193. Disponível em:

<https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1907&context=cilj>. Acesso em: 20 nov. 2019; PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance, 80 **Fordham L. Rev.** 2917, 2012. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol80/iss6/19/> Acesso em: 20 nov. 2019).

O programa de destaque em governança de Estatais da B3 destaca que em 31/08/2015, havia 30 Estatais listadas na BM&FBOVESPA, das esferas federal, estadual e municipal, atuantes em 6 setores da economia e responsáveis por 14,23% da capitalização de mercado (equivalente a R\$ 300 bilhões). Essas companhias foram responsáveis, no período de setembro de 2014 a Agosto de 2015, por 21,9% do Volume Médio Diário Negociado (equivalente a R\$ 1,5 bilhão). Dessas Estatais, 8 são integrantes do Ibovespa e 10 são integrantes do IBRX -100. Em relação à participação de pessoas físicas, merecem destaque Banco do Brasil (324 mil CPFs), Petrobras (323 mil CPFs) e Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG (123 mil CPFs). (BM&FBOVESPA. **Programa Destaque em Governança de Estatais**. Disponível em:

http://www.b3.com.br/data/files/55/46/48/E6/F87AF510BD3EA5F5790D8AA8/Programa_Destaque_e_m_Governanca_de_Estatais_30.09.2015.pdf Acesso em: 5 mai. 2020).

Renato Ferreira dos Santos, em sua Dissertação de Mestrado, traz na introdução de seu trabalho a evolução da ingerência do Estado na Economia do Brasil demonstrando a relevância dessas entidades na economia brasileira. (SANTOS, Renato Ferreira dos. **O Papel do Estado como Acionista Controlador de SEMs: Limites e Restrições à Perseguição do Interesse Público**. 2018. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2018. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/21990> Acesso em: 5 mai. 2020).

⁹⁸ Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

§ 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre:

I - sua função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade;

II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários

III - licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública

IV - a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários;

V - os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores.

necessário aos imperativos da segurança nacional ou quando houver relevante interesse coletivo⁹⁹. As empresas estatais devem ser constituídas a partir de lei que autoriza e determina o interesse público que justificou sua criação. A lei de criação também deve estabelecer o estatuto jurídico da empresa, fazendo constar o interesse coletivo em seu objeto social e sua função social¹⁰⁰. As empresas estatais podem ser públicas, aquelas que tem seu capital social detido na sua totalidade pelo Estado, ou de capital misto (SEMs), em que parte do capital é detido por acionistas privados, sendo o Estado o controlador. As SEMs, foco especial desse trabalho, devem ser constituídas sobre a forma de sociedade anônima e estão sujeitas ao regime previsto da LSA¹⁰¹. Apesar de possuírem natureza jurídica de entidade de direito privado, essas empresas estão sujeitas a algumas normas de direito público, são fiscalizadas pelos Tribunais de Conta, estão sujeitas ao controle da CGU e

§ 2º As empresas públicas e as sociedades de economia mista não poderão gozar de privilégios fiscais não extensivos às do setor privado.

§ 3º A lei regulamentará as relações da empresa pública com o Estado e a sociedade.

§ 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.

§ 5º A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular. (BRASIL.

Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm Acesso em: 5 mai. 2020).

⁹⁹ Há uma discussão sobre o princípio da subsidiariedade ser dotado de status constitucional e seu alcance a depender da interpretação que se faz do conceito de relevante interesse coletivo. (SANTOS, Renato Ferreira dos. **O Papel do Estado como Acionista Controlador de SEMs: Limites e Restrições à Perseguição do Interesse Público.** 2018. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2018. Disponível em:

<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/21990> Acesso em: 5 mai. 2020).

¹⁰⁰ Art. 173, § 1º, Inc I, art. 27 da Lei das Estatais e art. 44 do Decreto nº 8.945/16 (que regulamentou a Lei das Estatais). Existe controvérsia sobre a existência de dupla finalidade das sociedades em economia mista (função social e econômica). Função social entendida como aquela que autoriza a SEM's a prática atos que justificam o atendimento ao interesse público que justificou sua criação, mesmo na hipótese em que esses atos não maximizem o retorno aos investidores. A econômica como aquela que visa a obtenção de lucro para ressarcir os investidores minoritários pelo investimento realizado. No presente estudo consideraremos superada e menos relevante essa discussão prevalecendo o entendimento de que as SEMs devem sim buscar a maximização dos lucros (viabilizando o retorno do investimento aos acionistas), atendendo sempre ao interesse público que justificou sua criação. No caso específico da Petrobras seu Estatuto Social contém a previsão de recomposição de eventual prejuízo sofrido na perseguição do interesse coletivo. Para aprofundamento da discussão remetemos à Dissertação de Renato Ferreira dos Santos. (SANTOS, Renato Ferreira dos. **O Papel do Estado como Acionista Controlador de SEMs: Limites e Restrições à Perseguição do Interesse Público.** 2018. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2018. Disponível em:

<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/21990> Acesso em: 5 mai. 2020).

¹⁰¹ Art. 5º da Lei nº 13.303/16. (BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016.** Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm Acesso em: 08 out. 2020

devem contratar observando normas do setor público. As SEMs de capital aberto também estão sujeitas às normas da CVM e das regras de governança específicas a depender do segmento de listagem de cada SEM.

A implementação de um sistema robusto de Governança Corporativa, como visto nesse trabalho, adiciona valor para as companhias, sendo constantemente reconhecido e comprovado. A aplicação dessas práticas em empresas estatais apresenta desafios adicionais aos enfrentados em empresas privadas¹⁰². O conflito existente na dupla função do Estado como acionista da empresa e como administrador da nação, responsável pela regulação e administração de políticas públicas¹⁰³, é um exemplo. Soma-se a esse desafio, o risco constante de

¹⁰² Conflitos de Agência apresentados no capítulo anterior desse trabalho, destacando-se: a) os relacionados a segregação das atividades de administrador e acionista e b) os presentes quando a sociedade detém acionistas majoritários e minoritários. Curtis J. Milhaupt e Mariana Pargendler destacam que as SEM's listadas enfrentam diferentes tipos de conflitos de agência a depender de como o Estado se comporta como acionista. Se passivo e ausente, os problemas relacionados a segregação de função de administrador e acionista são intensificados. Na hipótese de agir como um acionista presente e atuante, os riscos relacionados a atividade gerencial dos administradores serão reduzidos dando oportunidade para que o Estado atue de forma prejudicial aos acionistas minoritários. Nessa hipótese aumentam as possibilidades de ações que beneficiam o interesse do Estado, o favoritismo político e até mesmo de corrupção. (MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. **Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform**, 2017. SSRN – id2942193. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1907&context=cilj>. Acesso em: 20 nov. 2019).

¹⁰³ Renato Ferreira dos Santos conclui que a legislação brasileira carece de dispositivos que tutelem concretamente o conflito de interesses inerente ao duplo papel do Estado em relação às SEMs. Sustenta que uma solução adequada pode ser a previsão de regime dualista para empresas estatais e privadas, que na sua visão, esse regime pode ter se iniciado com a edição da Lei das Estatais. Cita como exemplo a Petrobras e a manutenção da política de congelamento de preços de combustíveis para controle da inflação que culminou na instauração de ação de improbidade administrativa contra a União Federal e seus administradores (dentre eles Guido Mantega e Maria das Graças Foster) por abuso de poder de controle. (SANTOS, Renato Ferreira dos. **O Papel do Estado como Acionista Controlador de SEMs: Limites e Restrições à Perseguição do Interesse Público**. 2018. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, 2018. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/21990> Acesso em: 5 mai. 2020).

O trabalho publicado pelos Professores Curtis J. Milhaupt e Mariana Pargendler avalia os desafios de governança associados às SEMs analisando a prática em oito diferentes jurisdições. Trabalho é interessante pois demonstra a existência de uma ausência de padronização na forma de tratar as SEMs. Existem jurisdições que segregam a atividade de investimento e regulação para evitar e mitigar o conflito. Outras não adotam essa postura e ainda assim tem sucesso no modelo. Usando exemplo de Cingapura e Noruega, o artigo demonstra que mesmo com uma solução diferente países com reputação de baixa corrupção são bem-sucedidos com uso das SEMs. (MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. **Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform**, 2017. SSRN – id2942193. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1907&context=cilj>. Acesso em: 20 nov. 2019).

O trabalho publicado pela Professora Mariana Pargendler "*State Ownership and Corporate Governance*" demonstra o conflito existente entre o duplo papel do Estado (acionista e regulador) e

interferências políticas na sua condução, de intervenções realizadas pelo acionista controlador para atender o interesse público que justificou sua criação (que pode ser contrário à lógica empresarial); da falta de transparência e fiscalização e do maior risco de prática de atos de corrupção. As SEMs, portanto, apresentam custos de agências específicos¹⁰⁴, não só ligados a presença do acionista privado minoritário, mas também, dos cidadãos que são os últimos beneficiários da ação do Estado nessas empresas.

A LSAs, em seu art. 238, permite que o acionista controlador da SEM oriente as atividades da companhia para atender ao interesse público que justificou a sua criação. Através dessa previsão legal, legitimou-se, nesse tipo societário, a possibilidade de se sacrificar a lucratividade em prol do interesse coletivo, que justificou sua criação, eximindo o acionista controlador de responsabilidade¹⁰⁵. Em

destaca como esse conflito pode gerar externalidades negativas, na medida em que o Estado pode aprovar alterações na legislação em detrimento aos acionistas minoritários. (PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance, 80 **Fordham L. Rev.** 2917, 2012. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol80/iss6/19/> Acesso em: 20 nov. 2019).

Como exemplo, tem-se a publicação da Lei nº 9.457/97. (BRASIL. **Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997**. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm Acesso em: 08 out. 2020).

A lei revogou o art. 254 da LSA excluindo o direito dos acionistas minoritários de ter igualdade de condições financeiras quando da alienação de bloco de controle (retirou direito ao *Tag Along*). Prêmio de controle não foi dividido com os minoritários. Em 2001, o Congresso Nacional aprovou o retorno do *Tag Along* (Lei nº 10.303/01) de 80%. (BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm Acesso em: 08 out. 2020).

¹⁰⁴ Chamados de “*agency costs of state capitalism*”. Estudo destaca que os custos de agências são aqueles originários dos agentes públicos e dos cidadãos que, em teoria, são os últimos beneficiários das ações do estado e decorrentes da falta de clareza e consenso quanto aos objetivos que o governo deve buscar/almejar. Existe um risco grande de que as ações tomadas pelos agentes públicos sirvam seus próprios interesses e não os interesses dos cidadãos e da sociedade. Destacam ainda que os custos de agência são mais severos, pois as opções de saída que os cidadãos têm são bem mais frágeis que qualquer outro acionista. Há ainda a questão relativa ao monitoramento que pode só pode ser exercido pelos cidadãos através de ações coletivas. (MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. **Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform**, 2017. SSRN – id2942193. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1907&context=cilj>. Acesso em: 20 nov. 2019).

¹⁰⁵ Ver item 2.2 da Dissertação de Renato Ferreira dos Santos que discute o art. 238 e a possibilidade de sacrificar a lucratividade da Estatal. (SANTOS, Renato Ferreira dos. **O Papel do Estado como Acionista Controlador de SEMs: Limites e Restrições à Perseguição do Interesse Público**. 2018. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2018. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/21990> Acesso em: 5 mai. 2020).

que pese as normas em vigor não contenham qualquer exigência de compensação¹⁰⁶ da companhia ou de seus acionistas nessas situações, o Estatuto da Petrobras, a partir de 2019, passou a conter essa previsão¹⁰⁷, sendo esse um

¹⁰⁶ A redação original do art. 238 da LSA previa a compensação, mas foi retirada quando da sua aprovação. O § 2º do art. 8º da Lei das Estatais traz transparência para essas transações e servirão de um mecanismo forte para discussão da compensação de eventuais prejuízos apurados na persecução do interesse social. Importante ainda destacar que a parte da doutrina defende a compensação e parte rechaça com o entendimento de que o direito de recesso previsto no art. 236 da LSA seria suficiente para proteger o investidor minoritário. Essa é uma discussão que se tornou irrelevante para o trabalho já que o Estatuto da Petrobras contém a previsão de recomposição de eventual prejuízo sofrido.

IBGC destaca que o maior desafio das SEMs é conciliar o cumprimento do seu mandato estatal com seus objetivos empresariais e ainda que o Estado deve compensar a Companhia na hipótese de existirem perdas econômicas para atender o interesse público. Como referência para aprofundamento faz-se referência a Dissertação de Renato Ferreira dos Santos citado nesse estudo. (IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Boas Práticas de Governança Corporativa para Sociedades de Economia Mista**. Disponível em:

<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=20994> Acesso em: 5 mai. 2020).

¹⁰⁷ Estatuto da Petrobras: Art. 3º- A Companhia tem como objeto a pesquisa, a lavra, a refinação, o processamento, o comércio e o transporte de petróleo proveniente de poço, de xisto ou de outras rochas, de seus derivados, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, além das atividades vinculadas à energia, podendo promover a pesquisa, o desenvolvimento, a produção, o transporte, a distribuição e a comercialização de todas as formas de energia, bem como quaisquer outras atividades correlatas ou afins. (...)

§3º A Petrobras poderá ter suas atividades, desde que consentâneas com seu objeto social, orientadas pela União de modo a contribuir para o interesse público que justificou a sua criação, visando ao atendimento do objetivo da política energética nacional previsto no art. 1º, inciso V, da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997.

§4º No exercício da prerrogativa de que trata o §3º acima, a União somente poderá orientar a Companhia a assumir obrigações ou responsabilidades, incluindo a realização de projetos de investimento e assunção de custos/resultados operacionais específicos, como aqueles relativos à comercialização de combustíveis, bem como outras atividades correlatas, em condições diversas às de qualquer outra sociedade do setor privado que atue no mesmo mercado, quando: I– estiver definida em lei ou regulamento, bem como prevista em contrato, convênio ou ajuste celebrado com o ente público competente para estabelecê-la, observada a ampla publicidade desses instrumentos; e II– tiver seu custo e receitas discriminados e divulgados de forma transparente, inclusive no plano contábil.

§5º- Na hipótese dos §§3º e 4º acima, o Comitê de Investimentos e o Comitê de Minoritários, em suas atribuições de assessoramento ao Conselho de Administração, avaliarão e mensurarão, com base nos critérios de avaliação técnico-econômica para projetos de investimentos e para custos/resultados operacionais específicos praticados pela administração da Companhia, se as obrigações e responsabilidades a serem assumidas são diversas às de qualquer outra sociedade do setor privado que atue no mesmo mercado.

§6º- Quando orientada pela União a contribuir para o interesse público, a Companhia somente assumirá obrigações ou responsabilidades: I– que respeitem as condições de mercado definidas conforme §5º acima; ou II– que se adequem ao disposto nos incisos I e II do §4º acima, observados os critérios de que trata o §5º acima, sendo que, nesta hipótese, a **União compensará, a cada exercício social, a Companhia pela diferença entre as condições de mercado definidas conforme o §5º acima e o resultado operacional ou retorno econômico da obrigação assumida.** (grifo nosso)

§7º- O exercício da prerrogativa de que trata o §3º acima será objeto da carta anual, subscrita pelos membros do Conselho de Administração, de que trata o art. 13, inciso I, do Decreto nº 8.945, de 27 de dezembro de 2016. (PETROBRAS. **Estatuto Social da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras**. Disponível em:

<http://transparencia.petrobras.com.br/sites/default/files/EstatutoSocialAGOE27Abril2017Portugues.pdf> Acesso em: 18 jun. 2018).

custo de agência adicional. Não fez parte do escopo desse trabalho a análise da eficácia e da licitude dessa previsão estatutária, a identificação da sua existência apenas corrobora que as SEMs possuem custos de agências específicos e demonstra a dificuldade na implementação de práticas de governança corporativa nessas entidades. No caso específico da compensação dos prejuízos será necessário dar transparência, fundamentar a tomada de decisão, manter comitês especializados (que acompanharão e avaliarão essas transações), definir regras específicas para apurar eventual prejuízo que justifique compensação e criar mecanismos eficientes que permitam a fiscalização dos investidores.

Diversas organizações, brasileiras e estrangeiras, passaram a publicar guias de boas práticas de Governança Corporativa¹⁰⁸ para Empresas Estatais e alguns específicos para SEMs. Os guias levam para as empresas estatais algumas regras de Governança Corporativa adotadas por empresas privadas, buscando assegurar que essas empresas operem de forma eficiente, transparente e competitiva perante o público em geral (incluindo acionistas privados e os cidadãos). Reconhecem e endereçam os desafios de governança específicos enfrentados pelas empresas estatais relatados acima.

A OCDE, em suas diretrizes¹⁰⁹, cria um referencial teórico que busca profissionalizar a atuação do Estado como acionista. De forma sucinta prevê que o Estado deve: a) agir sempre no interesse público geral, maximizando valor para a sociedade; b) divulgar o interesse público que justificou sua constituição de forma clara, criticando-o periodicamente; c) atuar como um acionista responsável garantindo uma governança efetiva e transparente; d) dar autonomia operacional às empresas estatais; e) atuar como um acionista ativo implementando práticas efetivas de governança com altos padrões de transparência e divulgação e f) não usar as empresas estatais para financiar atividades políticas.

¹⁰⁸ Foram analisadas para elaboração desse trabalho: a) Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais, Edição 2015, OECD Publishing, Paris; b) IBGC, Quinta Carta Diretriz – SEMs – 2015; c) IBGC, Boas Práticas de Governança Corporativa para SEMs, 2015, e d) BMF&Bovespa – Programa Destaque em Governança de Estatais, 2015.

¹⁰⁹ OCDE publicou a primeira versão das Diretrizes sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais em 2005. A última atualização foi feita em julho de 2015 e contou com a participação do Brasil no Grupo de Trabalho de Revisão.

OCDE recomenda uma clara separação entre a função de acionista do Estado e as atividades regulatórias e incentiva a recomposição de prejuízos sofridos na persecução do interesse público e coletivo que ensejou a criação da estatal. As diretrizes também tratam do tratamento equitativo de todos os acionistas e investidores, da implementação de elevados padrões de divulgação e transparência e de programas de integridade e de controles internos. Em um capítulo específico orienta sobre a atuação e responsabilidade dos administradores.

Além das recomendações feitas pela OCDE, o IBGC faz recomendações para que o interesse público, que justificou a criação da SEM, conste na lei de constituição e no Estatuto Social de forma detalhada para não ensejar interpretação genérica. Que o interesse público seja conciliado com os outros inerentes da sociedade e que a mesma seja compensada por eventuais perdas incorridas no atendimento do interesse público.

No que se refere ao Conselho de Administração, IBGC recomenda seu fortalecimento e independência. Sugere que a totalidade de seus membros sejam independentes e profissionais, evitando cargos de ministro, secretários ou profissionais de confiança no âmbito da administração. Recomenda-se ainda a construção de um ambiente favorável à implementação e cumprimento de programas correlatos como de integridade, de gestão de risco, além da implementação de controles internos efetivos que coíbam a prática de atos lesivos ou com desvio de finalidade.

Em setembro de 2015, a BM&F Bovespa (hoje B3) implementou um programa de governança de estatais que oferece uma certificação específica para as Sociedades de Economia Mista (SOEs) listadas. Programa está pautado em quatro linhas de ação: a) Transparência e Divulgação de Informações; b) Estrutura e Prática de Controles Internos; c) Composição da Administração e d) Compromisso dos Controladores Públicos. Importante destacar que, em controles internos, o programa exige que a empresa adote estruturas e práticas de controles de acordo

com o *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO)¹¹⁰, abrangendo uma estrutura de *compliance* (integridade) e riscos. Em transparência o programa inclui a divulgação de informações relevantes ligadas ao programa de integridade (treinamento, periodicidade e denúncias). A adesão ao programa é voluntária e pode ser feita em duas categorias distintas.

Em junho de 2016, foi aprovada a Lei nº 13.303/2016 (“Lei das Estatais”) que institui o Estatuto Jurídico da empresa estatal. A Lei das Estatais editada com o propósito de fortalecer as práticas de Governança Corporativa, objetiva homogeneizar o regime jurídico das estatais aproximando-o ao das empresas privadas. De forma geral, a lei está dividida em duas partes: a) a primeira que traz regras de Governança Corporativa a serem adotadas pelas empresas estatais e b) a segunda que traz regras sobre licitações e contratos. No item 2.5 detalharemos as regras de governança que foram impostas por essa legislação e que são importantes para o estudo de caso da Petrobras. A Lei das Estatais reforça as estruturas e práticas de integridade, gestão de riscos e controles internos e implementa medidas que diminuem a exposição da empresa estatal à influência política criando mecanismos de proteção aos acionistas privados.

Importante ainda destacar a criação da Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (CGPAR) em 2007 e da Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST) em 2016. A criação desses órgãos da administração reforça a atenção com a aplicação de boas práticas de governança a serem adotadas pelas empresas estatais.

As diretrizes e normas, que passaram a disciplinar a governança em estatais, são unânimes em recomendar total transparência e clareza quanto ao interesse público a ser perseguido pelas empresas estatais. O fortalecimento e aumento do

¹¹⁰ COSO é uma organização norte americana que desenvolver e estuda assuntos ligados a Governança Corporativa com o objetivo de desenvolver guias e diretrizes para as organizações. Fundada nos Estados Unidos em 1985 essa organização atua nas áreas de Governança Corporativa, integridade, controles internos, gestão de riscos e relatórios financeiros e gerenciais.

grau de independência dos órgãos da administração, em especial, o Conselho de Administração também é destaque.

Apesar de o trabalho não ter como objeto a crítica das melhores práticas de governança em estatais, mas tão somente, as fragilidades identificadas na governança da Petrobras quando da aquisição de Pasadena, é importante destacar que há de se ter muito cuidado com a implementação de regras de governança mais rígidas que as exigidas às empresas privadas, como a recomendação do IBGC para que todos os membros do Conselho de Administração sejam independentes. Essas regras podem não alcançar o seu objetivo principalmente em entidade com acionista controlador, como é o caso da sociedade em economia mista. Não há dúvidas de que os Conselhos de Administração precisam atuar de forma profissional e ética. Eventuais exigências específicas precisam ser fundamentadas e passíveis de implementação prática para que sejam efetivas.

2.5 Lei das Estatais

Dentre as regras trazidas pela Lei das Estatais, destacam-se, para fins de estudo e análise desse trabalho, as a seguir resumidas.

Exigência de requisitos mínimos de transparência ¹¹¹ que devem ser publicados na internet de forma permanente e cumulativa. A maioria dos requisitos são exigidos pelos órgãos reguladores de companhias abertas, como, elaboração e divulgação de carta anual pelos administradores; informações relevantes; políticas de transações com partes relacionadas, carta anual de Governança Corporativa e relatório integrado ou de sustentabilidade. Os específicos, que se aplicam exclusivamente às empresas estatais, estão ligados a divulgação e adequação do estatuto social à autorização legislativa da sua criação e ao interesse público que justificou sua criação. Exige-se uma divulgação detalhada nas demonstrações financeiras e nas cartas anuais dos dados operacionais e financeiros relacionados à consecução dos fins de interesse público e dos recursos que foram empregados para esse objetivo.

¹¹¹ Art. 8º da Lei nº 13.303/2016.

A Lei passou a exigir a adoção de práticas que consolidam programas correlatos à governança como ligados a controles internos, gestão de riscos corporativos e integridade. No caso do programa de integridade impõe-se a implementação de canal de denúncias, mecanismos de proteção para denunciante; código de conduta e integridade, sanções aplicáveis em caso de violação e treinamento periódico de seus empregados e administradores. As empresas estatais deverão implementar área de auditoria interna e Comitê de Auditoria Estatutário vinculados ao Conselho de Administração.

Quanto aos órgãos da administração, merece destaque os requisitos para sua composição. A Lei das Estatais passou a exigir requisitos mínimos de experiência profissional e formação acadêmica compatível com o cargo a ser exercido. É vedada a indicação para órgãos da administração de indivíduos com vinculação partidárias, sindicais ou que tenham ligação com o ente regulador da empresa estatal ou que possa ter qualquer forma de conflito de interesse com a empresa estatal. Há ainda a exigência de treinamentos anuais sobre governança, controles internos e programa de integridade.

O Conselho de Administração deve ser composto por, no mínimo, 25% de membros independentes e deve assegurar aos acionistas minoritários e aos empregados uma representação. De acordo com a Lei das Estatais, o Conselho de Administração terá no mínimo sete e no máximo onze membros. O art. 22, § 1º traz os requisitos para se considerar um conselheiro independente com regras específicas relacionadas à vínculos com políticos.

A exigência de Comitê de Auditoria Estatutário também consta na Lei das Estatais contendo no mínimo 03 (três) e no máximo 05 (cinco) membros na sua maioria independente. O Comitê de Auditoria deve conter mecanismo que lhe permitida receber denúncias.

A Lei das Estatais corrobora a evolução nas estruturas de Governança Corporativa das empresas estatais demonstrando a preocupação com as peculiaridades intrínsecas às essas sociedades. Na medida em que essas empresas

passem a implementar estruturas de governança, será possível refletir e analisar se os mecanismos de governança endereçarão os riscos a serem mitigados e entregarão os resultados almejados. A mudança cultural tem um papel crucial na efetividade do programa como ficou comprovado no estudo do caso de Pasadena.

3 ANÁLISE DO CASO CONCRETO

3.1 Introdução

O processo de aquisição de Pasadena ocorreu em duas etapas, a primeira com a aquisição de 50% em 2006 e o restante, em 2012, mediante a assinatura do acordo extrajudicial. A estrutura de governança da Petrobras não sofreu alteração relevante, durante esse período, que impactasse o fluxo e o processo decisório.

Importante destacar, logo de início, as dificuldades encontradas durante o estudo do caso na identificação e compilação das práticas de Governança Corporativa da Petrobras. O site da Petrobras não publica os dados detalhados dessa estrutura relativa à época dos fatos; tampouco, as diretrizes de Governança Corporativa, a estrutura de comitês de assessoramento e os regimentos internos dos

órgãos de administração daquela época. A transparência passou a ser aprimorada a partir de 2015 com a implementação da Diretoria de Governança e Conformidade.

Solicitamos os principais dados relacionados à governança através do Serviço de Informação ao Cidadão, como: estatuto sociais vigentes à época; diretrizes de Governança Corporativa, estrutura dos comitês de assessoramento e eventuais regimentos internos; composição dos comitês de assessoramento e detalhes sobre as fragilidades identificadas e apontadas nos controles internos. Entretanto, recebemos a resposta assinada pelo Superintendente de Relação de Empresas esclarecendo que as informações estavam disponíveis no site da CVM e nos formulários de referência da Petrobras.

Dessa forma, a estrutura apresentada nesse trabalho foi compilada através da leitura de todos os formulários de referência emitidos pela Petrobras, dos Form 20F emitidos para SEC, dos dados identificados no site da CVM e dos documentos que identificamos nos processos no TCU e na CVM que tivemos acesso. O fato de a Petrobras não ter um portal de governança contendo as principais informações relativas à época e não ter atendido ao pedido específico dificultou o trabalho. A falta de transparência demonstra e corrobora uma das fragilidades identificadas na estrutura de Governança Corporativa da Petrobrás.

Como será visto ao longo desse capítulo, em que pese a estrutura da governança da Petrobras, vigente durante a aquisição de Pasadena, abarcasse parte dos principais órgãos e boas práticas sugeridas pelos códigos e entidades reguladoras (CVM e SEC), ela era incipiente e havia sido implementada com o propósito principal de cumprimento de requisitos e exigências legais, não sendo efetiva. Percebeu-se, ao longo do estudo, que os principais componentes que contribuíram para a falha na estrutura de governança corporativa da Petrobrás estão ligados à aspectos normativos e comportamentais. A falta de cultura e maturidade da estrutura de governança e de programas interligados¹¹² foram cruciais para aprovação de uma operação que gerou prejuízos e que, comprovadamente,

¹¹² Programa de Integridade/Conformidade, Gestão de Riscos e Controles Internos.

envolveu o pagamento de bônus que beneficiaram, de forma particular e individual, alguns diretores e funcionários da Petrobras.

De início cumpre destacar que o trabalho não defende que a implementação de regras de governança alinhada com uma cultura ética e diligente trarão a certeza absoluta ao administrador ou acionista de que maus negócios e atos de corrupção não se concretizarão. O que se pretende demonstrar é que esses dois componentes, quando bem estruturados, criam um arcabouço que traz benefícios para a organização, aproxima os colaboradores da gestão e permite um bom funcionamento aumentando as chances de se identificar atos contrários aos interesses da companhia ou de seus acionistas.

Antes de se adentrar na análise do caso concreto é importante destacar que o trabalho não pretende discutir aspectos ligados responsabilização dos administradores e seus deveres fiduciários, nem tampouco as estruturas contratuais estabelecidas entre as partes. Referidos temas foram tratados no projeto da aluna Milena Coimbra Mazzini e do aluno Ronaldo Machado Assumpção Filho.

Esse capítulo é dedicado à análise das principais falhas de governança identificadas no decorrer do estudo de caso de Pasadena.

3.2 Conselho de Administração

3.2.1 Descumprimento das regras de Governança

A análise do descumprimento das regras de governança e da atuação do Conselho de Administração deve ser feita de forma segregada, levando em consideração as duas fases distintas da aquisição, a primeira parcela referente a 50% de participação societária e o saldo remanescente, que foi formalizado mediante a assinatura do acordo extrajudicial. Isso porque a atuação dos conselheiros foi diferente nas duas fases. Na primeira, a operação foi aprovada sem qualquer escrutínio, pedido de esclarecimento e sem tempo para análise dos documentos em descumprimento às regras internas de governança da Petrobras.

Na segunda, o Conselho de Administração atuou de forma mais diligente solicitando dados adicionais e esclarecimentos para aprovação da operação. Ainda, nessa segunda fase, há que se analisar a decisão do conselho aprovando a recomendação da diretoria referente ao não cumprimento do laudo arbitral a ser feita em tópico específico.

3.2.1.1 Primeira Fase

A análise do caso indica que o Conselho de Administração recebeu informação sobre Pasadena em duas oportunidades que antecederam a reunião de aprovação da operação. A primeira, em 2002, em que a área de Novos Negócios apresentou ao Conselho de Administração estudo realizado por consultoria externa, avaliando 25 (vinte e cinco) refinarias no exterior. Esse estudo foi encomendado em virtude da estratégia prevista no plano de negócios da Petrobras de internacionalização de suas atividades. Nessa oportunidade, Pasadena foi classificada na 14^a posição em virtude de suas condições de manutenção e da necessidade de investimento para processar óleo pesado (Revamp). A segunda, em novembro de 2005, em que o Gerente de Desenvolvimento de Negócios vinculado à Diretoria Internacional (Luiz Carlos Moreira da Silva) apresentou um resumo da proposta e do negócio que a Petrobras apresentaria a Astra. O percentual a ser adquirido variaria entre 60% e 70% e a avaliação era de USD 475 milhões por 70% das ações (o que representaria uma avaliação total da empresa de aproximadamente USD 680 milhões). Nessa reunião, foi apresentado o direito da Astra, no caso do Revamp, de manter sua participação com aporte adicional, de ter sua participação diluída ou de sair do negócio vendendo sua participação.

A aquisição foi então aprovada pelo Conselho de Administração em reunião realizada em 03 de fevereiro de 2006. Aprovou-se a aquisição de 50% de participação a um valor de USD 359 milhões, o que corresponde a uma avaliação total da empresa na ordem de USD 718 milhões. Os conselheiros receberam o material para análise um dia antes da reunião. O regimento interno do Conselho de Administração, no item 5.3, previa o envio da documentação com sete dias de antecedência, salvo hipóteses de urgência. Não há evidência, nem formalização de que o assunto era urgente e que havia eminente risco de perda do negócio.

A condução de toda a negociação foi feita pela Diretoria Internacional, sem a participação da área de Novos Negócios ligada a Presidência (Área Corporativa) e do Comitê de Negócios criado pelo Conselho de Administração. De acordo com o Plano Básico de Organização da Petrobras vigente na época da aquisição, a área corporativa de novos negócios tinha como objetivo propor estratégia e diretrizes para o desenvolvimento de novos negócios e deveria coordenar a condução dos processos de aquisições de empresas. A Gerência de Desenvolvimento de Negócios ligada à Diretoria Internacional foi criada pelo Conselho de Administração em junho de 2004 e, apesar de ter funções semelhantes à área de Novos Negócios, deveria atuar de forma integrada e articulada com essa área, o que não aconteceu no caso de Pasadena.

No que tange à documentação recebida pelos conselheiros, o Conselho de Administração recebeu o *Fairness Opinion* emitido pelo Citibank, bem como um resumo executivo que não continha o detalhe de toda a operação, a descrição das cláusulas negociais importantes e tão pouco a avaliação do negócio na condição em que se encontrava¹¹³. Conquanto a documentação pudesse dar respaldo para eventual aprovação, já que contava com o um *Fairness Opinion* emitido pelo Citibank, uma análise cuidadosa e detalhada dos conselheiros revelaria aspectos importantes que justificaria, no mínimo, um pedido de esclarecimento. A composição do Conselho de Administração sofreu poucas modificações nesse período, o que facilitaria a identificação de aspectos importantes a serem elucidados.

O primeiro está relacionado à precificação da operação. Como vimos acima, a primeira proposta apresentada ao Conselho, 3 (três) meses antes da aprovação da operação, considerava a compra do controle de Pasadena (70%) por USD 475 milhões. A operação, que foi aprovada em fevereiro de 2006, considerou a aquisição de 50% a um preço de USD 359 milhões. O preço final considerou uma avaliação de Pasadena 5% acima da primeira estimativa apresentada ao Conselho de Administração sendo que, na primeira hipótese, a Petrobras adquiriria o controle e, na segunda, o controle seria compartilhado. O natural e esperado, nesse caso, seria

¹¹³ Requisito exigido pela Sistemática aprovada exclusivamente pela Diretoria.

uma diminuição no valor do negócio devido a eventual desconto atribuído ao prêmio de controle¹¹⁴.

Ainda com relação à precificação, a Diretoria Executiva aprovou, em junho de 2005, uma Sistemática de Aquisição de Empresas pelo Sistema Petrobras (Sistemática) para orientar as áreas de negócios e para trazer diretriz e uniformidade aos processos de aquisições. A Sistemática exigia, como base de negociação, a avaliação do negócio na condição em que se encontrava, sem a incorporação de sinergias e melhorias planejadas, sob o risco de transferir para o vendedor um ganho que não seria dele. A aprovação dessa Sistemática foi feita sem a comunicação e a participação do Conselho de Administração, o que já demonstra uma fragilidade da governança na Petrobras, já que o Estatuto Social atribuía como competência desse órgão a aquisição de empresas.

Pasadena foi aprovada sem o cumprimento das regras previstas na Sistemática conforme apurou a Comissão, a CVM e o TCU. Ficou demonstrado que a aquisição de Pasadena não seguiu os ritos e regras previstos na Sistemática, não só quanto a avaliação do negócio em si (na condição em que se encontrava) mas também quanto ao envolvimento das áreas corporativas de novos negócios e estratégia e desempenho empresarial. A alocação de riscos previstas na Sistemática também não foi observada, as vantagens e sinergias futuras foram alocadas ao vendedor e o EVTE que subsidiou a aquisição não foi atualizado para incluir os custos atualizados do Revamp, contingências identificadas pelos consultores, e principalmente, para ajustar o preço em relação a cláusula de rentabilidade mínima (Cláusula Marlim).

O Conselho de Administração, se conhecesse ou tivesse aprovado as regras aplicadas às aquisições da Petrobras, teria com mais facilidade identificado que as mesmas não haviam sido cumpridas e pediria esclarecimentos e justificativas para a aquisição de uma sociedade em descumprimento dos critérios e procedimentos

¹¹⁴ O que se pretende demonstrar não é que o preço pago foi superior ao valor de mercado, já que desconhecendo o mercado e não sendo especialista financeiro não teríamos condições de fazer essa análise, o foco está na conduta esperada dos administradores, levando em consideração as melhores práticas de Governança Corporativa.

previstos na Sistemática. Esse tipo de esclarecimento teria o potencial de identificar eventuais deficiências no processo de aquisição. Além disso, o *Fainness Opinion* enviado ao Conselho de Administração como base para aprovação da operação continha um anexo com o detalhamento das avaliações, todas demonstravam de forma clara a necessidade de investimentos para melhoria das atividades como premissa.

Não se sustenta, nesse trabalho, que o único modelo econômico a ser adotado na aquisição de Pasadena seria o que tivesse como premissa a situação *as is* e que a cláusula de rentabilidade não poderia ter sido efetivamente negociada e acordada entre as partes. Reconhece-se que as negociações são dinâmicas e que envolvem aspectos que não podem ser modulados e adaptados para cada caso específico; entretanto, existia uma regra de governança a ser aplicada nas aquisições que recomendava uma série de cuidados e procedimentos formais que não foi aplicada. Qualquer exceção a essa regra, deveria ter sido transparente e fundamentada e não identificamos qualquer discussão nesse sentido entre os órgãos da administração.

Um outro aspecto que deveria ter sido explorado com mais detalhe, pelo Conselho de Administração, é a questão envolvendo o controle compartilhado. Uma estrutura de comando e poder conjunto sempre enseja preocupações adicionais aos seus investidores e administradores. Nesse sentido, os conselheiros deveriam entender como seria, na prática, exercido esse controle compartilhado, quais seriam as regras de governança dessa sociedade, quais os principais termos e condições negociadas no acordo de acionistas e, por fim, e talvez o mais importante, quais seriam as cláusulas de saída, na hipótese de conflito entre os sócios. Destaca-se no caso concreto o fato de o modelo do negócio ter mudado substancialmente. Como vimos, em novembro de 2005 o Conselho de Administração foi informado que o negócio envolveria a aquisição de controle (60/70%) e o negócio foi aprovado em março de 2006 prevendo o controle compartilhado (50%). A documentação analisada indica que o Conselho de Administração não analisou com cautela a documentação recebida para aprovação da operação e não pediu qualquer esclarecimento para entender os impactos decorrentes da negociação.

Ainda que se alegue, como fizeram alguns conselheiros em suas defesas na CVM, que a operação era imaterial do ponto de vista financeiro, a compra de uma refinaria no exterior não pode ser vista como uma decisão trivial; em adição, qualquer transação envolvendo participação paritária é complexa e deve ser vista com muita atenção pelos administradores de uma sociedade, não podendo ser aprovada de forma supérflua como ocorreu no caso concreto. Ademais, o sistema de governança da Petrobras atribuía como competência do Conselho de Administração a aquisição de qualquer participação societária independente do valor envolvido. Se a materialidade fosse um aspecto extremamente relevante e único a ser adotado, as regras de governança deveriam contemplar essa variável. E ainda que contemplasse, Pasadena comprova que a materialidade de uma transação, de forma isolada, não deve pautar a atuação dos órgãos da administração. Outros aspectos de riscos devem ser avaliados para uma análise detalhada da transação, como hipóteses de controle compartilhado.

O Conselho de Administração não seguiu, na aquisição dos primeiros 50% de Pasadena, as regras de governança vigentes na Petrobras. Não agiu de forma proativa aceitando passivamente a recomendação da Diretoria Executiva. As regras do regimento interno não foram adotadas, as áreas de novos negócios e os comitês de assessoramento não foram envolvidos, nem sequer consultado. Todo o processo foi conduzido por uma gerência recém-criada de forma isolada, sem qualquer atenção dispensada pelo Conselho na sua aprovação.

A governança não está relacionada somente ao cumprimento de regras adotadas pela organização e estabelecidas nas boas práticas, mas sim, à atitude e ao comportamento dos seus órgãos. O caso de Pasadena demonstra que o Conselho de Administração, na decisão relativa a primeira aquisição da refinaria, atuou de forma passiva, não questionou a operação e não pediu esclarecimentos de aspectos que facilmente seriam identificados, com os dados recebidos, numa análise mais profunda e detalhada da operação. É fato que os profissionais envolvidos na aquisição de Pasadena ocultaram informações relevantes do negócio, não obstante, o estudo do caso comprova que o Conselho de Administração teria dados suficientes e relevantes para questionar a operação.

3.2.1.2. Segunda fase

Os sócios passaram a divergir quanto aos investimentos necessários para o Revamp de Pasadena. Aparentemente, a Astra se recusava a acompanhar investimentos mínimos necessários para manter as áreas de segurança e meio ambiente nos padrões mínimos exigidos pela Petrobras. Diante desse impasse, após um processo de negociação, as partes chegaram a um valor final de USD 785 milhões, a qual foi formalizada, em dezembro de 2007, por meio da celebração da LOI assinada pelo Sr. Nestor Cunat Cerveró (Diretor Internacional). Ressalta-se que era prática da Petrobras a inclusão de ressalva no sentido de a oferta não ser vinculante estando sujeita à aprovação dos órgãos internos da Petrobras. Entretanto, nessa carta, em específico, essa ressalva foi suprimida.

A LOI foi enviada à Astra em dezembro de 2007 e a Diretoria Executiva aprovou a proposta somente em fevereiro de 2008. A Diretoria Executiva enviou para aprovação do Conselho de Administração na reunião de março de 2008. A operação não foi aprovada e o Conselho de Administração determinou que a matéria fosse reapresentada com informações complementares. Na reunião de março, o Conselho de Administração substituiu Sr. Nestor Cerveró por Sr. Jorge Luiz Zelada¹¹⁵. Em maio, a operação foi reapresentada ao Conselho de Administração com a ressalva de que existia chance de litígio e arbitragem, em virtude do entendimento da Astra de que a proposta apresentada pelo Sr. Nestor Cerveró era vinculante. Nessa oportunidade, pela primeira vez, a Diretoria Executiva. O Conselho de Administração transferiu a decisão para a reunião de junho de 2008.

Um dia antes da reunião do Conselho de Administração (de junho de 2008), a PAI convocou uma reunião do Superboard e, em virtude da ausência da Astra, impôs sua decisão gerando, contratualmente, o direito da Astra de exercer a opção de venda de sua participação societária a um valor predeterminado. Nesse mesmo dia, a Petrobras iniciou um processo arbitral contra o Grupo Astra, alegando descumprimento do contrato de gestão compartilhada, impondo a Astra a obrigação

¹¹⁵ A ata não justifica a substituição; entretanto, entendemos ter relação com Pasadena e até mesmo a possíveis outras operações que eram aprovadas no mesmo formato.

de acompanhar os investimentos necessários, discutindo a validade do exercício da *Put Option*. Na reunião do Conselho de Administração, a Diretoria Executiva apenas informou as decisões tomadas pela Diretoria, não havendo qualquer oposição manifestada formalmente em ata pelo Conselho de Administração.

Diferentemente do que ocorreu na primeira fase, o Conselho de Administração analisou a situação e formalizou um pedido de esclarecimentos adicionais. Determinou ainda a substituição do Sr. Nestor Cerveró. Não havendo convencimento do Conselho, a Diretoria utilizou de mecanismo contratual que deu o direito à Astra de venda da sua participação societária. Restava claro que a imposição de uma decisão na gestão do controle compartilhado geraria o direito à Astra exigir a compra de sua participação societária, reforça-se ainda a decisão de iniciar um processo arbitral para discutir eventual descumprimento das obrigações da Astra no contrato de gestão e a não validade de uma cláusula que estava negociada entre as partes (*Put Option*). Ressalta-se, novamente, todas essas decisões foram implementadas um dia antes da reunião do Conselho de Administração de junho de 2008 que reavaliaria a compra dos 50% remanescentes de Pasadena.

Ainda que se alegue que a Diretoria Executiva tinha poderes, de acordo com o Estatuto Social¹¹⁶, para decidir sobre o início de procedimentos arbitrais e que as cláusulas contratuais foram aprovadas pelo Conselho de Administração; na essência, a Diretoria Executiva, em especial Nestor Cerveró, agiu com conhecimento de que sua ação daria o direito da Astra de vender sua participação, o que estava sendo discutido e ainda não havia sido aprovado pelo Conselho de Administração. Não identificamos justificativa formal para essa decisão ter sido tomada um dia antes da reunião do Conselho de Administração que deliberaria sobre esse assunto. Por outro lado, o Conselho de Administração não formalizou em ata sua objeção e não concordância com as decisões e procedimentos adotados, de forma isolada, pela Diretoria, o que seria uma boa prática de governança e indicaria

¹¹⁶ Como destacamos no início desse trabalho, não tivemos acesso aos valores de alçada de aprovação do Conselho de Administração e, portanto, não é possível assegurar se houve descumprimento de competência estatutária no caso concreto.

a desaprovação do órgão. A conduta da Diretoria será analisada em tópico específico.

3.2.2 Composição do Órgão

O quadro, abaixo, foi extraído do Inquérito Administrativo CVM 14/2014 e mostra a composição do conselho de 2004 a 2009.

Quadro 7 – Membros do Conselho de Administração da Petrobras: 2004-2009

2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dilma Vana Roussef (Presidente)					
Antônio Palocci Filho		Silas Rondeau Cavalcanti Silva			
Jacques Wagner		Guido Mantega			
José Eduardo de Barros Dutra		José Sérgio Gabrielli de Azevedo			
Gleuber Vieira			Francisco Roberto de Albuquerque		
Arthur Antônio Sendas					Sérgio F. Quintella
Cláudio Luiz da Silva Haddad		Roger Agnelli ⁽¹⁾		Luciano Galvão Coutinho	
Fábio Coletti Barbosa					
Jorge Gerdau Johannpeter					

(1) Até 21.09.2007

Fonte: Inquérito Administrativo CVM 14/2014

O Conselho, nesse período, era composto por 09 (nove) membros, sendo 07 (sete) eleitos pelo controlador, 01 (um) pelos acionistas minoritários e 01 (um) pelos preferencialistas (Fabio Coletti Barbosa e Jorge Gerdau Johannpeter). Todos os membros eleitos pelo controlador exerciam posições políticas e/ou relacionadas ao governo¹¹⁷. Os membros considerados independentes pela Petrobras tinham, de alguma forma, relação com a organização e poderiam ter algum conflito de

¹¹⁷ Dilma Vana Rousseff foi Ministra de Minas e Energia de 2003 a 2005 e Ministra-Chefe da Casa Civil de 2005 a 2010. Antônio Palocci foi Ministro da Fazenda de 2003 a 2006. Guido Mantega foi Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão do Brasil de 2003 a 2004; Presidente do BNDES de 2004 a 2006 e Ministro da Fazenda do Brasil de 2006 a 2015. Jacques Wagner foi Ministro do Trabalho e Emprego do Brasil de 2003 a 2004, Ministro-chefe da Secretaria de Relações Institucionais de 2005 a 2006 e Governador da Bahia de 2007 a 2015. Gleuber Vieira comandou o Exército de 1999 a 2003, sendo sucedido por Francisco Roberto de Albuquerque que atuou como Comandante do Exército de 2003 a 2007. Luciano Coutinho foi presidente do BNDES de 2007 a 2016.

interesse, mesmo que pontual¹¹⁸. A independência desses membros foi contestada e objeto de discussão pelos acionistas minoritário conforme descrevemos na nota de rodapé 40 (Processo Sancionador CVM 11/2012).

A União como controladora da Petrobras tem o direito de nomear a maioria dos membros do Conselho de Administração, que, recebendo um mandado claro e objetivo, deverão atuar no melhor interesse da Companhia, nos termos do que dispõe a LSA¹¹⁹. As melhores práticas de governança atuais, entretanto, recomendam evitar a nomeação de políticos, principalmente do alto escalão, para atuar no Conselho de Administração de Empresas Estatais, visando evitar que esse órgão seja um canal de influência política. Na hipótese de ser necessária a indicação de políticos como membros dos órgãos da administração, recomenda-se a implementação de processos claros e transparentes que limitem a interferência política nas decisões do Conselho de Administração¹²⁰. No caso específico da Petrobras, houve a divulgação do *curriculum* dos Conselheiros nos principais documentos enviados aos investidores, o que é considerado uma boa prática de governança. Não obstante, a Presidente do Conselho também foi Ministra de Minas e Energia, órgão em que a Agência Nacional do Petróleo (ANP), responsável pela regulamentação e execução da política nacional do petróleo, gás natural e biocombustível) era vinculada, o que poderia expor ainda mais a Petrobras a decisões parciais e que não fossem no melhor interesse da Companhia e de seus investidores.

Apesar de não termos, no caso concreto, evidência clara de que a indicação de políticos, o acúmulo de funções e eventuais conflitos de interesse impactaram negativamente a aprovação da operação, o exemplo elucida aspectos importantes que se endereçados podem fortalecer o sistema de governança da Petrobras

¹¹⁸ Exemplificando, o Sr. Fábio Colletti Barbosa, conselheiro nomeado pelos acionistas minoritários, era presidente do Comitê de Auditoria quando da sua formação em 2005 e era considerado pela Petrobras como membro independente. Não obstante, ele exercia o cargo de presidência no Santander instituição financeira que tinha linhas de créditos com a Petrobras.

¹¹⁹ Em especial, o art. 154 da LSA que determina que o administrador deve exercer suas atribuições no interesse da Companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

¹²⁰ OECD. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, Paris: OECD, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt> Acesso em: 13 mai. 2019.

fomentando a atuação do conselho de uma forma mais independente. A evolução das práticas de governança como destacamos é relativamente recente. As principais diretrizes para empresas estatais foram sendo desenvolvidas a partir de 2005. As primeiras diretrizes da OCDE de governança para empresas estatais foram publicadas no ano de 2005.

Outras práticas de Governança Corporativa recomendadas e que não eram adotadas pelas Petrobras: a) imposição de prazo máximo de serviço colegiado; b) regras de diversidade de conhecimento, experiência e comportamento na nomeação dos membros do Conselho de Administração; c) comprovação de disponibilidade mínima de tempo para o exercício das atividades; d) limitação da participação do conselheiro em outros conselhos. Importante novamente destacar que, no caso concreto, não conseguimos apontar um vínculo direto entre essas falhas com a aprovação da operação de Pasadena. Não obstante, como veremos no capítulo dedicado à análise da evolução das práticas de governança da Petrobras, essas práticas passaram a ser implementadas após os escândalos da Lava Jato.

3.2.3 Ausência de Avaliação e Treinamentos Obrigatórios

Apesar de ser uma prática ainda recente no Brasil, impulsionada pelas exigências da CVM, o processo de avaliação do Conselho de Administração e seus conselheiros aumenta a eficiência de atuação desse órgão, sendo considerada pelas diretrizes de governança uma boa prática. É através da avaliação que se afere se o Conselho de Administração e seus membros estão atuando de acordo com a lei, o Estatuto Social e demais regras de governança adotada pela Companhia. A Petrobras não havia implementado processo de avaliação formal dos conselheiros, nem treinamentos contínuos obrigatórios. Somente a partir de 2010 a Petrobras passou a realizar avaliações de seus membros do Conselho de Administração e Diretoria Executiva, sendo anual para os membros do Conselho de Administração e semestral para os membros da Diretoria Executiva. Os treinamentos foram implementados e passaram a ser obrigatórios.

Em um processo de avaliação do Conselho de Administração, pode analisar o foco estratégico da sua atuação, a independência, sua organização, funcionamento

e conhecimento do negócio. Na avaliação individual dos conselheiros, analisa-se a sua participação e contribuição nas discussões nas reuniões; a isenção das suas decisões e assiduidade. Ainda que não tenha sido detectado, no estudo do caso, uma correlação direta da ausência de avaliação com a aprovação de Pasadena, não há dúvida que um processo de avaliação aprimora o sistema de governança e expõe determinadas fragilidades que podem ser corrigidas.

Não obstante a relevância desse processo e os benefícios para implementação da governança e gestão das organizações é importante destacar que essa prática ainda é muito pouco usada pelas empresas abertas no Brasil. Uma pesquisa feita pelo IBGC em parceria com a Ernest & Young and Tozzini Freire Advogados¹²¹ que verificou a aderência das companhias abertas brasileiras às práticas recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa em 2020 apontou o processo anual de avaliação de desempenho do Conselho de Administração, seus comitês e membros como uma das práticas recomendadas menos adotadas e com maior respostas negativas.

3.2.4 Ausência de Comitês Efetivos de Assessoramento

Os comitês de assessoramento do Conselho e Administração auxiliam sua atuação, apoiam o Conselho de Administração na tomada de decisão e analisam e acompanham temas com mais profundidade, principalmente em organizações como a Petrobras com uma estrutura complexa. Na época da aquisição de Pasadena, o Conselho de Administração tinha três comitês de assessoramento não estatutários: a) Comitê de Auditoria (criado em 2005); b) Comitê de Meio Ambiente e c) Comitê de Remuneração e Sucessão. Estatuto Social ainda previa a constituição de um Comitê de Negócios, que foi criado em 2002. Até o final do trabalho não tivemos acesso ao regimento interno do Comitê de Negócios e a ata do Conselho de Administração que criou o Comitê de Negócios.

¹²¹ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC Pesquisa. Pratique ou Explique. Análise Quantitativa dos Informes de Companhias Abertas Brasileiras. 2020. Disponível em: [https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24359/folder_pratique_2020_VF%20\(Hyperlink\).pdf](https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24359/folder_pratique_2020_VF%20(Hyperlink).pdf). Acesso em: 21 jan. 2021

De acordo com o Estatuto Social, o Plano Básico da Organização de 2005 e os formulários de referência, o Comitê de Negócios era responsável pela promoção de um alinhamento entre os negócios do Sistema Petrobras e de uma gestão integrada entre os negócios. Era composto pelo Presidente, pelos Diretores, pelos Diretores Gerentes, pelo Presidente da Petrobras Distribuidora e pelo titular da unidade organizacional de Estratégia e Desempenho Empresarial.

A Petrobras não tinha um comitê específico que avaliaria as aquisições de participações de ações, e que seria então responsável por uma análise mais profunda da operação envolvendo Pasadena. Os planos básicos organizacionais indicam a interação entre a área de novos negócios (ligada na estrutura organizacional diretamente ao Presidente) e o Comitê de Negócios. Entretanto, no caso de Pasadena, como demonstramos acima, a condução foi feita pela Diretoria Internacional, sem a participação das outras áreas da organização. O relatório da Comissão Interna de Apuração da Petrobras reforça que a governança exigia o envolvimento da Área de Novos Negócios vinculada a Presidência e do Comitê de Negócios da Área Internacional, o que na prática não aconteceu.

O não envolvimento do Comitê de Negócio foi apontado, pela Petrobras no relatório da Comissão Interna de Apuração, como uma falha de governança no processo de aquisição de Pasadena. A Petrobras não divulgava com transparência o escopo de atuação de seus comitês e suas atividades, e ainda que o Comitê de Negócios fosse o fórum de discussão e aprofundamento das questões relativas à aquisição de ações, esse Comitê não foi envolvido no caso de Pasadena.

A Petrobras, ao longo dos anos, reformulou seus comitês de assessoramento, tanto do Conselho de Administração, quanto da Diretoria Executiva como será destacado no capítulo dedicado à descrição da atual estrutura de Governança Corporativa pela Petrobras. Importante ressaltar que a ausência da participação de um comitê específico não pode ser apontada como principal componente da falha de Governança Corporativa da Petrobras. Conquanto a existência de um comitê efetivo, que participaria e aconselharia os órgãos da administração na decisão de aquisição de Pasadena, poderia ter apontado as falhas e os alertas que permeavam a

operação, o Conselho de Administração teria dados suficientes para ter solicitado esclarecimentos adicionais.

3.3 Diretoria Executiva

Como relatado, o processo de aquisição de Pasadena foi conduzido pela Diretoria Internacional sem a participação da área de Novos Negócios da Petrobras, que deveria ser envolvida de acordo com as normas de governança vigentes. A operação foi objeto de *due diligence* conduzida por empresas terceirizadas com o acompanhamento das áreas técnicas, jurídica e tributária da Petrobras. Foram emitidos relatórios jurídicos (com assessoramento da Thompson & Knight), contábil-financeiro) com apoio da Deloitte & Touche LLP), tributário (equipe interna da Petrobras); Segurança, Meio Ambiente e Saúde (SMS); de integridade das instalações e avaliação econômica (produzido pela Muse Stancil). Diversas visitas e reuniões foram realizadas durante o processo de negociação sempre envolvendo a Diretoria Internacional e, em algumas, o Presidente da Petrobras José Sérgio Gabrielli de Azevedo e o Diretor de Abastecimento Paulo Roberto Costa (ambos conheciam as condições precárias da refinaria).

Ao apresentar o projeto à Diretoria Executiva, a Diretoria Internacional considerou apenas os cenários de avaliação com as premissas da Petrobras e sem apresentar a avaliação do negócio nas condições que se encontravam como orientava a Sistemática, comprovou-se também que a Diretoria Executiva desconsiderou e não adotou algumas recomendações feitas pelas consultorias como a atualização dos valores necessários para o Revamp e visitas e testes adicionais. Em 29 de setembro de 2005, a Diretoria Executiva aprovou a contraproposta da Astra no valor de USD 475 milhões por 70% das ações em Pasadena ou USD 407 milhões por 60%. A oferta foi apresentada ao Conselho de Administração em novembro de 2005. A negociação se desenrolou de modo que a Diretoria Internacional passou a negociar com base em premissas que não haviam sido autorizadas pelas Diretoria Executiva e nem foram formalizadas com o mesmo rigor e rito que as ofertas anteriores.

A proposta revisada continha valor total de USD 359 milhões para 50% das ações na Refinaria de Pasadena e foi apresentada para Diretoria Executiva dia 02 de fevereiro de 2006. A Diretoria Executiva recebeu a documentação no mesmo dia da reunião e a documentação não continha toda a informação necessária e relevante para avaliação e aprovação dos membros da diretoria (como por ex.: dados sobre a Cláusula Marlim).

O Relatório da Comissão Interna de Apuração da Petrobras apurou que a Diretoria Internacional não atualizou o EVTE do projeto para considerar premissas e passivos importantes que foram apontados pela equipe que conduziu o processo de *due diligence* (equipe interna e terceiros contratados) e a oferta final foi feita por valor superior ao limite estabelecido pela Diretoria Executiva. A Cláusula Marlim não foi precificada e, quando houve desentendimento entre os sócios, a Astra a precificou no valor de USD 320 milhões. As regras previstas na Sistemática também não foram cumpridas como já destacamos nesse trabalho. A própria comissão concluiu que o processo careceu de formalização e rastreabilidade e que houve um incremento no preço no valor de USD 20 milhões referentes a “bônus”, sem conhecimento da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração.

O valor do “bônus” foi negociado pelo Sr. Rafael Mauro Comino (Gerente de Desenvolvimento de Negócios de Abastecimento) e Alberto Feilhaber (empregado da Petrobras até 1995), com o conhecimento dos Srs. Luiz Carlos Moreira (Gerente Executivo de Desenvolvimento de Negócios da Diretoria Internacional), Aurélio Oliveira Telles (empregado da Petrobras), Cezar de Souza Tavares (ex funcionário da Petrobras que atuou na aquisição de Pasadena como consultor), Carlos Cesar Borromeu de Andrade (Gerente Executivo Jurídico da Petrobras) e Thales Resende de Miranda (Coordenador de Direito Internacional), além dos advogados americanos. Importante destacar que Nestor Cerveró e Paulo Roberto Costa reconheceram recebimento de vantagens indevidas decorrentes da aprovação da operação de Pasadena e informaram que as vantagens eram inerentes a esse tipo de aquisição e ocorriam em todas as transações semelhantes. Conforme as delações premiadas, o bônus foi distribuído entre diversos funcionários da Petrobras em total desacordo com as regras da Petrobras de integridade e governança.

3.3.1 Descumprimento das Regras de Governança

A análise do descumprimento das regras de Governança Corporativa na Diretoria Executiva, será feita considerando a atuação individual de cada diretor e do órgão colegiado como um todo, nas duas diferentes etapas de aquisição.

3.3.1.1 Primeira fase

Primeiramente, é importante destacar que a Diretoria Executiva não contava com um regimento interno que disciplinava sua forma de atuação. Não obstante, a leitura dos documentos que embasaram esse trabalho e os depoimentos dos envolvidos, tanto na CVM quanto na Comissão de Apuração Interna da Petrobras, indicam que a Diretoria Executiva contava com procedimentos estruturados para aprovação dos temas sujeitos à sua deliberação. As reuniões eram semanais (em geral toda quinta-feira) e a pauta da reunião contendo a documentação necessária era enviada até sexta-feira anterior à reunião. Esse material era avaliado pelos assistentes dos diretores que se reuniam antes com o diretor para reuni-lo de todas as informações importantes para tomada de decisão.

Existiam as pautas de urgência que não seguiam esse rito, chamadas “pautas auxiliares” e que não eram avaliadas pelos assistentes. Pasadena foi apresentada para aprovação da Diretoria Executiva no mesmo dia da reunião, sem a avaliação prévia dos assistentes. Os diretores alegaram, em depoimento à CVM, que o procedimento simplificado foi adotado para evitar vazamento de informações. Entretanto, a análise dos fatos evidencia que a Diretoria Executiva poderia, assim como o Conselho de Administração, ter identificado fragilidades na transação que, no mínimo, culminaria em um pedido de esclarecimento adicional. Não identificamos, na análise da documentação, qualquer apontamento de risco de perdimento do negócio que justificasse uma decisão rápida.

Como já apotamos nesse trabalho, reconhece-se que negócios são dinâmicos e que procedimentos céleres e simplificados muitas vezes são necessários num ambiente empresarial. Contudo, são nessas situações que os membros da administração devem ter ainda mais cautela e devem exigir e zelar para que todas

as informações relevantes sejam apresentadas e discutidas antes da aprovação final.

Assim como ocorreu no Conselho de Administração, a Diretoria Executiva teve acesso a informações e dados que seriam suficientes para justificar um pedido de esclarecimentos adicionais. A precificação e a questão envolvendo o controle compartilhado são aspectos relevantes que poderiam ter sido apontados sem uma análise detalhada da documentação. A composição da Diretoria Executiva não sofreu grandes alterações durante esse período e as ofertas iniciais foram todas aprovadas em reunião de colegiado. O não cumprimento das regras de governança estabelecidas na norma de aquisição (Sistemática) e o não envolvimento da área de Novos Negócios também eram sinais de alerta. Ainda que houvesse justificativa para aquisição de Pasadena de uma forma mais célere, existiam alterações substanciais no modelo de negócio que precisavam ser esclarecidas e que, de acordo com a documentação que tivemos acesso, não foram sequer discutidas na reunião que aprovou o modelo final.

Quanto à atuação de forma individualizada da Diretoria Internacional, destacam os depoimentos dados pelos funcionários da Petrobras indicando que os diretores gozavam de grande autonomia e que a Diretoria Internacional adotava procedimentos mais simplificados justificando a necessidade de agilização do processo decisório. Ademais, o recebimento de vantagem indevida, de acordo com os depoimentos de Nestor Cerveró e Paulo Roberto Costa, eram inerentes às transações dessa natureza, não sendo o motivo para a adoção dos processos simplificados, o que indica uma cultura já instaurada na organização e não identificada pelos órgãos de fiscalização e pelo Conselho de Administração.

A Diretoria Internacional agiu em descumprimento às regras de governança adotadas pela Petrobras. No processo de avaliação da refinaria desconsiderou as regras estabelecidas na Sistemática; ressalta-se, aprovada pela Diretoria Executiva em junho de 2005 (alguns meses antes da negociação e aprovação da aquisição de Pasadena). Apesar de a empresa externa ter feito a avaliação do negócio nas condições em que se encontrava, a Diretoria Internacional não incluiu essa avaliação na negociação com a Astra e não divulgou à Diretoria Executiva, como

estava preconizado nas regras internas. Ademais, a Diretoria Internacional não revisou o ETVE para incluir as contingências identificadas pelos assessores externos ligadas à SMS, não precificou a cláusula de rentabilidade mínima (Cláusula Marlim) e não atualizou o custo do Revamp na avaliação do negócio.

Restou, ainda comprovado, nas apurações internas pela Petrobras, que a Diretoria Internacional falhou ao apresentar o negócio à Diretoria Executiva e ao Conselho de Administração. Não envolveu a área de Novos Negócios, conforme regras internas de governo da Companhia e não destacou e apresentou com clareza as principais cláusulas e condições relevantes da transação (Cláusula Marlim, *Put Option*, custo do projeto e premissas importantes adotadas no processo de avaliação).

3.3.1.2 Segunda Fase

A segunda fase destaca-se pela existência de divergência entre os sócios e a vontade de a Petrobras adquirir os 50% remanescentes da Astra. Um dos principais aspectos que dificultou a negociação entre as partes foi o envio, pelo Sr. Nestor Cerveró, da carta de intenções (LOI), em dezembro de 2007, com a proposta de USD 785 milhões pelo restante da refinaria. A Petrobras tinha como prática incluir, em todas as propostas enviadas, uma frase, ao final, esclarecendo que a mesma era não vinculante. Entretanto, nessa proposta enviada pelo Sr. Nestor Cerveró essa frase foi excluída o que gerou a expectativa à Astra de ser uma oferta firme. A Diretoria Executiva aprovou essa proposta em fevereiro de 2008, somente após o envio à Astra¹²², e encaminhou para aprovação do Conselho de Administração na reunião de março de 2008. O Conselho de Administração postergou a análise da aquisição por duas reuniões com o pedido de esclarecimentos adicionais.

A despeito do pedido de esclarecimentos adicionais feito pelo Conselho de Administração, medidas foram adotadas que culminaram no direito à Astra de

¹²² As duas primeiras propostas enviadas pela Petrobras para aquisição dos primeiros 50% das ações em Pasadena só foram enviadas após aprovação da Diretoria Executiva. Existia um procedimento, mesmo que informal, de validação das propostas antes do envio, mesmo que não vinculantes. Dessa foram o envio da LOI, com a exclusão da ressalva da sua vinculação, foi vista pela Petrobras e pelos órgãos de controle como violação das práticas de governança.

exercer a *Put Option* prevista no acordo de acionista e de exigir a compra pela Petrobras do restante da participação societária a um preço pré-determinado. A PAI convocou, em 17 de junho de 2008, uma reunião do Comitê de Proprietários da PRSI (*Superboard*) para deliberação de decisões urgentes e necessárias para preservar a situação financeira de Pasadena. A reunião foi realizada, no dia 19 de junho de 2008, um dia antes da reunião do Conselho de Administração, que deliberaria sobre eventual aquisição dos 50% de participação societária remanescentes em Pasadena. Diante da ausência de representação da Astra na reunião, a PAI (representada pelo Sr. Paulo Roberto Costa) impôs sua decisão (*right of override*), gerando o direito da Astra de exigir a compra de sua participação societária. Importante ainda destacar que, na mesma data, o jurídico da Petrobras recebeu orientação para ingressar com arbitragem contra a Astra nos Estados Unidos. A autorização foi dada, em conversa telefônica, pelo Presidente Jose Sérgio Gabrielli de Azevedo, Sr. Jorge Luiz Zelada e Sr. Samir Passos Award (Paulo Roberto Costa estava ciente e concordava com a decisão).

A oferta feita pelo Nestor Cerveró não foi objeto de aprovação pela Diretoria Executiva. A formalização de entrada no processo arbitral, da mesma forma, não foi previamente discutida com a Diretoria Executiva e com o Conselho de Administração. Ainda que se defenda que, tanto a oferta (se considerada não vinculante) quanto a autorização para arbitragem não eram matérias de competência desses órgãos, a atuação da Diretoria Internacional isoladamente e do *Superboard* da PAI (representado pelo Paulo Roberto Costa então Diretor de Abastecimento da Petrobras) não deve ser considerada diligente. Isso porque, os diretores que atuaram nessas transações sabiam que as sócias estavam enfrentando problemas na gestão compartilhada dos negócios e que eventual aquisição do restante da participação societária seria matéria de deliberação do Conselho de Administração, ressalta-se no dia seguinte. O Conselho de Administração não estava confortável e não tinha todos os dados para decidir sobre eventual aquisição de Pasadena, a imposição de uma decisão no âmbito da PRSI tinha o enorme potencial de gerar a obrigação de aquisição dos 50% remanescentes da participação societária em Pasadena, o que de fato aconteceu.

A conduta isolada da Diretoria Internacional foi considerada pelos órgãos externos como não diligente. O envolvimento da Diretoria Executiva e a indicação clara de que a proposta enviada era não vinculante, por estar sujeita à aprovação de demais órgãos da administração, prática essa, adotada, diversas vezes na primeira aquisição, certamente traria argumentos adicionais aos diretores no que tange a sua conduta.

Quanto à imposição da decisão no âmbito do *Superboard* da PAI, sustenta a Petrobras que a medida foi necessária para preservar e assegurar padrões mínimos de segurança e que contratualmente estava prevista, não havendo qualquer violação de competência e de governança. Entretanto, a reunião do Conselho de Administração que deliberaria ou discutiria a aquisição da Petrobras da parcela acionária remanescente em Pasadena seria no dia seguinte, prazo esse que não nos parece expor a organização a riscos adicionais aos já haviam assumidos. Conquanto os atos dos diretores pudessem estar respaldados pelas regras de governança a imposição da decisão, como vimos ao longo desse estudo, gerou o direito de a Astra exercer a *put option* obrigando a Petrobrás a adquirir a participação societária remanescente, matéria que seria discutida pelo Conselho de Administração no dia seguinte.

A prática de atos isolados pelos Diretores, principalmente para operações com a relevância como a objeto desse trabalho (aquisição de sociedade no exterior), não representa boa prática de governança. A decisão em colegiado, a divisão de responsabilidades e regras de compartilhamento e alocação de riscos trazem enorme valor para organizações na medida em que funcionam como mecanismos de revisão e conferência. Como exemplo, as regras de representação da sociedade por, no mínimo dois diretores, em conjunto.

Por fim, ainda que não tenha relação direta com o caso concreto, vale destacar que, de acordo com Estatuto Social da Petrobras, o Diretor Presidente pode representar a Companhia de forma individual e os demais diretores somente em conjunto. Essa regra foi alterada em 2015 para suprimir a possibilidade de o Presidente representar a Companhia individualmente; entretanto, em 2016, o Estatuto Social foi novamente alterado para voltar a previsão de representação

individual pelo Presidente. Não há dúvida que a representação individual traz agilidade para tomada de decisão, muitas vezes importante e crucial para determinadas atividades empresariais; por outro lado, a revisão e aprovação por dois diretores em conjunto traz uma governança que proporciona uma tomada de decisão de maneira informada, refletida e sem conflito, elementos essenciais para se caracterizar a diligência.

O grande desafio das organizações é conseguir implementar regras de governança que não engessam totalmente a Companhia, garantindo diligência nas tomadas de decisões com agilidade. Entretanto, é fato que, na medida em que uma organização adote práticas mais robustas de governança, sua estrutura e processo decisório ficam mais lentos.

Como destacamos ao longo da análise acima, a Diretoria Executiva não tinha regimento interno e seus membros, assim como no Conselho de Administração, não tinham limitação de mandato, avaliação e treinamento obrigatório. Essas práticas foram sendo aprimoradas ao longo dos anos.

3.4 Órgãos Internos de Fiscalização

A estrutura de Governança Corporativa das organizações é composta por órgãos que tem a função de fiscalizar os atos da administração e revisar a estrutura de governança garantindo sua eficácia. Os órgãos de fiscalização exercem um papel crucial nas organizações, na medida em que atuam supervisionando, emitindo pareceres e orientações que aperfeiçoam a governança, suportando o crescimento do negócio. Esses órgãos também têm um papel importante para permear uma cultura de Governança Corporativa nas organizações.

Como indica Rossetti e Andrade,¹²³ a ocorrência de grandes fraudes, o ativismo de investidores institucionais e as pressões do mercado contribuíram para uma tendência mundial de se exigir uma formalização legal dos órgãos de

¹²³ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

fiscalização e de auditoria, em especial em companhias abertas, como é o caso da Petrobras.

A Petrobras, desde a primeira aquisição de Pasadena, apresentava em sua estrutura de governança os principais órgãos de fiscalização que são recomendados pelos códigos de boa governança: a) Conselho Fiscal, b) Comitê de Auditoria; c) Auditoria Interna e d) Auditoria Externa Independente.

Novamente é importante ressaltar que não é possível atribuir responsabilidade direta aos órgãos de fiscalização pela aquisição de Pasadena, na medida em que operações dessa natureza, via de regra, não são objeto de avaliação e de opinião prévia desses órgãos. Não obstante, ao longo do estudo do caso de Pasadena constatou-se que os órgãos de fiscalização não identificaram falhas na estrutura de Governança Corporativa, dentre elas fragilidades materiais nos controles internos que, certamente, no contexto global, contribuíram para que casos como o da Lava Jato e o de Pasadena.

O Comitê de Auditoria foi constituído em 2005. A independência de alguns membros do Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria foi inclusive questionada em processo sancionador na CVM. A auditoria interna e externa independente não apontaram falhas materiais nos controles internos, que serão abordadas em capítulo específico. As recomendações de aprimoramento da estrutura de governança somente foram feitas pelos auditores independentes após a divulgação da Operação Lava Jato¹²⁴.

3.5 Controles Internos

A Petrobras, nos anos de 2008 a 2013, informou aos investidores¹²⁵ que avaliou a eficácia dos controles internos das demonstrações financeiras com base

¹²⁴ As afirmações feitas nesse parágrafo têm como base a análise dos pareceres emitidos pelos auditores externos nas demonstrações financeiras e dos formulários de referência e Formulário 20F publicados pela Petrobras.

¹²⁵ Formulário 20F.

nos critérios estabelecidos na Estrutura Integrada de Controle Interno pelo COSO. A Petrobras estava sujeita, desde 2002, a SOX e dessa forma, não só deveria estabelecer e manter uma adequada estrutura de controles internos como deveria, anualmente, avaliar sua eficácia¹²⁶.

Em todos os anos, a Petrobras contratou seus auditores externos para essa avaliação e informou aos investidores que os controles internos eram eficientes. A tabela, abaixo, demonstra os valores pagos pela Petrobras aos auditores pelos serviços de auditoria dos controles externos.

Tabela 4 - Valores pagos aos auditores, pelos serviços de auditoria dos controles externos

KPMG	2008	R\$ 2.750 mil
KPMG	2009	USD 844 mil
KPMG	2010	R\$ 1.557 mil
KPMG	2011	R\$ 1.588 mil
PwC	2012	USD 495 mil
PwC	2013	USD 517 mil

Fonte: autora

A partir de 2014, a Petrobras passou a informar aos investidores que havia identificado fraquezas materiais nos controles internos, concluindo que os mesmos não eram eficazes. A Petrobras optou por não arquivar, junto à CVM, as demonstrações financeiras do terceiro trimestre de 2014 com relatório dos auditores (PwC)¹²⁷. A alegação foi a de que a Petrobras necessitava de tempo para aprofundar as investigações da Operação Lava Jato, para entender e avaliar as melhorias necessárias nos controles internos e, por fim, proceder eventuais ajustes necessários nas demonstrações financeiras.

Dentre as fragilidades identificadas pelos administradores e seus auditores externos e reportadas aos investidores nos formulários 20F, destacam-se:

¹²⁶ Section 404 da SOX.

¹²⁷ Conforme Fato Relevante divulgado pela Petrobras, em 13 de novembro de 2014.

- a) Anulação dos controles por alguns membros da administração. Algumas decisões tomadas, durante o período de 2004 a 2012, relacionadas a grandes projetos de investimentos, não estavam em conformidade com os controles internos existentes, nem com a Sistemática;
- b) Controles ineficientes para identificar atos contrários aos interesses e políticas da Companhia. A ineficiência foi causada por um inadequado *tone of the top* dos controles internos, por falha na comunicação dos valores éticos previstos no Código de Conduta e por falta de um programa de denúncia eficaz;
- c) Deficiências nos controles internos relacionados a ativos imobilizados, em especial quanto às perdas decorrentes e testes de *impairment*;
- d) Falhas nos controles internos relacionadas a lançamentos manuais;
- e) Deficiências nas segregações de funções nos sistemas de gestão empresarial (ERP'S) e nas regras de revisão de acesso, e
- f) Deficiências no cálculo de provisões e passivos contingentes de natureza contenciosa.

Em decorrência das fragilidades apontadas, os trabalhos de auditoria relacionados à efetividade dos controles internos foram intensificados. Os honorários pagos pela Petrobras em serviços de auditoria específicos para controles internos mais que dobraram, a partir de 2015.

Tabela 5 - Honorários pagos em serviços de auditoria específicos para controles internos

PwC	2014	USD 636 mil
PwC	2015	USD 2.792 mil
PwC	2016	USD 1.400 mil
KPMG	2017	USD 1.100 mil
KPMG	2018	USD 1.500 mil
KPMG	2019	USD 1.500 mil

Fonte: autora

Somente em 2019, a administração e os auditores da Petrobras emitiram opinião considerando os controles internos eficazes¹²⁸.

As fragilidades apontadas e divulgadas pela Petrobras corroboram as apontadas nesse estudo de caso. O não cumprimento da sistemática, o inadequado *tone of the top*, a falha de comunicação de valores éticos e de um sistema de denuncia eficaz são exemplos. Corroboram a conclusão e afirmação inicialmente feita de que a eficácia de um sistema de governança está ligada à aspectos normativos e comportamentais.

A Petrobras, que tinha, desde 2005, os principais órgãos de fiscalização recomendados pelas normas que regem empresas de capital aberto e códigos de melhores práticas de Governança Corporativa, não foi capaz de identificar qualquer fragilidade relacionada ao seu sistema de governança, incluindo os controles internos. A mera existência desses órgãos não garante a identificação de irregularidades, há que se ter uma cultura de atuação ativa dos órgãos e de disseminação na organização alinhada com canais efetivos de denúncia, o que aparentemente não existia na Petrobras.

Por fim, destaca-se a diferença entre os valores cobrados pelos auditores externos, antes e após a Lava Jato, para avaliação da efetividade dos controles internos. O aumento dos valores indica a possibilidade de sub dimensionamento do escopo de trabalho; o que pode ter acontecido apenas cumprir às exigências da SOX¹²⁹. A definição de escopo e responsabilidade dos auditores independentes é matéria que merece um estudo a parte frente a relevância para o aprimoramento das práticas de governança.

3.6 Programas Interligados (Integridade/Conformidade e Gestão de Riscos Corporativos)

¹²⁸ Página 190 do Form 20F de 2019.

¹²⁹ Section 404 da SOX.

Os programas de integridade/conformidade e gestão de riscos são fundamentais para a implementação de um sistema sólido de Governança Corporativa. Esses programas apesar de serem implementados de forma segregada são interligados e devem trabalhar juntos complementando o sistema de Governança Corporativa de uma organização, garantindo uma gestão eficiente.

Dentre as deficiências identificadas e reportadas pela Petrobras destacam-se a ausência de um programa de integridade/conformidade efetivo, a falha da comunicação dos valores éticos previstos no Código de Conduta da Petrobras e a falha do canal de denúncia. Petrobras possuía um conjunto de políticas, em linha com as recomendações de mercado, dentre as que conseguimos identificar, destacam-se: Código de Ética, de Boas Práticas, de Conduta Concorrencial e de Conduta da Alta Administração Federal.

Apesar de a Petrobras divulgar, em seu relatório de sustentabilidade de 2005, como princípio essencial, o combate à corrupção, o programa de integridade/conformidade era incipiente. Comprovando o estágio inicial desse programa, a Petrobras divulgou ao mercado, em 30 de agosto de 2005, a disponibilização, de forma preliminar, de um canal para recebimento de denúncias com foco em irregularidades ou impropriedades relacionadas a registros contábeis. O canal de denúncias era administrado pela Ouvidoria, com auxílio do Comitê de Auditoria (que também foi implementado somente em 2005).

Importante destacar que, apesar de a Lei Anticorrupção ter sua vigência exigida somente a partir de janeiro de 2014 no Brasil, a Petrobras estava sujeita à aplicação da *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA) desde 2000, quando passou a ter suas ações comercializadas nos Estados Unidos, que criminaliza a corrupção de agentes públicos e impõe uma manutenção de um rigoroso registro e controle contábil para as empresas. Estava ainda sujeita a SOX que passou a aprimorar os sistemas de governança, passou a exigir mais transparência com os investidores e controles e registros contábeis mais robustos.

O que se constata é que a Petrobras divulgava a existência de estrutura específica e a existência das principais políticas exigidas nesses programas;

entretanto, não havia uma cultura efetiva de integridade/conformidade na organização, não havia treinamento e disseminação de uma cultura de ética e integridade, e principalmente um canal independente e efetivo de denúncia.

A mudança passou a ser implementada com a reformulação do programa, ao final de 2014, e a criação da Diretoria de Governança, Risco e Conformidade (DGRC). A alta administração foi reformulada ao longo dos anos e passou a demonstrar maior engajamento com o tema, fundamental para garantir uma cultura de integridade/conformidade e para restaurar a confiança dos investidores e demais stakeholders como demonstraremos nas conclusões desse trabalho. O programa de integridade/conformidade passou a ser estruturado e avaliado de acordo com as regras e critérios recomendados pela CGU e pelo Departamento de Justiça Americano (DOJ).

No final de 2018¹³⁰, a Petrobras assinou um acordo com as autoridades norte-americanas (DOJ e SEC) garantindo a intensificação e melhoria de seus controles internos, registros contábeis e demonstrações financeiras da Companhia. As autoridades americanas assinaram o acordo reconhecendo o êxito da Petrobras em adotar ações significativas de remediação das fragilidades existentes no seu sistema de governança, em especial, no programa de integridade e em seus controles internos. Petrobras ficou obrigada a submeter seu programa de integridade/conformidade a uma avaliação e revisão periódica de verificação de sua efetividade, dentre outras medidas que representam os pilares de um programa de integridade efetivo¹³¹.

¹³⁰ THE UNITED STATES. **Department of Justice**. Disponível em: <https://www.justice.gov/opa/pr/petr-leo-brasileiro-sa-Petrobrás-agrees-pay-more-850-million-fcpa-violations>. Acesso em: 08 out. 2020.

¹³¹ O Departamento de Justiça dos Estados Unidos e a CGU, em conjunto com Ministério da Transparência, divulgam as regras de avaliação da efetividade de um programa de integridade. THE UNITED STATES. **U.S. Department of Justice Criminal Division**. Evaluation of Corporate Compliance Programs - Updated June 2020. Disponível em: <https://www.justice.gov/criminal-fraud/page/file/937501/download>. Acesso em: 24 jan.2021.

Ministério da Transparência e CGU – Controladoria Geral da União. Manual Prático de Avaliação de um Programa de Integridade – setembro 2018. Disponível em: <https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/centrais-de-conteudo/manual-pratico-integridade-par-pdf>. Acesso em 24 jan.2021.

Em janeiro de 2019¹³², o acordo firmado entre a Petrobras e o MPF¹³³, que destinou parte dos recursos levantados no acordo com as autoridades americanas, foi homologado pela 13ª Vara Criminal Federal de Curitiba. Esse acordo foi considerado pelo Supremo Tribunal Federal (STF) nulo por entender, em resumo, que as partes eram ilegítimas; que o acordo havia sido homologado por juízo incompetente (com a exclusão da participação da União) e ainda por apresentar objeto ilícito, já que destinava parte da multa paga pela Petrobras para fins privado (pagamento de eventuais disputas entre a Petrobras e seus investidores minoritários). Após a reformulação da destinação dos recursos e participação da União, o acordo foi homologado pelo ministro Alexandre de Moraes. A discussão sobre o destino do recurso e da competência dos órgãos, certamente, ensejaria, um trabalho específico. Não obstante, a relevância para o presente trabalho está nas obrigações assumidas pela Petrobras de manter e monitorar continuamente um sistema efetivo de controles contábeis internos e um rigoroso programa de integridade/conformidade.

Um outro aspecto importante na estrutura de governança é o processo de identificação e gestão de riscos corporativos. A Petrobras informava possuir essa prática na sua estrutura vinculada à Área Financeira (Diretor Financeiro e de Relação com os Investidores)¹³⁴. Os principais riscos identificados e que poderiam afetar a decisão dos investidores eram reportados nos formulários de referência e formulários 20F entregues à CVM e SEC, respectivamente. Até o ano de 2013, a Petrobras não incluía nos fatores de riscos possíveis comportamentos antiéticos. A partir de 2014, a Petrobras passou a incluir, como fatores de riscos possíveis, comportamentos incompatíveis com os padrões de ética e conformidade.

¹³² BRASIL. STF. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de descumprimento de preceito fundamental 568**. Rel. Min. Alexandre de Moraes. Paraná, 2019. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/adpf568homolog.pdf> Acesso em: 08 out. 2020.

¹³³ BRASIL. MPF. Ministério Público Federal. **Acordo Petrobras**. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/pr/sala-de-imprensa/docs/acordo-fundo-Petrobras/view> Acesso em: 08 out. 2020.

¹³⁴ Os planos básicos de organização que foram identificados no processo da CVM indicam que a área de gestão de riscos estava contemplada na Diretoria Financeira, durante o período de aquisição de Pasadena.

A implementação de um programa de gestão de riscos identifica os riscos relevantes que a organização está exposta. Somente através desse processo consegue-se implementar iniciativas de monitoramento e controle de cada risco que garantirão o cumprimento dos objetivos estratégicos de longo prazo. No caso da Petrobras, o risco de corrupção sequer estava listado nos fatores de riscos reportados aos investidores.

A identificação e gestão dos riscos é importante em qualquer processo decisório, ainda que não se tenha um programa formal que consolide essa prática. É capaz de criar um sistema que prioriza e formaliza a tomada de decisão da administração, dando legitimidade ao processo. O Conselho de Administração deve ser responsável por definir os objetivos estratégicos de uma organização e de definir seu apetite de risco. Tem ainda o dever de monitorar a matriz de risco e avaliar a eficiência e efetividade dos controles internos da organização. Existem diferentes níveis de maturidade de um programa de gestão de riscos e o Conselho de Administração deve ser responsável por definir ações necessárias para aprimorar a gestão, principalmente em empresas que estão sujeitas às regras de governança do COSO, da SOX e da CVM.

É importante também destacar que a gestão de riscos corporativos sofreu evolução ao longo dos anos. A primeira onda de implementação de ferramentas de gestão de riscos estava, essencialmente, ligada a riscos financeiros, fluxo de caixa e resultados financeiros. Os modelos mais recentes, que gerenciam riscos mais abrangentes, como os ligados a comportamentos éticos, foram estimulados pelas normas da COSO (2013) e ISO 31:000 (2009).

3.7 Evolução da Estrutura de Governança Corporativa da Petrobras

Ao longo dos anos, a estrutura de Governança Corporativa da Petrobras foi sendo modificada. As alterações implementadas tiveram como base: a) suprir as deficiências identificadas em decorrência das investigações da Operação Lava Jato; b) cumprir exigências decorrente da mudança no segmento de listagem da B3 (em

2017, a Petrobras passou do nível 01 para o nível 02) e c) adaptar a estrutura de governança às impostas pela Lei das Estatais.

O Conselho de Administração da Petrobras aprovou a criação da DGRC com reporte direto ao Conselho de Administração¹³⁵, com a missão de assegurar conformidade e aderência a leis, normas, padrões e regulamentos mitigando riscos como os de fraude e corrupção. A destituição do DGRC só poderá ocorrer por deliberação do Conselho de Administração contando com o voto de pelo menos 1 (um) dos conselheiros eleitos pelos acionistas minoritários ou preferencialistas.

A Petrobras também instituiu¹³⁶ um Comitê Especial para atuar de forma independente e servir como interlocutor entre Conselho de Administração e os escritórios de advocacia que conduziram as investigações internas independentes relativas à Operação Lava Jato. O comitê foi presidido por Ellen Gracie Northfleet, ministra aposentada do STF, por Andreas Pohlmann, Centro de Controle Operacional (CCO) da Siemens de 2007 a 2010, e pelo Diretor de Governança, Riscos e Conformidade da Petrobras, e foi encerrado no final de 2018.

A Petrobras anunciou diversas outras medidas de fortalecimento da Governança Corporativa. A composição do Conselho de Administração foi reformulada para conferir maior grau de independência na atuação do órgão, sendo implementado limite de participação em outros conselhos e prazo máximo de gestão. O Estatuto Social foi modificado¹³⁷ para supressão do Comitê de Negócios e para criação de 5 (cinco) novos comitês de assessoramento do Conselho de Administração, permitindo a participação de membros externos ao Conselho de Administração nos comitês. Os comitês passaram a ser estatutários e passaram a contar com representantes dos acionistas minoritários ou dos empregados.

No que tange às ações relativas ao programa de integridade/conformidade, a Petrobras, resumidamente, implementou: a) esforço de comunicação dos valores

¹³⁵ Em reunião do Conselho de Administração realizada no dia 25 de novembro de 2014.

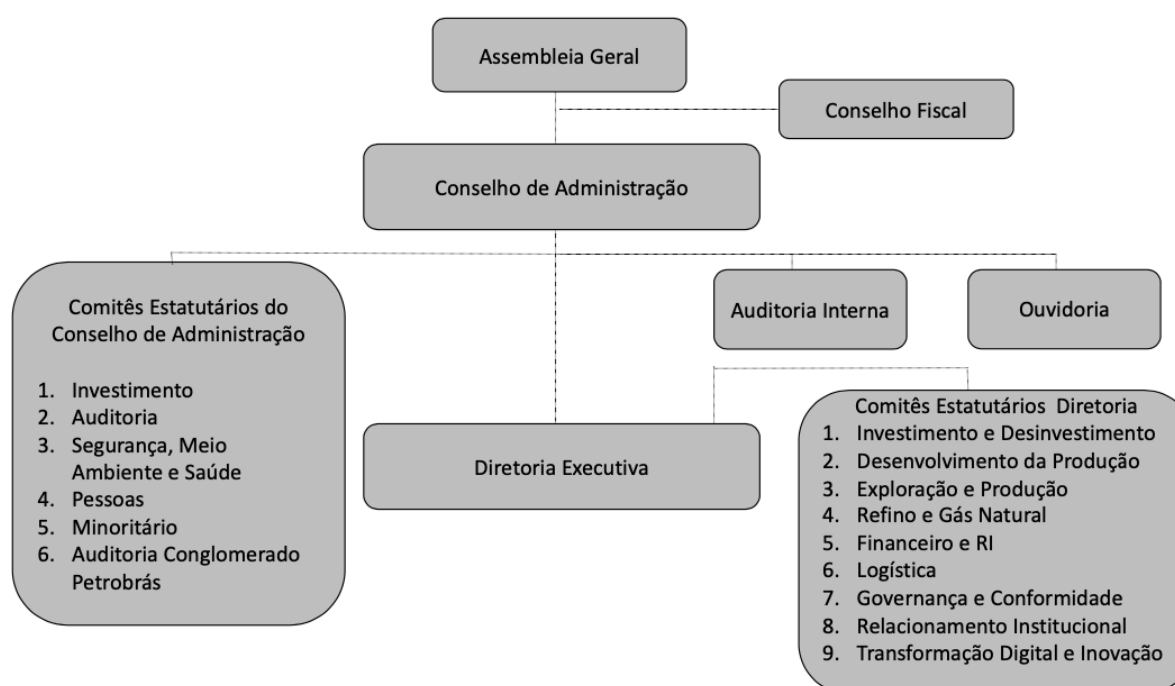
¹³⁶ Em reunião do Conselho de Administração realizada em 24 de dezembro de 2014. O Comitê Especial foi encerrado por decisão do Conselho de Administração em 28 de novembro de 2018 após o fim das investigações.

¹³⁷ Conforme Ata de AGE realizada em 01 de julho de 2015.

éticos através da criação e divulgação de guia de conduta em conjunto com Código de Ética; b) divulgação do Plano Petrobras de Prevenção da Corrupção; c) reforço nos treinamentos e implementação de módulo de treinamento à distância; d) Criação de comitê de correição, e) reformulação das comissões internas de apuração; f) criação dos agentes de *compliance*; g) guia de brindes, presentes e hospitalidade; h) *due diligence* de integridade de terceiros; e j) *background check* de integridade de administradores, empregados, consultores e gestores. Quanto ao canal de denúncias, a Petrobras passou a contratar um canal externo e foi realizada auditoria interna nos processos do canal antigo. Ainda, em 2015, foi aprovada a nova política de riscos corporativos.

Em junho de 2020, a estrutura de Governança Corporativa da Petrobras era composta pela Assembleia Geral de Acionistas, pelo Conselho de Administração e seus comitês estatutários de assessoramento, pela Diretoria Executiva e seus comitês estatutários de assessoramento, pelo Conselho Fiscal, Auditoria Interna e Ouvidoria Geral. Detalhes do funcionamento e composição dos órgãos serão descritos para análise das alterações implementadas.

Figura 2 – Estrutura de Governança da Petrobras – 2020



Fonte: autora

O Conselho de Administração, de acordo com o Estatuto Social, é composto no mínimo 07 (sete) e no máximo 11 (onze) membros, com mandato de 02 (dois) anos sendo permitida, no máximo, 03 (três) reeleições consecutivas. Atingindo o prazo máximo de recondução, o retorno do conselheiro só poderá ocorrer após decorrido um período equivalente a um prazo de gestão. Os conselheiros que não participarem de treinamentos anuais obrigatórios não poderão ser reconduzidos no cargo. O Conselho de Administração é composto por um representante dos minoritários, dos preferencialistas e dos empregados. É assegurado ao Ministério da Economia a indicação de um membro do Conselho de Administração. Os membros devem ser externos, sem vínculos estatutários ou empregatícios com a Companhia, excetuando-se o Presidente e o representante do empregado. A composição do Conselho de Administração deverá ser alternada para permitir sua constante renovação, 20% dos membros devem ser renovados a cada 04 (quatro) anos. Não participam do rodízio os representantes dos minoritários, preferencialistas e empregados. O Conselho de Administração deve ser composto por, no mínimo, 40% de membros independentes¹³⁸. Para assegurar o nível de independência, os membros indicados pela União são escolhidos de uma lista tríplice preparada por uma empresa externa especializada e com experiência comprovada em recrutamento de executivos.

As reuniões ordinárias do Conselho de Administração são mensais e as matérias submetidas à apreciação do órgão devem ser instruídas com a decisão da Diretoria Executiva, com manifestação do comitê competente e parecer jurídico, quando necessário.

¹³⁸ De acordo com a Lei nº 13.303/2016 e o Decreto nº 8.945/2016, 25% dos membros de conselho de administração e pelo menos um membro do conselho de administração em caso de adoção de voto múltiplo por acionistas minoritários, devem cumprir os requisitos de independência. As regras do Programa Estatal de Governança Corporativa da B3, ou Programa Destaque em Governança de Estatais, exigem que um conselho de administração seja formado por pelo menos 30% de membros independentes. O Regulamento B3 de Nível 2 exige que pelo menos 20% dos membros do conselho de administração sejam independentes. O estatuto social da Petrobras foi alterado em abril de 2018 para determinar que o conselho de administração deve ser composto de, no mínimo, 40% dos membros independentes.

O Conselho de Administração possui 06 (seis) Comitês Estatutários de Assessoramento: Comitê de Investimentos (antigos Comitês Financeiro e Comitê Estratégico); Comitê de Auditoria; Comitê de Auditoria do Conglomerado Petrobras; Comitê de Segurança, Meio Ambiente e Saúde; Comitê de Pessoas; e Comitê de Minoritários. Os comitês passaram a ter em sua composição membros independentes. Estatuto prevê que os pareceres dos comitês não constituem condição necessária para a apresentação de matérias ao exame e deliberação do órgão.

A Diretoria Executiva é composta por um presidente e até 08 (oito) diretores executivos, com mandato não superior a 02 (dois) anos, sendo permitida, no máximo, 03 (três) reeleições consecutivas. Há exigência estatutária de dedicação exclusiva à Petrobras, e a escolha de seus membros deve ser baseada na sua capacidade profissional, notório conhecimento e especialização nas áreas de atuação, sendo exigida experiência mínima de 10 (dez) anos em cargos de liderança. Atingindo o prazo máximo de recondução, o retorno do diretor executivo só poderá ocorrer após decorrido um período equivalente a um prazo de gestão. Os diretores executivos que não participarem de treinamentos anuais obrigatórios não poderão ser reconduzidos no cargo. A Diretoria Executiva é composta pelo Presidente; Diretor Executivo de Relacionamento Institucional; Diretor Executivo Financeiro e de Relacionamento com Investidores; Diretor Executivo de Desenvolvimento da Produção; Diretor Executivo de Exploração e Produção; Diretor Executivo de Refino e Gás Natural; Diretor Executivo de Logística; Diretor Executivo de Governança e Conformidade; Diretor Executivo de Transformação Digital e Transformação. Estatuto assegura a possibilidade de o Diretor de Conformidade e Governança se reportar diretamente ao Conselho de Administração.

Os membros da Diretoria Executiva contam com 09 (nove) Comitês Técnicos Estatutários de Assessoramento. Os comitês atuais são: Comitê de Investimento e Desinvestimento; Comitê Técnico Estatutário de Relacionamento Institucional; Comitê Técnico Estatutário de Desenvolvimento da Produção; Comitê Técnico Estatutário de Exploração e Produção; Comitê Técnico Estatutário de Refino e Gás Natural; Comitê Técnico Estatutário Financeiro e de Relacionamento com Investidores; Comitê Técnico Estatutário de Logística; Comitê Técnico Estatutário de

Governança e Conformidade; e Comitê Técnico Estatutário de Transformação Digital e Inovação. O Estatuto Social ainda prevê que a Diretoria Executiva pode criar e extinguir comitês não estatutários, que são chamados de consultivos e deliberativos.

O Conselho Fiscal, de caráter permanente, era composto por até 05 (cinco) membros eleitos pela Assembleia Geral, com atribuição de fiscalizar os atos praticados pelos administradores, especificamente sob o aspecto de sua conformidade com a lei e o Estatuto Social, bem como de opinar sobre as demonstrações financeiras da Companhia, restando aos administradores a análise de conveniência e oportunidade dos atos de gestão da Companhia. Um dos membros do conselho será indicado pelo Ministro da Economia, como representante do Tesouro Nacional. O mandato é de 1 (um) ano, sendo permitidas 02 (duas) reeleições consecutivas. Também é vedada a recondução do conselheiro fiscal que não participar dos treinamentos anuais disponibilizados pela Petrobras.

A Ouvidora-geral da Petrobras é vinculada ao Conselho de Administração. É responsável por receber e tratar demandas, solicitações de informação e denúncias dos públicos de interesse da Companhia, encaminhando as apurações decorrentes e acompanhando as providências a serem adotadas. Para destituição do ouvidor-geral da Petrobras há a necessidade de quórum qualificado no Conselho de Administração contando com pelo menos um dos seguintes membros: o eleito pelos acionistas minoritários ou o eleito pelos acionistas preferencialistas.

A Petrobras ainda possui uma área ligada à auditoria interna vinculada ao Conselho de Administração que assessora os administradores (Comitê Estatutário de Auditoria, Conselho de Administração e Diretoria Executiva) e auditoria externa independente.

O Estatuto Social passou a prever vedações¹³⁹ para indicação de membros da administração na Petrobras das quais destacamos: a) não possuir contra si processos judiciais ou administrativos com acórdão desfavorável ao indicado, em segunda instância; b) não possuir falta grave relacionada ao descumprimento do

¹³⁹ Vedações estão detalhadas na Política de Indicação da Petrobras.

Código de Ética, Guia de Conduta, Manual do Programa Petrobras de Prevenção à Corrupção, e c) não ter sofrido qualquer penalidade trabalhista ou administrativa em outra pessoa jurídica de direito público ou privado nos últimos 03 (três) anos. Para cargo de membro do Conselho de Administração é ainda vedada a indicação de: a) representantes do órgão regulador ao qual a Petrobras está sujeita; b) que exerçam cargos de ministro de estado, secretário estadual e municipal; c) que seja titular de cargo em comissão da administração pública federal, direta ou indiretamente, sem vínculo permanente com o serviço público; d) ser dirigente estatutário de partido político ou titular de mandato no poder legislativo ainda que licenciado; e) não ter atuado, nos últimos 36 (trinta e seis) meses de estrutura decisória de partido político nem ter trabalhado em campanhas eleitorais; f) exercer cargo em organização sindical; g) ter firmado contrato ou parceria com fornecedor ou comprador de bens com a União ou a Petrobras nos últimos 03 (três) anos; g) não tenha qualquer conflito de interesse com a União e a Petrobras; e h) ter parentes consanguíneos até o terceiro grau com as pessoas acima indicadas. O estatuto veta o acúmulo em mais de duas posições remuneradas na Companhia.

A competência dos órgãos da administração foi reformulada. Dentre as alterações relevantes para estrutura de governança destacam-se as competências do Conselho de Administração. O Estatuto Social incluiu como competência do Conselho de Administração: a) a avaliação anual de desempenho dos administradores e da independência dos conselheiros; b) a aprovação de uma política de indicação dos membros dos principais órgãos da administração; c) a aprovação e divulgação de carta de governança como previsto na Lei nº 13.303/2016; d) a implementação e supervisão dos sistemas de gestão de riscos e de controle interno e e) a definição de critérios de integridade e conformidade.

3.7.1 Análise da Efetividade das Mudanças Implementadas

As alterações promovidas pela Petrobras no seu sistema de Governança Corporativa, de uma forma geral, incorporaram as melhores práticas de governança corporativa e mudaram sua maturidade. As lacunas identificadas no caso de Pasadena foram endereçadas. Os órgãos da administração implementaram normas internas de atuação (regimentos internos) e avaliação periódica; os comitês de

assessoramento do conselho de administração e da diretoria foram reformulados e passaram a exigir a presença de membros externos e independentes; foram implementadas regras relativas à composição dos órgãos da administração (principalmente, conselho de administração e diretoria executiva), bem como, treinamentos periódicos e obrigatórios e o programa de integridade e combate a corrupção e de gestão de riscos corporativos foram reformulados.

Não obstante, a efetividade da governança corporativa dependerá de uma real mudança nos aspectos comportamentais. Os aspectos comportamentais estão ligados à conduta; ao cumprimento das regras de governança; ao apoio e comprometimento da alta administração; à implementação de treinamentos que disseminarão os princípios (valores) e regras (políticas e procedimentos internos) adotados pela organização e à implementação de um canal de denúncias imparcial e efetivo. A capacidade da alta administração (principalmente, Conselho de Administração e Diretoria Executiva) de se engajar e agir conforme os princípios e as regras adotados e treinamento serão cruciais para a efetividade da estrutura de governança implementada pela Petrobrás.

As fragilidades materiais identificadas nos controles internos foram endereçadas e, a partir de 2019, os auditores externos e os administradores passaram a considerá-los efetivos. O programa de integridade/conformidade foi redesenhado tomando como base as principais orientações e recomendações feitas pelos principais órgãos que avaliam a eficácia de programas dessa natureza (CGU e DOJ). Os acordos firmados pela Petrobras, com DOJ, SEC e MPF, reforçaram a necessidade de manutenção dos controles internos e do programa de integridade/conformidade, além de exigir seu contínuo monitoramento. A criação da DGRC, com reporte direto ao Conselho de Administração, conferiu mais independência ao programa ao mesmo tempo que promoveu o engajamento da alta administração.

A reformulação dos comitês de assessoramento foi um avanço importante que reforçou o sistema de Governança Corporativa. Sendo a Petrobras uma empresa complexa, os comitês de assessoramento têm um papel efetivo no aprofundamento dos principais assuntos que são levados a deliberação do Conselho

de Administração e até mesmo da Diretoria Executiva. A participação de membros independentes também traz uma dinâmica diferente para esses comitês que passam a ter uma pessoa que analisará os assuntos livre de qualquer viés ou influência.

A implementação de um sistema de avaliação dos órgãos e membros da administração ajudam na identificação da eficácia do programa de Governança Corporativa e a necessidade de melhoria e investimentos adicionais. Os critérios de escolha e indicação dos membros da administração passaram a ser mais claros e formalizados. O tempo máximo de mandato para os principais órgãos da administração também foi uma prática incorporada pela Petrobras.

No caso específico do Conselho de Administração, o Estatuto incorporou as vedações para nomeação de dirigentes previstas no art. 17 da Lei das Estatais e passou a prever uma composição mínima de 40% de membros independentes, acima até da prevista no programa de destaque das Estatais na B3. Com o objetivo de assegurar o nível de independência, os membros indicados pela União são escolhidos por uma lista tríplice preparada por empresa externa especializada, com experiência comprovada em recrutamento de executivos. Houve uma renovação total dos membros dos órgãos da administração, e um programa de treinamento intensivo foi implementado, exigindo a participação de todos os administradores sob pena de não renovação do mandato.

As alterações implementadas pela Petrobras, sem dúvida, reforçaram o programa de Governança Corporativa. Não obstante, percebe-se que há ainda uma busca por um balanço, por uma estrutura que não engesse completamente a organização, mas que, por outro lado, dê segurança de que os procedimentos e regras serão adotados e seguidos. Algumas alterações adotadas foram revistas, como, por exemplo, o poder de representação da Companhia e a decisão de fazer parte do Programa de Destaque em Governança de Estatais da B3.

O poder de representação foi alterado, em 2015, para suprimir a possibilidade de o Diretor Presidente representar a Companhia individualmente. Em 2016 essa mudança foi revista e alterada para manter a possibilidade de representação individual pelo Diretor Presidente. Em 2017, a Petrobras recebeu a certificação no

Programa Destaque em Governança de Estatais, concedida pela B3. Ao longo de 2018 e 2019, a Petrobras obteve diversas vezes nota máxima em todas as dimensões no Indicador de Governança (IG-SEST) elaborado pela SEST, do Ministério da Economia. Não obstante, em janeiro de 2020, a Petrobras solicitou sua desvinculação do Programa Destaque em Governança de Estatais da B3. A nota ao mercado apresentada pela Companhia não justifica o pedido, apenas ressalta que as principais regras brasileiras de governança estão devidamente delineadas na Lei nº 13.303/2016 e no Decreto nº 8.945/2016, aos quais a Companhia já se submete.

Apesar de a Petrobras ter implementado as principais práticas recomendadas pelos códigos de Governança Corporativa e pelas normas vigentes, o caso de Pasadena reforça a existência de um abismo entre a governança “no papel” e na “prática”. Os aspectos comportamentais são importantes, a coerência entre os princípios e regras e o comportamento dos líderes e colaboradores da Petrobras são essenciais para a efetividade das práticas de governança e para criação de uma cultura de conformidade.

Ned Morse ao definir cultura consegue capturar como as regras e procedimentos e a alta administração exercem, de fato, influência no padrão de comportamento das pessoas em uma organização¹⁴⁰. Prof Alexandre Di Miceli¹⁴¹ destaca que o grande desafio das organizações é encontrar maneiras de garantir um comportamento ético além das normas. Alerta que mais regras e controles não solucionam os problemas enfrentados por grandes organizações, como a Petrobrás, mas sim cultura e boa liderança. O caso de Pasadena bem elucida essa conclusão. As regras são importantes e desenham a característica do programa, mas o sem o comprometimento da alta administração e de todos os empregados há uma enorme

¹⁴⁰ MORSE, Ned. et al. **SwitchPoints: Culture Change on the Fast Track to Business Success**. John Wiley & Sons, Inc. “Culture is the pattern of behavior that are encouraged or discouraged by system and people over time”. As regras de governança e o comportamento das pessoas encorajam e determinam um programa de governança robusto. A expressão usada pela Carolyn Taylor “*walking the talk*” também reforça a importância da coerência entre as ações e comportamentos e às regras implementadas (TAYLOR, Carolyn. **Walking the Talk: Building a Culture for Success**. Revised Edition, 2015).

¹⁴¹ DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Ética empresarial na prática: soluções para gestão e governança no século XXI*. 1ª Edição, 2017. Editora Alta Books. Em matéria elaborada por Janes Rocha, publicada no Valor Econômico em 22 de julho de 2017.

probabilidade de se ter um sistema de governo não efetivo, disfuncional como destaca Prof Alexandre di Micelli.

Por fim, não se pode deixar de mencionar nesse contexto, que quando se destaca a efetividade e funcionalidade do sistema de governança, não se defende a garantia de que maus negócios serão coibidos ou ainda que todos os atos de corrupção e fraude serão evitados. O que se defende nesse trabalho, é que a efetividade de um programa de governança garante a solidez e segurança nas práticas de gestão, minimizando as chances de erros e de decisões contrárias aos interesses das organizações.

4 RECOMENDAÇÕES E ALERTAS

Esse capítulo resume as lições extraídas do caso Pasadena que podem ser traduzidas em recomendações e alertas para evitar situações semelhantes. A própria evolução da legislação, quer seja impulsionada pelos diversos casos de corrupção envolvendo as SOEs, quer seja pela própria evolução das normas e dos guias de boas práticas de governança, endereçaram parte dos problemas identificados no caso concreto.

A grande lição e alerta que se extrai, já explorada no capítulo anterior, é que a Governança Corporativa não pode ser usada como ferramenta de *marketing*, de divulgação e promoção das atividades empresariais. Para que o programa de Governança Corporativa seja efetivo e robusto é necessária atenção ao desenvolvimento dos aspectos normativo e comportamental. Os aspectos normativos são aqueles ligados à criação e implementação de regras e práticas

exigidas nos principais regramentos e códigos de boas práticas e os comportamentais aqueles ligados à conduta e cultura.

Uma mudança de cultura está diretamente ligada à coerência entre as regras e valores e a ação dos líderes e colaboradores. O estabelecimento de uma cultura ética e de *compliance* (conformidade) são essenciais para que as práticas de governança se consolidem. Outros elementos também importantes são treinamentos periódicos, estabelecimento de canal de denúncias efetivo, como detalhamos no capítulo anterior.

Esse conceito cultural pode aparentar simples; entretanto, de difícil implementação. A dinâmica empresarial impõe situações complexas, como as que demandam uma simplificação de processos, procedimentos e regras para não se perder oportunidades. O caso de Pasadena foi aprovado sem o cumprimento das regras previstas na Sistemática e no regimento interno do Conselho de Administração e sem a participação da área de Novos Negócios que, de acordo com a estrutura de governança da Petrobras, deveria ter sido envolvida. As principais aprovações foram realizadas em reuniões em que a documentação suporte foi recebida um dia antes ou até mesmo no próprio dia da reunião, contrariando, no caso do Conselho de Administração, o regimento interno desse órgão.

As situações que demandam procedimento célere e simplificado são as que ensejam maior atenção e diligência dos administradores. As exceções sempre existirão, mas precisam ser justificadas e formalmente demonstradas para que não se crie uma cultura de desprezo e desrespeito às normas de governança. Os administradores, nessas situações, precisam exigir um detalhamento maior das operações, uma vez que não terão tempo para fazer uma análise prévia. Esse escrutínio e essa discussão detalhada do caso concreto precisa ser formalizada. Quanto à formalização, se não for possível incluir na ata da reunião, por envolver aspectos confidenciais da operação, os administradores devem exigir uma formalização interna, quer seja através de gravações, quer seja através de transcrição integral das discussões mantidas na reunião.

Em Pasadena não houve qualquer formalização da urgência da decisão e da necessidade de não cumprimento das regras e procedimentos internos vigentes. Não houve, também, qualquer formalização de eventual escrutínio feito pelo Conselho de Administração e pela Diretoria Executiva nas principais aprovações da operação. Os documentos e depoimentos analisados demonstram que, apesar de as atas das reuniões serem lavradas em formato sumário, as reuniões eram gravadas, o que poderia ajudar para comprovação da discussão e diligência dos administradores. Não obstante, as gravações não foram disponibilizadas nos processos analisados no caso concreto.

Durante todo o processo de aquisição de Pasadena, nas suas duas diferentes fases, havia sinais de alertas que poderiam ter dispersado a atenção dos administradores e provocado uma análise mais detalhada e aprofundada das condições negociadas. Esses alertas não podem ser negligenciados especialmente em uma situação de urgência e de exceção às regras e procedimentos internos.

O conhecimento prévio das condições precárias da refinaria, pelo Conselho de Administração e pela Diretoria Executiva, ensejaria um entendimento melhor da precificação e do custo de Revamp para operação. As alterações nas condições negociadas foram relevantes e poderiam ter sido exploradas com mais detalhes. O controle compartilhado e a precificação são exemplos elucidativos no caso concreto. Aquisições de sociedade com controle compartilhado, independente da materialidade, ensejam cautelas adicionais e um entendimento aprofundado do negócio. No mínimo, seria importante entender como o controle compartilhado seria exercido, quais seriam as regras de governança dessa nova sociedade, as principais regras que iriam direcionar o acordo entre os acionistas e as principais opções de saída, na hipótese de conflito entre os sócios. Reforça a necessidade de esclarecimento o fato de o preço final ter sido superior ao negociado quando havia aquisição de controle.

Os consultores externos que serviriam como *gatekeepers* para decisão dos administradores, apontando aspectos relevantes da negociação, não conseguiram exercer essa função e tiveram pouca relevância na aprovação da operação. Sendo necessário aprovar operações com urgência ou com um procedimento de

governança simplificado, o Conselho de Administração poderia ter solicitado a presença de um representante dos consultores externos para apresentar sua visão sobre o negócio, o que não aconteceu. As falhas no sistema de Governança Corporativa da Petrobras contribuíram para que a transação fosse aprovada, não obstante todos os *red flags* existentes, e até mesmo que oportunidades para corrupção fossem criadas. De acordo com a delação premiada de alguns executivos e de acordo com o relatório produzido pela Petrobras sobre a operação, alguns empregados e executivos foram beneficiados com o recebimento de um bônus no valor de USD 20 milhões. As deficiências no sistema de Governança Corporativa da Petrobras, certamente propiciaram e criaram uma oportunidade a corrupção privada. A falta de cultura de governança e a inexistência de canais efetivos de denúncia certamente foram elementos que favoreceram esse desfecho.

Recomenda-se que todos os administradores, incluindo os membros do conselho de administração tenham uma postura ativa e não passiva. Para evitar qualquer discussão de diligência, os administradores não podem negligenciar e ser omissos nas decisões, precisam agir ativamente para obter informações sobre as operações sujeitas a suas deliberações. Quer seja questionando procedimentos simplificados, quer seja discutindo e explorando todos os alertas (*red flags*) existentes. Não hipótese de o administrador não obter todas as informações necessárias e todo o subsídio para sua decisão, existindo ainda sinais de alerta, o administrador deve impor a transcrição de seu voto de divergência em ata para evitar sua responsabilização.

5 CONCLUSÃO

O estudo do caso de Pasadena comprovou a diferença existente entre governança “no papel” e na prática, destacando que o sistema de Governança Corporativa não pode ser estático, mas sim um processo vivo, estratégico enraizado na cultura organizacional com a participação e comprometimento da alta administração. Sua efetividade está ligada a implementação de regras estruturais previstas nas diretrizes de boas práticas associada à criação de uma cultura ética que tem que ser disseminada e praticada, constantemente, pelos líderes da organização.

Demonstrou, ainda, que a Governança Corporativa deve ser implementada e pensada sob uma perspectiva interdisciplinar, envolvendo todas as áreas da organização, jurídico, áreas de finanças e controles internos, de integridade e de

gestão de riscos corporativos. A governança precisa estar integrada a diversos programas que contribuirão para sua efetividade, como gestão de riscos corporativo, integridade e controles internos.

O caso de Pasadena foi investigado e fiscalizado pelos órgãos de controles externos (no caso CVM, TCU e CGU), uma vez que foi citado num âmbito maior - a Operação Lava Jato. Restará sempre a dúvida se a aquisição de Pasadena seria analisada caso não tivesse sido citada nesse contexto maior e, ainda, quantas outras operações semelhantes que geraram prejuízos para a organização foram aprovadas diante de uma governança fraca provocada pelo o que o Prof Alexandre di Miceli da Silveira chamou de cegueira ética¹⁴².

O estudo de caso de Pasadena corrobora ainda a afirmação de que um programa sólido de Governança Corporativa tem impacto real e financeiro para as empresa e acionistas¹⁴³. A ineficácia dos controles internos e do programa de integridade, além de outros aspectos, levaram diversos investidores a proporem ações coletivas, buscando ressarcimento do prejuízo sofrido com a queda no valor das ações¹⁴⁴. Em 2014, o IBGC suspendeu a Petrobras do seu quadro associativo, por um ano, para que a empresa tivesse tempo para implementar o reforço necessário na sua estrutura de Governança Corporativa¹⁴⁵ e, em 2015, o maior Fundo de Pensão da Noruega (KLP) afastou a Petrobras da sua carteira de investimento.

A ausência de uma cultura de ética e governança trouxe enormes prejuízos para Petrobras, impactando, inclusive, sua reputação. A Petrobras não tinha outra alternativa a não ser a de reforçar sua estrutura de governança e trabalhar intensamente na implementação de um programa robusto, voltado à ética e transparência. O acordo firmado com as autoridades americanas (DOJ e SEC) e

¹⁴² CARTA CAPITAL. Governança. Sistemas amorais. Empresas precisam revisar questões fundamentais para criar valor duradouro aos stakeholders. Alexandre Di Miceli da Silveira. Setembro a Outubro de 2017.

¹⁴³ Ver notas 78 a 80 desse trabalho.

¹⁴⁴ Ver nota 8 desse trabalho.

¹⁴⁵ REDAÇÃO REVISTA VEJA. Instituto de Governança Corporativa suspende Petrobras por 12 meses. **Veja**, 01 jun. 2015. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/instituto-de-governanca-corporativa-suspende-petrobras-por-12-meses/> Acesso em: 08 out. 2020.

com as brasileiras consolidam a obrigatoriedade de implementação de um programa robusto que deve ser monitorado sistematicamente.

O fortalecimento do programa de governança reestabeleceu a confiança do mercado e foi percebido como uma solução para crise estabelecida. Em 2020, a Petrobras voltou a ser elegível para receber investimentos do referido fundo diante do reconhecimento do fortalecimento da estrutura de Governança Corporativa. De acordo com a Petrobras¹⁴⁶, a decisão do KLP ocorreu meses depois do *Council on Ethics – The Norwegian Government Pension Fund Global* retirar a Petrobras da lista de empresas sob observação, na qual havia sido incluída em 2016, em decorrência da Operação Lava Jato.

A governança passou, nos últimos anos, a ser valorizada e priorizada. Diversas organizações e investidores exigem hoje que a organização persiga um propósito além do retorno financeiro. O Davos Manifesto de 2020¹⁴⁷ convocando as empresas para adoção do “capitalismo das partes interessadas” é um exemplo, assim como, a manifestação, de Larry Fink - CEO da BlackRock, na sua carta aberta aos acionistas em 2020, de que ESG é um critério essencial de determinação de valor de longo prazo para as organizações e para decisão de investimento¹⁴⁸.

O programa de governança da Petrobras foi fortalecido, as competências do Conselho de Administração e da Diretoria Executivo revistas, seus membros renovados. Foram criadas regras de escolha/indicação, limite de mandato e de avaliação dos órgãos da administração e de seus membros. O programa de integridade/conformidade foi totalmente reformulado, assim como o programa de gestão de riscos e os controles internos. A efetividade das mudanças dependerá da

¹⁴⁶ PETROBRAS. Voltamos a ser elegíveis para recebermos investimentos do KLP do maior fundo de pensão da Noruega, 14 jul. 2020. **Fatos e Dados**. <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/voltamos-a-ser-elegiveis-para-recebermos-investimentos-do-klp-do-maior-fundo-de-pensao-da-noruega.htm> Acesso em: 08 out. 2020.

¹⁴⁷ WORLD ECONOMIC FORUM. Davos Manifesto 2020: The universal purpose of a company in the fourth industrial revolution, 02 dez, 2019. <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>. Acesso em: 08 out. 2020.

¹⁴⁸ BLACKROCK. Sustainability as Blackrock's new standard for investment. <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter>. Acesso em 08 out. 2020.

capacidade de a Petrobras implementar e manter uma cultura de governança e integridade.

A próxima revolução em governança certamente estará voltada aos estudos comportamentais associados a governança corporativa, às diversas formas de fortalecimento da cultura organizacional, de parâmetros e métricas para monitoramento e avaliação comportamental¹⁴⁹. As leis, normas e boas práticas já codificadas e formalizadas são importantes e devem ser adotadas pelas organizações, mas como vimos no caso de Pasadena, não são suficientes para garantir que a governança exerça seu papel de governo das organizações.

BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, George A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, ago. 1970, pp. 488-500. Disponível em:

<https://econweb.ucsd.edu/~jandreoni/Econ264/papers/Akerlof%20QJE%201970.pdf>

Acesso em: 08 out. 2020.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. **The Anatomy of Corporate Law**. 3. ed. Oxford University Press. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555>. Acesso em: 08 out. 2020.

ASSIS, Marcos. **Governança, riscos e compliance**: mudando a conduta nos negócios. São Paulo: Saint Paul, 2017.

¹⁴⁹ Prof Alexandre di Miceli da Silveira é um grande defensor dessa linha. No vídeo a seguir demonstra na sua visão os principais componentes que influenciam e são determinantes para evitar a cegueira ética e criar uma cultura organizacional que garantirá efetividade à Governança Corporativa. <https://www.youtube.com/watch?v=6yEaJQMpw2Q&feature=youtu.be>

BERLE JR, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. **Economics Law and Planned Business**: The Modern Corporations & Private Property, 1932. (Transaction Publishers, 1991).

BICALHO, Alécia Paolucci Nogueira. A resignificação da eficiência nas empresas estatais à luz da Lei nº 13.303/2016. In: WALD, Arnaldo. **O direito administrativo na atualidade**: estudos em homenagem ao centenário de Hely Lopes Meirelles 1917-2017: defensor do estado de direito. São Paulo: Malheiros, 2017.

BLAIR, Margaret M. Ownership and Control – Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century. **Business & Economics**, Brookings Institute, 1995.

BM&FBOVESPA. **Programa Destaque em Governança de Estatais**. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/55/46/48/E6/F87AF510BD3EA5F5790D8AA8/Programa_Destaque_em_Governanca_de_Estatais_30.09.2015.pdf Acesso em: 5 mai. 2020.

BRASIL. BOLSA. BALCÃO. Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). **O Índice**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm Acesso em: 08 out. 2020.

BRASIL. CGU. Controladoria-Geral da União. Auditoria da CGU aponta prejuízo de US\$ 659,4 milhões na compra de Pasadena. **Gov.br – Governo Federal**. Disponível em: <https://www.gov.br/cgu/pt-br/assuntos/noticias/2014/12/auditoria-da-cgu-aponta-prejuizo-de-us-659-4-milhoes-na-compra-de-pasadena>. Acesso em: 01 jun. 2020.

_____. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm Acesso em: 5 mai. 2020.

_____. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm Acesso em: 08 out. 2020.

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm Acesso em: 5 mai. 2020.

_____. **Lei nº 8.443, de 16 de julho de 1992.** Dispõe sobre a Lei Orgânica do Tribunal de Contas da União e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8443.htm Acesso em: 08 out. 2020.

_____. **Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997.** Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm Acesso em: 08 out. 2020.

_____. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm Acesso em: 08 out. 2020.

_____. **Lei nº 12.353, de 28 de dezembro de 2010.** Dispõe sobre a participação de empregados nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/lei/l12353.htm Acesso em: 08 out. 2020.

_____. **Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011.** Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm Acesso em: 08 out. 2020.

_____. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016.** Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm Acesso em: 08 out. 2020.

_____. **Lei nº 13.844, de 18 de junho de 2019.** Estabelece a organização básica dos órgãos da Presidência da República e dos Ministérios; Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13844.htm Acesso em: 08 out. 2020.

_____. STF. Supremo Tribunal Federal. **Arguição de descumprimento de preceito fundamental 568.** Rel. Min. Alexandre de Moraes. Paraná, 2019. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/adpf568homolog.pdf> Acesso em: 08 out. 2020.

_____. MPF. Ministério Público Federal. **Acordo Petrobras.** Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/pr/sala-de-imprensa/docs/acordo-fundo-Petrobras/view> Acesso em: 08 out. 2020.

CARDOSO, André Guskow. **Governança Corporativa, transparência e compliance nas empresas estatais:** o regime instituído pela Lei nº 13.303/2016. Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei nº 13.303/2016 – “Lei das estatais”. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

CHEFFINS, B. R. **The history of corporate governance.** In The Oxford Handbook of Corporate Governance. 1. ed. New York: Oxford University Press, 2014.

COFFEE Jr., John C. Law and the Market: The Impact of Enforcement. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 156, n. 2, p. 229-311, dez. 2007.

_____. **Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance.** Oxford: Oxford University, 2006.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**, jun. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 08 mar. 2020.

DAU-SCHMIDT, Kenneth G.; ULEN, Thomas S. **Law and Economics Anthology.** Anderson Publishing Co. Cincinnati, Ohio. Richard Posner, The Nature of Economic Reasoning, Chapter 01. 4th ed, 1992.

FUP. Federação Única dos Petroleiros. **TCU errou ao identificar prejuízo em transação da Petrobras em Pasadena**, 2019. Disponível em: <https://www.fup.org.br/ultimas-noticias/item/23671-erro-do-tcu-identificou-prejuizo-em-transacao-da-Petrobras-em-pasadena> Acesso em: 20 nov. 2019.

GABRIELI, Marcio Fernandes. Governança Corporativa. In: CHENG, Hsia Hua (Coord.). **Introdução às finanças empresariais.** São Paulo: Editora Saraiva, 2012.
GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, fev. 2003. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920 Acesso em: 08 out. 2020.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

_____. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa em Empresas Estatais listadas no Brasil.** São Paulo: IBGC, 2017.

_____. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Origem da Governança.** Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 08 mar. 2020.

_____. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Boas Práticas de Governança Corporativa para Sociedades de Economia Mista**. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=20994> Acesso em: 5 mai. 2020.

JANSEN, Michael C. **Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=220671>. Acesso em: 02 jul. 2018.

JENSEN, M e MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4., p. 305-360, 1976.

_____. Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, abr-jun, p. 87-125, 2008.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIS, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Geor e ROCK, Edward. A Anatomia do Direito Societário, Uma Abordagem Comparada e Funcional. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança Corporativa**. São Paulo: Forense, 2001.

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, v. 4. Rio de Janeiro, 1997.

LOBO, Jorge. Princípios de Governança Corporativa. **Revista do Ministério Público / Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro**, p. 933-947, 2015.

MCKINSEY & COMPANY. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/#> Acesso em: 08 mar. 2020.

MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. **Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform**. 2017. SSRN – id2942193. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1907&context=cilj>. Acesso em: 20 nov. 2019.

MORSE, Ned. et al. **SwitchPoints: Culture Change on the Fast Track to Business Success**. John Wiley & Sons, Inc.

OECD. Organization for Economic Cooperation and Development. **Combatting corruption and promoting business integrity in state owned enterprises: Issues and trends in national practices**. Global Knowledge Sharing Network on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. 2016. Antiguo Palacio del Arzobispado/Museo de la SHCP Mexico City, Mexico. In colaboração com: Ministério de Finanças da Coreia (Ministry of Strategy and Finance of Korea), World Bank Group e CNF – Banco de Desarrollo de America Latina. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/2016-SOEs-issues-paper-anti%20corruption-and-business-integrity.pdf>. Acesso em: 13 jun. 2018.

_____. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>, Acesso em: 13 mai. 2019.

_____. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: OCDE, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>. Acesso em: 08 mar. 2020.

_____. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, Paris: OECD, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt> Acesso em: 13 mai. 2019.

PALEPU, Krishna; HEALY, Paul M. The Fall of Enron. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 2, Spring 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=417840>. Acesso em: 02 jul. 2018.

PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance, 80 **Fordham L. Rev.** 2917, 2012. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol80/iss6/19/> Acesso em: 20 nov. 2019.

_____. **The Corporate Governance Obsession**, set. 2014. Disponível em: <file:///Users/fernanda/Downloads/SSRN-id2491088.pdf> Acesso em: 18 jun. 2018.

PETROBRAS. **Venda de 100% de Pasadena foi para empresa francesa Chevron a um valor total de USD 467 milhões, sendo USD 350 milhões referente a venda das ações e USD 117 milhões referente a capital de giro**, 01 mai. 2019. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicadosaomercadocentraldedownloads/33e4ce719ddbd0dff07dc54b9eb595c7ae9dac05e3da0fd88913f9df5b8f2c03/Petrobrás_anuncia_a_conclusão_da_venda_da_refinaria.pdf. Acesso em: 02 jun. 2020.

_____. **Estatuto Social da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras**. Disponível em: <http://transparencia.petrobras.com.br/sites/default/files/EstatutoSocialAGOE27Abril2017Portugues.pdf> Acesso em: 18 jun. 2018.

_____. **Petrobras colabora com nova fase da operação Lava Jato**, 11 set. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/c8e8ba69-0cd1-4b6c-b1c4-4d24aa55807e/20200911122807617755_9512_792797.pdf. Acesso em: 08 out. 2020.

_____. **Voltamos a ser elegíveis para recebermos investimentos do KLP do maior fundo de pensão da Noruega**, 14 jul. 2020. **Fatos e Dados**. <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/voltamos-a-ser-elegiveis-para-recebermos->

[investimentos-do-klp-do-maior-fundo-de-pensao-da-noruega.htm](#) Acesso em: 08 out. 2020.

REDAÇÃO REVISTA VEJA. Instituto de Governança Corporativa suspende Petrobras por 12 meses. **Veja**, 01 jun. 2015. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/instituto-de-governanca-corporativa-suspende-petrobras-por-12-meses/> Acesso em: 08 out. 2020.

RODRIGUES, Vitor Hugo de Medeiros. **Governança Corporativa e Custo de Agência: Uma visão do mercado Brasileiro**. Dissertação (Mestrado). 2016. Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. São Paulo, 2016.

ROSETTI, Maristela Abla; PITTA, André Grunspun. **Governança Corporativa: avanços e retrocessos**. São Paulo. Quartier Latin, 2017.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa, Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE-Clássicos**. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2a07.pdf>. Acesso em: 22 jul. 2018.

SANTOS, Renato Ferreira dos. **O Papel do Estado como Acionista Controlador de SEMs: Limites e Restrições à Perseguição do Interesse Público**. 2018. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2018. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/21990> Acesso em: 5 mai. 2020

S&P. **Standard & Poor's Rating Services**. Disponível em: [https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf09834f54608b7fa17d60b2de47d/comunicados/aomercadocentraldedownloads/b4357c313854a1dfaec35a421e57cddb9a33f822bd4ad12663daf30761b8c6b8/Petrobrás among the best according to standard po.p](https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf09834f54608b7fa17d60b2de47d/comunicados/aomercadocentraldedownloads/b4357c313854a1dfaec35a421e57cddb9a33f822bd4ad12663daf30761b8c6b8/Petrobrás%20among%20the%20best%20according%20to%20standard%20po.pdf)df Acesso em: 20 nov. 2019.

SOUZA, Otavio Augusto Venturini de; CARVALHO, André Castro. A Governança Corporativa no conselho de administração das estatais: apontamentos a partir das diretrizes da OCDE e da Lei Federal no. 13.303/16. **Revista Brasileiro de Direito Público – RBDP**, v. 16, n. 60, p. 155-169, jan./abr. 2018.

SPINDLER, James Cameron. We Have a Consensus on Fraud on the Market – And It's Wrong. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation**. Postado em 29.8.2016.

SULLIVAN, John D. **The Moral Compass of Companies: Business Ethics and Corporate Governance as Anti-Corruption Tools**. International Finance Corporation IFC – World Bank Group. Disponível em: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/3a387c8048a7e613a4bfe76060ad5911/Focus7AntiCorruption.pdf?MOD=AJPERES>. Acesso em: 14 jun. 2018.

TAYLOR, Carolyn. **Walking the Talk: Building a Culture for Success**. Revised Edition, 2015.

THE UNIDET STATES. **Department of Justice**. Disponível em: <https://www.justice.gov/opa/pr/petr-leo-brasileiro-sa-Petrobrás-agrees-pay-more-850-million-fcpa-violations>. Acesso em: 08 out. 2020.

TRENTIN, Kelly Cristina Neander. **Teoria de Agência e Governança Corporativa – Os problemas dos sistemas de incentivos e monitoramento**. Dissertação Mestrado). 2003. FGV/EAESP. São Paulo, 2003.

VARGAS, Manoel. **A crise das sociedades de economia mista no Brasil: limites da subordinação ao interesse público**. Rio de Janeiro. Forense, 2017.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Governança Corporativa no Mercado de Capitais. As Antilições da Petrobras. **Revista de Direito Empresarial**, v. 9, p. 224-237, mai./jun. 2015.

WORLD BANK GROUP. **Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit**, 2014. Disponível em:

<file:///Users/fernanda/Documents/Mestrado%20FGV/Projeto%20Pesquisa/Material%20leitura/913470PUB097810B00PUBLIC00100602014.pdf> Acesso em: 20 nov. 2019.

WORD ECONOMIC FORUM. **Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution**, 25 jan. 2019. Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>. Acesso em: 09 abr. 2020.

XUN, Wu. **Corporate Governance and Corruption: A Cross-Country Analysis**, National University of Singapore. Disponível em:

<https://pdfs.semanticscholar.org/aea1/61b94c0fc8656bf30d59afbcddd0258f61b9.pdf>.

Acesso em 14/06/2018.