

# *IN RE PETROBRAS SECURITIES LITIGATION:* VALIDADE E ABRANGÊNCIA DA CLÁUSULA ARBITRAL

Bruno Meyerhof Salama\*

Resumo: O caso *In Re Petrobras Securities Litigation* envolve investidores da Petrobras que adquiriram *securities* tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos e que ajuizaram uma *class action* em uma corte americana. A Petrobras buscou afastar da jurisdição americana com uma discussão sobre a validade e abrangência da Cláusula Arbitral presente em seu Estatuto Social. Este trabalho explica os argumentos utilizados por cada uma das partes e esclarece a decisão proferida pela corte americana. Ao final, são apresentadas algumas das implicações e dúvidas relevantes para empresas brasileiras emissoras de *securities* nos Estados Unidos.

Palavras-Chave: Securities Litigation; Class Action; Petrobras; Arbitragem; Direito Societário; Direito Internacional Privado; ADS.

Summary: *In Re Petrobras Securities Litigation* involves Petrobras investors who acquired securities both in Brazil and in the United States and who filed a class action in an American court. Petrobras sought to block access to the US jurisdiction by reasoning about the validity and scope of the arbitration clause contained in its bylaws. This article explains the arguments raised by each party to the lawsuit and clarifies the decision given by the US court. It then presents some of the implications

---

\* Lecturer, UC Berkeley Law School; Salama, Silva Filho Advogados; Mestre (LLM) e Doutor (JSD), UC Berkeley Law School; Mestre em Economia (FGV-EESP); Integrante do corpo de árbitros da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM).

and doubts that are relevant for Brazilian companies issuing securities in the United States.

Keywords: Securities Litigation; Class Action; Petrobras; Arbitration; Corporate Law; Private International Law; ADS.



a sua longa história, a gigante do petróleo brasileiro passou pelos mais variados embates jurídicos. Nenhum deles, no entanto, teve a dimensão desse que vem se deslindando atualmente nos Estados Unidos. Por ocorrer fora dos domínios nacionais, e por envolver institutos e questões do direito americano, essa disputa nem sempre pôde ser bem compreendida no Brasil. O presente comentário busca suprir esta lacuna e apontar algumas de suas possíveis consequências para empresas emissoras de *securities* nos Estados Unidos.

O caso consiste em uma *class action*<sup>1</sup> ajuizada perante a Corte Federal de Nova Iorque, em 2015, por adquirentes de *securities* da Petrobras. No polo passivo estão a Petrobras, duas de suas subsidiárias, diversos de seus ex-diretores e a sua auditora independente. Em suas alegações, os demandantes sustentaram que os fatos revelados pela Operação Lava Jato<sup>2</sup> demonstrariam que a Petrobras teria emitido informações falsas e enganosas relativamente à sua situação financeira e à integridade de sua administração. A partir disso, os demandantes pleitearam

---

\* Agradeço a Conrado Valentini Tristão pelo extraordinário trabalho de pesquisa e auxílio. Artigo publicado originalmente na Revista Brasileira de Arbitragem, Vol. XIV, No. 55, pp. 79-93.

<sup>1</sup> A *class action* é uma ação de natureza coletiva que permite a um grupo de autores com interesses comuns pleitearem indenização coletivamente.

<sup>2</sup> Sobre o tema, do primeiro autor, ver Douglass North and Brazil's 'Car Wash' Scandal, Oxford Business Law Blog (2016). Disponível em: <<https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/03/douglass-north-and-brazil%E2%80%99s-%E2%80%9Ccar-wash%E2%80%9D-scandal>>; e Why won't Petrobras be able to renegotiate its colossal debt? Harvard Blog on Law, Money and Finance (2016). Disponível em: <<http://blogs.harvard.edu/lawmoneyfinance/why-wont-petrobras-be-able-to-renegotiate-its-colossal-debt-bruno-meyerhof-salama/>>.

indenização contra a Petrobras e os demais réus.

Muito da controvérsia, no entanto, deu-se em torno da composição da *class action*. Que investidores teriam direito de pleitear indenização contra a Petrobras nos Estados Unidos? Aqui põe-se o tema da validade e abrangência da cláusula arbitral prevista no Estatuto Social da Petrobras, de que nos ocupamos adiante.

Originalmente, a *class action* compreendeu tanto demandas com base na aquisição de ações da Petrobras na Bovespa quanto na aquisição de *securities* da companhia negociadas nos Estados Unidos – especialmente *American Depositary Shares* (ADSs) listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (BVNI).<sup>3</sup> Nos fundamentos da ação foram alegadas, em nome dos adquirentes de ações da Petrobras na Bovespa, violações ao direito brasileiro; e em nome dos adquirentes de *securities* da companhia negociadas nos Estados Unidos, violações à legislação americana de *securities*.

A defesa buscou afastar a jurisdição americana da seguinte forma. Primeiro, sustentou que os investidores que haviam adquirido ações da Petrobras na Bovespa estariam vinculados à cláusula arbitral presente no estatuto social da companhia. Por isso, deveriam resolver perante a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) suas demandas fundadas no direito brasileiro.

Segundo, sustentou que a obrigatoriedade de recurso à CAM se estenderia, igualmente, às demandas com base no *Securities Exchange Act* daqueles investidores que, tendo adquirido ADSs da Petrobras nos Estados Unidos, haviam, também, adquirido ações da companhia na Bovespa. Em síntese, a estratégia da defesa parece ter sido a de reduzir ao máximo a abrangência da ação nos Estados Unidos, para que a maior quantidade possível de pedidos de indenização fosse, então, resolvida

---

<sup>3</sup> Os documentos do caso indicam que, além de ADSs, alguns dos integrantes da *classe* haviam adquirido *debt securities*, especialmente *notes*.

perante a CAM.

O juiz Jed Rakoff, da Corte Federal de Nova Iorque, acolheu parcialmente os argumentos da defesa. Decidiu que (i) todas as demandas com base na aquisição de ações da Petrobras na Bovespa estariam sujeitas à arbitragem no Brasil, nos termos do Estatuto Social da Petrobras; porém (ii) as demandas com base na aquisição de *securities* da companhia nos Estados Unidos poderiam ser perseguidas pela *classe* na corte de Nova Iorque.

O restante do presente comentário divide-se da seguinte forma: a parte I traz o detalhamento da argumentação jurídica dos investidores e da defesa; a parte II expõe a decisão judicial; a parte III revela implicações e dúvidas geradas pelo caso, particularmente para outras companhias brasileiras que emitem *securities* nos Estados Unidos; e a parte IV conclui.

## I. DESCRIÇÃO DA CONTROVÉRSIA

A ação *In Re Petrobras Securities Litigation*<sup>4</sup> vem percorrendo etapas próprias do processo americano. No entanto, muito do debate versa sobre o direito brasileiro, razão pela qual as partes têm sido assistidas por pareceres de especialistas brasileiros. O que segue é um resumo dos argumentos apresentados pelos investidores e pela Petrobras em sua defesa.

### A. A POSIÇÃO DOS INVESTIDORES

Em sua petição perante o tribunal americano, os investidores distinguiram diferentes grupos de investidores e apresentaram a fundamentação jurídica para o pedido de indenização em nome de cada um deles; disso tratamos na subseção A.1. Além disso, com o auxílio de parecer fornecido por Érica Gorga, os demandantes buscaram afastar a possibilidade de que quaisquer

---

<sup>4</sup> *In Re Petrobras Securities Litigation* 116 F. Supp. 3d 368 (S.D.N.Y. 2015).

desses investidores pudessem estar vinculados à cláusula arbitral do Estatuto Social da Petrobras; sobre esse tema, confira-se a subseção A.2.

### A.1. DIREITO DE AÇÃO DOS DIFERENTES INVESTIDORES

Os investidores demandaram indenização alegando terem adquirido suas *securities* da Petrobras com base em alegações falsas e enganosas emitidas pela companhia relativamente à sua situação financeira, à integridade de sua administração e à efetividade de seus controles internos contra corrupção. Nesse sentido, os investidores sustentaram que a falsidade de tais alegações teria sido revelada pela Operação Lava Jato, por meio, por exemplo, da descoberta de compras superfaturadas que a Petrobras teria realizado e que teriam inflado artificialmente o valor dos bens da companhia.

Os investidores buscaram distinguir dois subgrupos de demandantes dentro da *classe*, a qual seria composta, em sua totalidade, por investidores que haviam adquirido *securities* da Petrobras na BVNI ou por meio de outras negociações domésticas nos Estados Unidos. O primeiro subgrupo seria composto por investidores adquirentes apenas de *securities* da Petrobras na BVNI ou por meio de outras negociações domésticas nos Estados Unidos, e que, portanto, nada haviam adquirido na Bovespa. Já o segundo subgrupo seria composto por investidores que, além de terem adquirido *securities* da Petrobras nos Estados Unidos, haviam adquirido, também, ações da companhia na Bovespa.

A partir da distinção apontada, os investidores pleitearam indenização da seguinte forma: (i) em nome de todos aqueles que haviam adquirido *securities* da Petrobras na BVNI ou por meio de outras negociações domésticas nos Estados Unidos, os investidores alegaram violações ao dispositivo 10(b) do

*Securities Exchange Act*<sup>5</sup> e à *SEC Rule 10b-5*;<sup>6</sup> (ii) em nome daqueles que, além de terem adquirido *securities* da Petrobras na BVNI ou por meio de outras negociações domésticas nos Estados Unidos, haviam adquirido, também, ações da companhia na Bovespa, os investidores alegaram violações ao direito brasileiro e, mais especificamente, à Lei das Sociedades por Ações,<sup>7</sup> a regulamentos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>8</sup> e ao Código Civil;<sup>9</sup> por fim, (iii) três dos demandantes alegaram, ainda, violações ao *Securities Act* americano.<sup>10</sup>

## A.2. NÃO VINCULAÇÃO À CLÁUSULA ARBITRAL POR NENHUM INVESTIDOR

Os demandantes buscaram afastar a possibilidade de que investidores que haviam adquirido ações da Petrobras na Bovespa ou ADSs da companhia na BVNI pudessem, por força do Art. 58 do Estatuto Social da Petrobras,<sup>11</sup> estar vinculados à resolução de suas controvérsias por meio de arbitragem no Brasil. Para tanto, trataram do problema da vinculação dos investidores à cláusula arbitral e, adiante, contestaram a própria validade desse dispositivo.

---

<sup>5</sup> O dispositivo 10(b) do *Securities Exchange Act* trata da fraude no âmbito da negociação de *securities*.

<sup>6</sup> A *SEC Rule 10b-5* veda o emprego de práticas manipulativas ou enganosas na negociação de *securities*.

<sup>7</sup> Arts. 153, 154, 155, 156, 157 e 176 da Lei das Sociedades por Ações.

<sup>8</sup> Art. 3º da Instrução CVM 358/2002, Arts. 38, 39, 56-B e 56-C da Instrução CVM 400/2003 e Arts. 21 e 23 da Instrução CVM 480/2009.

<sup>9</sup> Art. 186 do Código Civil.

<sup>10</sup> Especificamente, violações aos artigos 11, 12(a)(2) e 15.

<sup>11</sup> O Art. 58 do Estatuto Social da Petrobras dispõe que “[d]everão ser resolvidas por meio de arbitragem, obedecidas as regras previstas pela Câmara de Arbitragem do Mercado, as disputas ou controvérsias que envolvam a Companhia, seus acionistas, os administradores e conselheiros fiscais, tendo por objeto a aplicação das disposições contidas na Lei nº 6.404, de 1976, neste Estatuto Social, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral (...)”.

Quanto ao primeiro tema, o argumento foi o de que os estatutos sociais de companhias listadas em bolsa estariam sujeitos ao regime jurídico dos contratos de adesão. Assim, a vinculação à arbitragem prevista no Art. 58 do Estatuto Social da Petrobras dependeria do cumprimento das formalidades inscritas no parágrafo 2º do Art. 4º da Lei 9.307/1996 (Lei de Arbitragem).<sup>12</sup>

As formalidades previstas na Lei de Arbitragem seriam, desse modo, as mesmas que de modo geral são aplicáveis para a vinculação à arbitragem em contratos de adesão – tudo, alegadamente, por conta do disposto no inciso XXXV do Art. 5º da Constituição Federal.<sup>13</sup> Isso porque, argumenta-se, em vista desse preceito constitucional um indivíduo só poderia abrir mão de seu direito de acesso ao Judiciário por meio de consentimento expresso e adequado. Esse argumento seria reforçado, ainda, pelo disposto no parágrafo 3º do Art. 109 da Lei das Sociedades por Ações,<sup>14</sup> que não caracterizaria a vinculação a cláusula arbitral como uma obrigação dos acionistas.

Assim, como nem os adquirentes de ações na Bovespa e nem os adquirentes de ADSs na BVNI haviam manifestado concordância com a cláusula compromissória – seja por meio das formalidades exigidas pelo parágrafo 2º do Art. 4º da Lei de Arbitragem ou por qualquer outro meio –, nenhum deles estaria vinculado à arbitragem para a resolução de suas controvérsias

---

<sup>12</sup> O caput do Art. 4º da Lei de Arbitragem dispõe que “[a] cláusula compromissória é a convenção através da qual as partes em um contrato comprometem-se a submeter à arbitragem os litígios que possam vir a surgir, relativamente a tal contrato”. O parágrafo 2º do mesmo artigo, por sua vez, estabelece que “[n]os contratos de adesão, a cláusula compromissória só terá eficácia se o aderente tomar a iniciativa de instituir a arbitragem ou concordar, expressamente, com a sua instituição, desde que por escrito em documento anexo ou em negrito, com a assinatura ou visto especialmente para essa cláusula”.

<sup>13</sup> O inciso XXXV do Art. 5º da Constituição Federal prevê que “[a] lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito”.

<sup>14</sup> O parágrafo 3º do Art. 109 da Lei das Sociedades por Ações dispõe que “[o] estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, (...), poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”.

com os réus.

Já com relação à questão da nulidade da cláusula compromissória do Estatuto Social da Petrobras, os demandantes aduziram que haveria entendimento doutrinário no Brasil no sentido de que a cláusula arbitral requereria aprovação unânime pela assembleia de acionistas para ser vinculante relativamente a todos os acionistas da companhia; unanimidade esta que não teria sido obtida na assembleia de acionistas da Petrobras que decidiu pela inclusão da cláusula compromissória no estatuto social da companhia.

Além disso, a cláusula compromissória presente no Art. 58 do Estatuto Social da Petrobras seria nula, também, devido ao fato de a convocação da assembleia de acionistas que deliberou pela adoção do dispositivo não ter obedecido às regras previstas na Lei das Sociedades por Ações. Isso porque a inclusão de cláusula arbitral não teria constado dos assuntos indicados como objeto de deliberação pela assembleia em seu anúncio de convocação, o que violaria o caput do Art. 129 da Lei das Sociedades por Ações.<sup>15</sup>

Portanto, prosseguiram os demandantes, a cláusula arbitral presente no Estatuto Social da Petrobras seria nula e não poderia produzir qualquer efeito relativamente ao presente caso ou a futuros litígios envolvendo a Petrobras.

## B. A DEFESA DA PETROBRAS

Os réus sustentaram, com base em parecer de Luiz Leonardo Cantidiano, que as demandas apresentadas pelos adquirentes de ações da Petrobras na Bovespa com base no direito brasileiro contra a Petrobras e seus ex-diretores estariam sujeitas a arbitragem na CAM, conforme o Estatuto Social da Petrobras;

---

<sup>15</sup> O Art. 129 da Lei das Sociedades por Ações prevê que “[a] convocação far-se-á mediante anúncio (...), contendo, (...), no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria”.



o tema vem delineado na subseção B.1. Além disso, seguiram os réus, as demandas apresentadas com base no *Securities Exchange Act* por aqueles que haviam adquirido tanto ADSs na BVNI quanto ações da Petrobras na Bovespa deveriam, da mesma forma, ser arbitradas no Brasil; o argumento é resumido na subseção B.2.

### B.1. A VINCULAÇÃO À ARBITRAGEM DOS ADQUIRENTES DE AÇÕES NA BOVESPA

A defesa argumentou que haveria consenso na doutrina brasileira de que a aquisição de ações de uma companhia importaria na aceitação de todas as regras contidas em seu estatuto social, o que incluiria eventual cláusula arbitral. Dessa forma, a cláusula arbitral presente no Art. 58 do Estatuto Social da Petrobras seria válida e vinculante perante todos os demandantes que haviam adquirido ações da Petrobras na Bovespa, uma vez que as aquisições teriam significado a manifestação de concordância dos investidores com o dispositivo.

Adicionalmente, a defesa ressaltou o distanciamento temporal entre a inclusão do Art. 58 no Estatuto Social da Petrobras, que ocorreu em 2002, e a aquisição das ações na Bovespa pelos demandantes, que teria ocorrido entre janeiro de 2010 e março de 2015. Para os réus, tal lapso temporal reforçaria ainda mais o entendimento de que os investidores teriam consentido com a vinculação à arbitragem colocada pelo Art. 58.

Além disso, os dispositivos da Lei de Arbitragem atinentes aos contratos de adesão referir-se-iam apenas a relações que apresentem uma ou mais partes em posição de inferioridade relativamente às demais – como nas relações de consumo –, o que não abrangeria a relação entre uma companhia e os potenciais compradores de suas ações. As formalidades exigidas pelo parágrafo 2º do Art. 4º da Lei de Arbitragem, por isso, não seriam aplicáveis ao caso.

Já no tocante à aprovação da inclusão da cláusula arbitral no Estatuto Social da Petrobras pelos acionistas, a defesa sustentou não haver nenhum dispositivo na Lei das Sociedades por Ações que imponha o requisito da unanimidade. E os réus apontaram, inclusive, que os Arts. 221 e 294 do aludido diploma já especificariam as circunstâncias nas quais a aprovação de alteração ao estatuto social requeria unanimidade, não sendo a adoção de cláusula compromissória uma delas. Tal posição seria corroborada pela aprovação pelo Congresso Nacional do Projeto de Lei do Senado n. 406/2013,<sup>16</sup> cujo escopo seria codificar o entendimento já existente de que a aprovação da inclusão de cláusula arbitral no estatuto social da companhia não requeria a unanimidade por parte dos acionistas.

Adiante, a defesa sustentou que a Petrobras teria informado suficientemente seus acionistas sobre a matéria que seria discutida na assembleia que aprovou a inclusão da cláusula arbitral no estatuto social. Isso porque a Petrobras teria convidado seus acionistas a participarem de assembleia para deliberar acerca do preenchimento dos requisitos para a listagem da companhia no Nível 2 da Bovespa, sendo a adoção de cláusula arbitral no estatuto social justamente um destes requisitos.

Em suma, com base no entendimento de que os demandantes sob o direito brasileiro teriam consentido com a cláusula compromissória, e de que esta teria sido validamente adotada pela Petrobras, a defesa arguiu que este grupo de alegações consistiria, precisamente, em hipótese de incidência do Art. 58 do Estatuto Social da Petrobras. Por um lado, a disputa envolveria a Petrobras, seus diretores e acionistas, como previsto pelo Art. 58. Por outro, teria por objeto a Lei das Sociedades por Ações e as normas editadas pela CVM – ambas previstas de forma expressa no Art. 58 – e o Código Civil, que seria contemplado por

---

<sup>16</sup> O Projeto de Lei do Senado n. 406/2013, transformado na Lei 13.129/2015, altera a Lei das Sociedades por Ações para introduzir o Art. 136-A, o qual dispõe que “[a] aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o quórum do Art. 136, obriga a todos os acionistas, (...)”.

meio da referência genérica do Art. 58 às “demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral”.

## B.2. A VINCULAÇÃO À ARBITRAGEM DOS ADQUIRENTES DE ADSS DA PETROBRAS NA BVNI QUE TAMBÉM HAVIAM ADQUIRIDO AÇÕES DA COMPANHIA NA BOVESPA

A defesa sustentou que a cláusula arbitral presente no Art. 58 do Estatuto Social da Petrobras abrangeria não só os pleitos embasados no direito brasileiro, como também as demandas sob o *Securities Exchange Act* por parte dos adquirentes de ADSs listadas na BVNI que também haviam adquirido ações da Petrobras na Bovespa.

Primeiro, a aquisição de ADSs da Petrobras na BVNI representaria uma “aquisição indireta” de ações da Petrobras negociadas na Bovespa. Os direitos conferidos por uma ADS seriam, justamente, derivados de tais ações. Consequentemente, enquanto as ações negociadas na Bovespa confeririam o status de acionista “direto” da Petrobras, as ADSs proporcionariam o status de acionista “indireto”.

Segundo, as demandas amparadas no *Securities Exchange Act* propostas pelos adquirentes de ADSs que também haviam adquirido ações da Petrobras na Bovespa teriam por pressuposto o mesmo conjunto de circunstâncias fáticas que as demandas perseguidas pelos investidores com base no direito brasileiro.

Terceiro, as leis americanas relativas à disciplina de *securities*, inclusive o *Securities Exchange Act*, enquadrar-se-iam na previsão genérica de “demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral” do Art. 58 do Estatuto Social da Petrobras. Assim, as alegações por parte dos demandantes seriam abarcadas pela hipótese de incidência da resolução de controvérsias por meio da arbitragem.

## II. A DECISÃO JUDICIAL

### A. A CLÁUSULA ARBITRAL É VÁLIDA E VINCULA ADQUIRENTES DE AÇÕES NA BOVESPA

O juiz Jed Rakoff analisou, inicialmente, se os investidores que haviam adquirido ações da Petrobras na Bovespa estariam vinculados à cláusula arbitral presente no estatuto social da companhia. O problema se pôs inicialmente no campo do direito internacional privado: qual a lei aplicável? Rakoff entendeu que a validade da cláusula arbitral seria questão a ser resolvida com base no direito brasileiro, entendimento que sustentou com amparo no precedente Schnabel.

O caso *Schnabel v. Trilegiant Corp.*,<sup>17</sup> que foi decidido pelo Segundo Circuito de Cortes de Apelação dos Estados Unidos em 2012, tratou dos critérios jurídicos para a validade e vinculação de cláusulas contratuais de arbitragem. Ao apreciar determinada cláusula compromissória, a corte invocou o caso *Chelsea Square Textiles Inc. v. Bombay Dyeing & Mfg. Co.*,<sup>18</sup> no qual teria prevalecido o entendimento de que as cláusulas arbitrais estariam sujeitas às normas e princípios presentes nas leis estaduais relativas a contratos. Ao fim, a Corte de Apelações entendeu que a validade e vinculação da cláusula arbitral em discussão deveria ser analisada à luz da lei contratual vigente no estado em que fora celebrado o contrato.

Resolvido o tema do conflito de leis – e, portanto, apreciando a questão à luz do direito brasileiro – Rakoff entendeu que os dispositivos da Lei de Arbitragem brasileira atinentes aos contratos de adesão seriam aplicáveis apenas a contratos nos quais as partes não detenham o mesmo poder de negociação,

---

<sup>17</sup> *Schnabel v. Trilegiant Corp.*, 697 F.3d 110 (2d. Cir. 2012).

<sup>18</sup> *Chelsea Square Textiles Inc. v. Bombay Dyeing & Mfg. Co.*, 189 F.3d 289 (2d Cir. 1999).

como nos contratos de consumo. Essa categoria não abrangeria, no entanto, uma cláusula arbitral como aquela prevista no Estatuto Social da Petrobras. Tal entendimento seria reforçado, na leitura do magistrado, pelo fato de acadêmicos brasileiros de destaque terem defendido que a aquisição de ações de uma companhia cujo estatuto social já apresente cláusula arbitral significaria a concordância com o dispositivo.

A decisão avaliou também a validade da inclusão da cláusula arbitral no Estatuto Social da Petrobras. Rakoff entendeu que não seria necessária a aprovação pela unanimidade dos acionistas porque a Lei das Sociedades por Ações já especificaria quais alterações no estatuto social da companhia requerem aprovação unânime pelos acionistas, não sendo a adoção de cláusula compromissória uma delas. Além disso, a aprovação pelo Congresso Nacional do PLS 406/2013 evidenciaria que a inclusão de cláusula arbitral no estatuto social de uma companhia requereria aprovação apenas pela maioria simples dos acionistas. Ademais, a companhia teria informado suficientemente seus acionistas acerca da matéria objeto de deliberação na assembleia que aprovou a inclusão da cláusula arbitral.

Por fim, o juiz Rakoff destacou que a adoção do Art. 58 pela Petrobras em seu estatuto social estaria apenas acompanhando mudanças mais amplas ocorridas no direito brasileiro no campo da arbitragem, tal como a reforma da Lei das Sociedades por Ações que introduziu a autorização à adoção de cláusula arbitral no estatuto social pelas companhias.

Em vista de tais argumentos, e do fato de os demandantes terem adquirido suas ações da Petrobras quando o estatuto social da companhia já apresentava a cláusula arbitral, Rakoff entendeu – novamente, com base no direito brasileiro – que o dispositivo seria válido e vinculante perante todos os membros da *class action* que haviam adquirido ações na Bovespa. E como no entendimento do juiz o Art. 58 englobaria todas as alegações com base no direito brasileiro feitas pelos demandantes contra a

Petrobras e seus ex-diretores, sua posição foi a de que tais conflitos deveriam ser resolvidos por meio de arbitragem no Brasil, nos termos colocados pelo Estatuto Social da Petrobras.

## B. ADQUIRENTES DE ADSS NA BVNI SÃO PROTEGIDOS PELA LEGISLAÇÃO AMERICANA

O juiz Rakoff entendeu que a legislação americana sobre *securities* seria aplicável à aquisição de ADSs da Petrobras listadas na BVNI. O fundamento foi o precedente Morrison.

O caso *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*<sup>19</sup> foi decidido pela Suprema Corte dos Estados Unidos em 2010 e tratou dos limites territoriais da jurisdição americana no tocante à legislação sobre *securities*. Por meio de sua decisão, a Corte estabeleceu novos requisitos para que os tribunais dos Estados Unidos apliquem a seção 10(b) do *Securities Exchange Act*.<sup>20</sup> Em particular, tal dispositivo teria por escopo negociações domésticas de *securities*, em vista da presunção contrária à

---

<sup>19</sup> *Morrison v. National Australia Bank*, 130 S. Ct 2869 (2010). O caso teve como ponto de partida a aquisição, em 1991, da HomeSide Lending, empresa estabelecida no estado da Flórida, pelo National Australia Bank, banco australiano cujas ações não eram negociadas em nenhuma bolsa de valores americana. Em 2001, o National teve que contabilizar créditos como perdas relativamente à HomeSide Lending, o que fez com que o preço de suas ações caísse significativamente. Em decorrência disso, investidores australianos que haviam adquirido ações do National fora dos Estados Unidos processaram, em uma corte americana, o National, a HomeSide e os diretores de ambas as empresas. Em sua petição, esses investidores alegaram violações aos artigos 10(b) e 20(a) do *Securities Exchange Act* e à SEC Rule 10b-5(b), sustentando que a HomeSide e seus diretores haviam manipulado a contabilidade da empresa de modo a inflar o seu valor de mercado, e que o diretor chefe do National tinha conhecimento deste fato. A defesa, por sua vez, alegou que a corte americana não teria jurisdição sobre o caso e que, portanto, a ação não poderia prosperar. Dessa forma, seguiu-se na Suprema Corte um intenso debate quanto à questão da aplicabilidade da legislação americana sobre *securities* ao caso, já que, por um lado, os demandantes eram australianos acionistas de um banco também australiano cujas ações não eram negociadas em nenhuma bolsa de valores americana, e por outro, as alegadas condutas fraudulentas teriam ocorrido em território americano.

<sup>20</sup> Como já mencionado, o dispositivo 10(b) do *Securities Exchange Act* cuida da fraude no âmbito da negociação de *securities*.

extraterritorialidade da lei e de o diploma ser silente quanto à abrangência de sua aplicação.

Em *Morrison*, a Suprema Corte estabeleceu, então, um novo “teste” para a verificação da aplicabilidade da seção 10(b) do *Securities Exchange Act* por cortes americanas. A legislação americana seria aplicável (i) à negociação de *securities* listadas em bolsa de valores americana ou (ii) à negociação de *securities* não listadas em bolsa de valores americana, mas que tenha ocorrido nos Estados Unidos.

Embora a Suprema Corte tenha estabelecido em *Morrison* um “teste” especificamente para a aplicação da seção 10(b) do *Securities Exchange Act*, os tribunais americanos têm interpretado o precedente *Morrison* como aplicável, também, a outras normas americanas relativas à disciplina das *securities*, como os dispositivos do *Securities Act* e as regras expedidas pela *Securities Exchange Commission*.<sup>21</sup>

Além de entender que a legislação americana sobre *securities* seria aplicável às demandas dos investidores fundadas na aquisição de ADSs da Petrobras na BVNI, o juiz Rakoff decidiu, também, que tais demandas, diferentemente daquelas fundadas no direito brasileiro, não estariam sujeitas à arbitragem na CAM.

O motivo seria o de que uma parte só estará vinculada à cláusula arbitral se com ela tiver concordado. Por um lado, a aquisição de ações da Petrobras na Bovespa importaria no consentimento com a cláusula de arbitragem presente no estatuto social da companhia. Mas por outro, tal aquisição não poderia significar a concordância com a vinculação à arbitragem relativamente a demandas diferentes daquelas previstas na cláusula arbitral do Estatuto da Petrobras, fundadas na aquisição de

---

<sup>21</sup> Ver GRUNDFEST, Joseph A. Morrison, the Restricted Scope of Securities Act Section 11 Liability, and Prospects for Regulatory Reform. *The Journal of Corporation Law*, v. 41, n. 1, p. 1-68, 2015. p. 26, BERNSTEIN, Richard D.; DUGAN, James C.; ADDISON, Lindsay M. Closing Time: You Don't Have to Go Home, But You Can't Stay Here. *The Business Lawyer*, v. 67, n. 4, p. 957-976, 2012. p. 959.

*securities* diferentes das ações da companhia, adquiridas por meio de negociações distintas, e ocorridas em outro país. Portanto, para o juiz, não haveria acordo de arbitragem válido com relação às demandas fundadas no *Securities Exchange Act*.

Com base em tais argumentos, o juiz Rakoff acatou parcialmente a moção ajuizada pela defesa, reconhecendo a validade da cláusula de arbitragem relativamente às demandas perseguidas sob o direito brasileiro, mas recusando a vinculação à arbitragem para as questões baseadas no *Securities Exchange Act*.

### III. IMPLICAÇÕES E DÚVIDAS

A decisão em *In Re Petrobras* é suficientemente clara em seus resultados práticos. As demandas fundadas na compra de ações da Petrobras na Bovespa devem ser resolvidas no Brasil – perante a CAM, no entendimento de Rakoff. Já as demandas com base na aquisição de *securities* nos Estados Unidos não de ser resolvidas perante a corte de Nova Iorque. A clareza do resultado esconde, no entanto, uma série de dúvidas que ainda persistem e que são de particular relevância para outras empresas que, semelhantemente à Petrobras, emitem *securities* nos Estados Unidos. Aqui apontamos quatro dentre essas questões.

#### A. A AQUISIÇÃO DE AÇÕES ANTERIORMENTE À ADOÇÃO DA CLÁUSULA ARBITRAL PODE ALTERAR O PADRÃO DECISÓRIO NOS ESTADOS UNIDOS?

Em sua decisão, Rakoff entendeu que a cláusula arbitral presente no Estatuto Social da Petrobras vincularia todos os demandantes que haviam adquirido ações da companhia na Bovespa. Mas na fundamentação indicou como um dos argumentos o fato de tais demandantes terem adquirido as ações da Petrobras após a reforma do estatuto social da companhia que incluía a



cláusula compromissória.

Uma leitura que se pode dar é a seguinte: em *In Re Petrobras* decidiu-se que os demandantes estariam vinculados à arbitragem porque, dentre outros motivos, no momento da aquisição de suas ações da Petrobras na Bovespa, o Estatuto Social da Petrobras já continha a cláusula arbitral.

Se assim é, cabe perguntar: qual seria a decisão acerca do efeito vinculante da cláusula arbitral caso os demandantes tivessem adquirido suas ações antes da inclusão da cláusula arbitral no estatuto social? E ainda: o que teria sido decidido se os demandantes tivessem comparecido em assembleia para votar contrariamente à inclusão da cláusula ao estatuto social da companhia? São questões para as quais *In Re Petrobras* não fornece respostas claras.

E há mais. Hoje, a Lei das Sociedades por Ações brasileira conta com o Art. 136-A, segundo o qual “[a] aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, (...), obriga a todos os acionistas”. No entanto, vale lembrar que, assim como ocorreu com a Petrobras, outras companhias brasileiras também adotaram cláusulas arbitrais em seus estatutos sociais antes da vigência do aludido artigo.

Ora, assim sendo, para tais companhias, não é impossível supor que, em futuros litígios, nos tribunais americanos seja suscitada a questão da vinculação da cláusula arbitral com relação aos acionistas que tenham adquirido suas ações antes da adoção da cláusula. Isso é particularmente provável se tais acionistas tiverem votado contrariamente à sua inclusão no estatuto social.

## B. QUAL SERIA O DESFECHO COM ADSS NÃO LISTADAS NA BVNI?

A decisão em *In Re Petrobras* não aborda explicitamente o fato das ADSs da Petrobras estarem listadas na BVNI, e nem explica qual a exata influência que tal fato teve no deslinde do

caso. Contudo, os tribunais americanos têm apresentado diferentes entendimentos com relação a ADSs listadas e ADSs não listadas, sobretudo no tocante à questão da aplicabilidade da legislação americana sobre *securities*.<sup>22</sup>

Por exemplo, no caso *In Re Alstom S.A. Securities Litigation*,<sup>23</sup> um grupo de investidores que havia adquirido ações ordinárias da Alstom em bolsa de valores fora dos Estados Unidos, e também ADSs da companhia listadas na BVNI, ingressou com uma ação em corte americana contra a companhia, com fulcro no artigo 10(b) do *Securities Exchange Act*.

A solução foi a mesma daquela no caso envolvendo a Petrobras. O juiz Víctor Marrero, da Corte Federal de Nova Iorque, decidiu que a legislação americana sobre *securities* não abrangeria demandas fundadas na aquisição de ações da Alstom fora dos Estados Unidos, uma vez que estas não passariam no teste imposto por Morrison – notadamente por terem sido adquiridas no exterior. Contudo, as demandas com base na aquisição de ADSs listadas na BVNI, diferentemente, passariam no teste imposto por Morrison e estariam sujeitas à aplicação do *Securities Exchange Act*, justamente pelo fato de as ADSs estarem listadas em uma bolsa de valores americana.

Solução distinta, contudo, foi dada em *In Re Société Générale Securities Litigation*.<sup>24</sup> Nesse caso, um grupo de investidores que havia adquirido ações ordinárias do Société Générale em bolsa de valores fora dos Estados Unidos, e também ADSs da companhia não listadas em bolsa de valores americana, ingressou com uma ação em corte americana contra a companhia,

---

<sup>22</sup> Ver, por exemplo, MASLO, Paul B. Amputating the Long Arm of The Law: An Analysis of The U.S. Supreme Court's Decision in Morrison and Why §10(b) Still Reaches Issuers of ADRs. *Washington University Law Review*, v. 89, n. 2, p. 477-485, 2011. p. 483. Ver também LACROIX, Kevin. The Continuing Question of Morrison's Applicability to ADR Transactions. *The D&O Diary*. Disponível em: <<http://www.dandodiary.com/2016/09/articles/securities-laws/continuing-question-morrison-applicability-adr-transactions/>>.

<sup>23</sup> *In Re Alstom S.A. Securities Litigation*, 741 F. Supp. 2d 469 (S.D.N.Y. 2010).

<sup>24</sup> *In Re Société Générale Securities Litigation*, 08 civ. 2495 (RMB), (S.D.N.Y. 2010).

novamente com base no artigo 10(b) do *Securities Exchange Act* e na *SEC Rule 10b-5*.

O juiz Richard Berman, da Corte Federal de Nova Iorque, entendeu que a legislação americana sobre *securities* não abrangeria nem as demandas fundadas na aquisição de ações da Soci  t   fora dos Estados Unidos e nem as demandas fundadas na aquisi  o de ADSs n  o listadas. Para ele, ambas falhariam no “teste” imposto por Morrison. Isso porque as ADSs da companhia, por terem sido adquiridas em mercado de balc  o, ainda que nos Estados Unidos, teriam figurado em negocia  es que consistiriam, predominante, em negocia  es estrangeiras.

Comparando-se esses dois exemplos, v  -se que, no primeiro, decidiu-se que demandas fundadas na aquisi  o de ADSs listadas em bolsa de valores americana estariam sujeitas    legisla  o americana sobre *securities*; mas no segundo prevaleceu o entendimento de que demandas fundadas na aquisi  o de ADSs n  o listadas n  o seriam pass  veis de aplica  o da legisla  o americana. Como se v  , o tema ainda n  o est   pacificado.

### C. A CL  USULA ARBITRAL ESTATUT  RIA PODE VINCULAR ADQUIRENTES DE ADSS NOS ESTADOS UNIDOS?

Em *In Re Petrobras* ficou decidido que a cl  usula arbitral presente no Estatuto Social da Petrobras abrangeria somente as demandas fundadas na aquisi  o de a  es na Bovespa. Assim, n  o haveria conven  o de arbitragem vinculante com rela  o    demandas fundadas na aquisi  o de ADSs da companhia nos Estados Unidos. Isso porque, e esse    o ponto da fundamenta  o que queremos destacar, n  o se poderia presumir que a compra de a  es na Bovespa representasse, t  m, o consentimento por parte dos investidores em vincular    arbitragem na CAM (i) demandas diferentes daquelas previstas na cl  usula arbitral do Estatuto da Petrobras, (ii) fundadas na aquisi  o de *securities*

diferentes das ações da companhia, (iii) adquiridas por meio de negociações distintas, e (iv) ocorridas em outro país.

Dois aspectos dessa fundamentação chamam a atenção. Primeiro, o juiz não diz, em nenhum momento, que a cláusula arbitral presente no estatuto social de uma companhia estrangeira não poderia abranger demandas fundadas na aquisição de ADSs. Diferentemente, o que Rakoff faz é argumentar que, no caso da Petrobras, a cláusula arbitral não vincularia as demandas fundadas na aquisição de ADSs devido à presença dos quatro elementos acima enunciados. Segundo, o juiz não explica claramente como esses quatro elementos se aplicam ao caso da Petrobras – afirmando apenas que, devido à sua existência, as demandas fundadas na aquisição de ADSs não estariam vinculadas à resolução por meio de arbitragem.

A fundamentação conferida por Rakoff, portanto, acaba por deixar aberta a questão quanto à possibilidade, em circunstâncias diferentes daquelas do caso da Petrobras, da vinculação de demandas fundadas na aquisição de ADSs à cláusula arbitral.

#### D. QUE LEI REGE A VALIDADE E VINCULAÇÃO A UMA CLÁUSULA ARBITRAL PREVISTA NO ESTATUTO DA COMPANHIA EMISSORA?

Rakoff fundamentou seu entendimento de que os efeitos da cláusula arbitral presente no Estatuto Social da Petrobras deveriam ser analisados à luz do direito brasileiro com base no precedente Schnabel. Há, no entanto, duas diferenças importantes entre o caso *Schnabel v. Trilegiant Corp.* e o caso *In Re Petrobras*.

Em primeiro lugar, Schnabel trata do conflito entre leis estaduais do mesmo país, enquanto que *In Re Petrobras* traz o problema do conflito de leis de países diferentes. Questões de soberania nacional e ordem pública podem, em casos futuros, afastar o embasamento em Schnabel.

Em segundo lugar, em Schnabel as cláusulas compromissórias eram contratuais, enquanto que em *In Re Petrobras* a cláusula compromissória é estatutária. Aqui, o ponto é que o princípio da força obrigatória do contrato tem de modo geral maior relevo que o princípio da vinculação do acionista aos termos do estatuto.

Desse modo, embora a decisão de Rakoff constitua um precedente no sentido de que a validade das cláusulas arbitrais presentes nos estatutos sociais de companhias estrangeiras seja analisada, pelos tribunais americanos, com base no direito vigente nos países de origem das companhias, a fundamentação que Rakoff utiliza para sua decisão lança dúvida sobre até que ponto seu entendimento será seguido por outros juízes que venham a enfrentar outras circunstâncias.

#### IV. CONCLUSÃO

No caso em tela tanto os investidores quanto a defesa da Petrobras tentaram sem sucesso alterar o que parece ser – à luz do precedente Morrison – o curso natural de litígios envolvendo companhias estrangeiras que simultaneamente emitem ações em mercados domésticos e ADSs na BVNI. Isto é: os pleitos relativos a ADSs são julgados nos Estados Unidos e a lei substantivamente aplicável é a americana; os pleitos relativos a ações emitidas fora dos Estados Unidos são julgados no país de emissão, e a lei substantivamente aplicável é, também, a do país de emissão. Uma análise pormenorizada da decisão em *In Re Petrobras* mostra, no entanto, que há ainda uma série de flancos que, em casos futuros, podem eventualmente encaminhar as cortes americanas para soluções distintas.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNSTEIN, Richard D.; DUGAN, James C.; ADDISON, Lindsay M. Closing Time: You Don't Have to Go Home, But You Can't Stay Here. *The Business Lawyer*, v. 67, n. 4, p. 957-976, 2012.
- GRUNDFEST, Joseph A. Morrison, the Restricted Scope of Securities Act Section 11 Liability, and Prospects for Regulatory Reform. *The Journal of Corporation Law*, v. 41, n. 1, p. 1-68, 2015.
- LACROIX, Kevin. The Continuing Question of Morrison's Applicability to ADR Transactions. *The D&O Diary*. Disponível em: <<http://www.dandodiary.com/2016/09/articles/securities-laws/continuing-question-morrison-applicability-adr-transactions/>>.
- MASLO, Paul B. Amputating the Long Arm of The Law: An Analysis of The U.S. Supreme Court's Decision in Morrison and Why §10(b) Still Reaches Issuers of ADRs. *Washington University Law Review*, v. 89, n. 2, p. 477-485, 2011.
- SALAMA. Bruno Meyerhof. Douglass North and Brazil's 'Car Wash' Scandal. *Oxford Business Law Blog* (2016). Disponível em: <<https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/03/douglass-north-and-brazil%E2%80%99s-%E2%80%9Ccar-wash%E2%80%9D-scandal>>.
- SALAMA. Bruno Meyerhof. Why won't Petrobras be able to renegotiate its colossal debt? *Harvard Blog on Law, Money and Finance* (2016). Disponível em: <<http://blogs.harvard.edu/lawmoneyfinance/why-wont-petrobras-be-able-to-renegotiate-its-colossal-debt-bruno-meyerhof-salama/>>.

## DECISÕES JUDICIAIS

Chelsea Square Textiles Inc. v. Bombay Dyeing & Mfg. Co.,  
189 F.3d 289 (2d Cir. 1999).

In Re Alstom S.A. Securities Litigation, 741 F. Supp. 2d 469  
(S.D.N.Y. 2010).

In Re Petrobras Securities Litigation 116 F. Supp. 3d 368  
(S.D.N.Y. 2015).

In Re Société Générale Securities Litigation, 08 civ. 2495  
(RMB), (S.D.N.Y. 2010).

Morrison v. National Australia Bank, 130 S. Ct 2869 (2010).

Schnabel v. Trilegiant Corp., 697 F.3d 110 (2d. Cir. 2012).