



## Caso Petrobras chama atenção para os cuidados com put option

Dentre tudo o que se tem discutido a respeito da compra da refinaria de Pasadena pela Petrobras, a adoção de um *put option* se destaca como ponto determinante na conversão de um possível bom negócio em um gasto bilionário pela petrolífera brasileira. À parte das discussões técnicas e comerciais que precedem a aquisição, fato é que a inserção de tal cláusula em operações similares é comum, mas precisa de cuidados específicos em cada contratação.

Típica e simplificada, esta cláusula assegura a seu titular, beneficiário da obrigação, o direito de vender determinado ativo à outra parte em determinadas circunstâncias e por condições financeiras previamente determinadas. Assim, uma vez exercido o direito, a outra parte fica obrigada a adquirir referido ativo nos termos definidos na cláusula.

Esse mecanismo tem sido utilizado para amparar situações de conflito, nas quais os sócios de determinado negócio divergem de tal forma que não lhes resta outra solução que não a retirada de um deles do capital social para que o outro assuma isoladamente a condução da operação. Ocorre que, mesmo simples no conceito e útil na aplicação, o exercício de uma cláusula de *put option* mal negociada pode não garantir o recebimento mínimo adequado ao seu titular ou, na outra ponta, resultar em gasto desproporcional e inoportuno para o comprador.

Para evitar tais situações, dois aspectos devem ser devidamente sopesados quando de sua contratação: os fatores que determinam sua incidência (“gatilho”) e o parâmetro e critérios financeiros adotados na fixação do valor do exercício. Considerando que usualmente a cláusula de *put* de natureza societária procura beneficiar a parte com menor gerência na operação — a quem é assegurado o direito de venda —, é natural que as condições para seu exercício estejam, de algum modo, sob o controle do comprador. Em outras palavras: o comprador deve ter poder e meios para evitar incidência do gatilho, uma vez que ele é quem suportará o ônus da cláusula. Assim, tem fundamental importância a definição adequada das situações que autorizam o exercício do *put option*, sob pena desta resultar-lhe em ônus a ser imposto conforme interesse discricionário do titular (perdendo sua natureza de proteção e tornando-se simplesmente uma vantagem no negócio).

Em relação ao parâmetro financeiro adotado, o cuidado deve ser dirigido a evitar que o preço de exercício seja desproporcional ao valor justo de mercado do ativo a que se refere (nem maior, nem menor). Afinal, por se tratar de uma obrigação cuja execução dar-se-á em momento posterior à sua contratação, aspectos mercadológicos e econômicos devem ser considerados na formação do preço de exercício.

No caso da Petrobras, as investigações poderão apontar se o gatilho foi mal negociado, permitindo ao vendedor criar artificialmente as condições necessárias para permitir, de acordo com sua conveniência, o exercício do direito. Da mesma forma, poderão constatar se os parâmetros definidos para cálculo do preço de exercício eram compatíveis com a atividade da refinaria, de modo a refletir seu valor justo de mercado à época, evitando o enriquecimento sem causa do beneficiário.

A conjugação de condições e preço de exercício mal negociados no *put option* pode ter possibilitado ao seu titular uma vantagem desproporcional, em detrimento dos interesses da Petrobras. Cabe, agora,



---

avaliar em que medida ocorreu, na operação com a Astra Oil Company, eventual culpa ou dolo dos então administradores (diretoria e membros do conselho de administração). Isso não apenas na negociação e aprovação da referida cláusula, mas também na ocultação de sua existência quando da divulgação do fato relevante relativo à operação —em 16 de novembro de 2005 —, impedindo que mercado e investidores pudessem analisar e precificar seus possíveis efeitos para a companhia.

**Date Created**

20/04/2014