

**O PROGRAMA DE ADRS DA PETROBRÁS S.A.:
ESTRUTURA E EXPOSIÇÃO DO CAPITAL SOCIAL, DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS E JOGO BURSÁTIL¹**

*THE PETROBRÁS S.A. ADR PROGRAM:
STRUCTURE AND EXPOSURE OF THE CAPITAL STOCK, DISTRIBUTION OF
DIVIDENDS AND MARKET GAME*

Viviane Alves de Morais²

Resumo: Este artigo analisa a relação entre a emissão de *american depositary receipts*, titularidade do capital social e a distribuição de dividendos sob a ótica da remessa de dividendos, da externalização do processo decisório e das possibilidades de realização de operações de arbitragem de preço sobre as ações emitidas pela Petrobrás S.A. Para tanto, adota-se a análise das normas jurídicas aplicáveis ao caso associadas à interpretação dos dados publicados pela companhia acerca de sua estrutura de capital e distribuição de lucros e dividendos.

Palavras-chave: Petrobrás; ADRs; Dividendos; Bolsa de Valores.

Abstract: This article analyzes the relationship between the issuance of American depositary receipts, ownership of share capital and the distribution of dividends from the perspective of remittance of dividends, the externalization of the decision-making process and the possibilities of carrying out price arbitrage operations on Petrobras shares. To achieve this purpose, an analysis of the legal standards applicable to the case associated with the interpretation of data published by the company regarding its capital structure and distribution of profits and dividends is adopted.

Keywords: Petrobrás, ADRs, Dividends, Stock Exchange

Introdução

Os acordos firmados entre a Petrobrás S.A. e os investidores norte-americanos nos Estados Unidos, resultantes de informações colhidas no âmbito de questionáveis operações internacionais de investigação trouxeram a lume indagações que devem ser respondidas pelo Direito Econômico, tais como: quais são os efeitos colhidos da própria existência do

¹ Artigo submetido em 03/08/2023 e aprovado para publicação em 03/01/2024.

² Doutora em Direito Civil pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em História Econômica pela Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo. Bacharel e Licenciada em História pela Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orcid: <https://orcid.org/0009-0009-7596-1600>. E-mail: viviane.alves.morais@gmail.com.

programa de listagem desta companhia em mercados estrangeiros? Estes programas atendem à realização aos objetivos da companhia, fixados em lei?

Este artigo cruza a legislação aplicável ao caso Petrobrás às informações divulgadas pela companhia e, com base nos resultados, analisa dois dos efeitos da internacionalização da Petrobrás, uma sociedade de economia mista a partir de dados públicos do caso com vistas a compreender: (i) a relação entre internacionalização das participações societárias e remessa de dividendos e (ii) as possibilidades jurídicas de realização de lucro pela aquisição, manutenção e negociação de papéis da companhia a partir dos ativos listados no Brasil e nos Estados Unidos da América.

1. Razões para a existência da Petrobrás

A Petrobrás S.A. é uma sociedade de economia mista controlada pelo Estado Brasileiro. Uma das **causas jurídicas de sua criação** e de sua manutenção sob controle estatal, quando se observa a organização do Estado e seus deveres para com o corpo político que o criou, decorre de propósitos associados ao exercício da função indutora da atividade econômica atribuída ao Estado e destinada à orientação da industrialização vertical com a internalização de cadeias industriais complexas, para as quais a disponibilidade de combustíveis é premissa necessária e sobre a qual cabe ao Estado, como sujeito de direito investido de competência normativa para planejar, incentivar e fiscalizar a atividade econômica no plano interno³, formular o sistema normativo aplicável com vistas à realização dos objetivos contidos na dicção do ordenamento constitucional que confere legitimidade à sua própria existência.

No plano histórico, a Petrobrás S.A. é fruto de um processo de transformações político-econômicas decorrentes da centralização política e administrativa que deu origem à criação do Conselho Nacional do Petróleo (CNP) com vistas ao redirecionamento do centro dinâmico da economia nacional, ainda no período entre guerras. Entre a publicação do Decreto-Lei nº 395, de 29 de abril de 1938, que declarou ser de utilidade pública o abastecimento nacional de petróleo e criou o CNP e a efetiva criação de uma sociedade de economia mista controlada pela União, responsável pela exploração deste recurso nos termos da Lei nº 2.004, de 3 de outubro de 1953, muito se discutiu sobre os possíveis modelos de financiamento da exploração, transporte, comercialização e refino do petróleo no território

³ CFRB/88, art. 174, *caput*.

nacional, sempre em torno da permissão ou vedação à presença do capital estrangeiro nestas atividades e da definição ou não do Estado como titular da exploração deste recurso e como sujeito de direito capaz de explorar todas estas atividades diretamente ou pela constituição de empresas públicas⁴.

Também se pode falar em **causa econômica** da criação da Petrobrás, muito embora a causa econômica se confunda com os motivos políticos que levaram à lei de criação desta companhia. A Petrobrás surgiu como instrumento auxiliar do Estado para assegurar tanto a satisfação das necessidades dos cidadãos brasileiros quanto a própria continuidade das atividades do sistema produtivo nacional, fundamentais para (i) a ampliação dos níveis de emprego/ocupação da população economicamente ativa; (ii) a viabilização da expansão da produção industrial, inicialmente garantindo o abastecimento interno de combustíveis e posteriormente como forma de instituir e ampliar o investimento em produção de tecnologia exigido no exercício de suas atividades e (iii) assegurar que o fornecimento de combustíveis se realizaria em quantidade e preço adequados ao mercado brasileiro.

Na origem destas causas econômicas está a atuação do Estado como ente legitimado para organizar o mercado interno, como responsável pela formulação das regras que permitem o funcionamento da atividade econômica e como garantidor do fornecimento, aos particulares, dos elementos (bens e serviços) necessários ao exercício da atividade econômica privada, nos moldes descritos como desejáveis por este mesmo ordenamento jurídico.

Estas causas jurídicas e econômicas ajudam a explicar o necessário controle estatal sobre a Petrobrás S.A. Seja pela tutela jurídica do mercado nacional, nos termos de 1946⁵ ou pelo reconhecimento da existência e pela respectiva tutela estatal sobre o mercado interno, qualificado como patrimônio nacional nos termos da ordem jurídica atualmente vigente⁶, a ordem jurídica brasileira reconhece e define a existência de um sistema interno denominado

⁴ O próprio arranjo de capitais – se totalmente estatais ou não, se seria permitida a exploração por empresa estrangeira ou se a participação internacional deveria decorrer de investimento direto com aquisição ou constituição de empresas mediante aporte de capital estrangeiro no Brasil ou se o capital estrangeiro faria parte da composição da exploração do setor petrolífero apenas indiretamente, por força da tomada de empréstimos internacionais por empresa nacional está no núcleo das discussões do período compreendido entre 1930-1950, expressas por Gilberto Bercovici a partir da própria organização dos debates legislativos e da formulação dos projetos de legislação em torno do tema petróleo durante as três décadas. Para o autor, *a consolidação da industrialização brasileira se dá com a criação da Petrobrás e, posteriormente, a implementação do Plano de Metas*. Interessa, no entanto, destacar que o recorte histórico atinente à primeira metade do século XX colocou como pontos centrais a presença ou não das multinacionais na exploração direta dos recursos – em especial recursos minerais – em contraposição à nacionalização destes recursos e sua qualificação jurídica como bens da União e/ou serviços de utilidade pública. (BERCOVICI, 2011, p. 117-165)

⁵ CF/1946, Art. 148: “A lei reprimirá toda e qualquer forma de abuso do poder econômico, inclusive as uniões ou agrupamentos de empresas individuais ou sociais, seja qual for a sua natureza, que tenham por fim dominar os **mercados nacionais**, eliminar a concorrência e aumentar arbitrariamente os lucros.”

⁶ CFRB/1988: “Art. 219, *caput* e parágrafo único.

“mercado”, constituído por dispositivos normativos que descrevem seus atores – pessoas naturais ou jurídicas nacionais e estrangeiras e massas patrimoniais dotadas de capacidade jurídica para a produção de determinados atos, assunção de obrigações e imposição de responsabilidades contratuais ou jurídicas; atribui os princípios, valores e objetivos inerentes a este mercado; fixa suas regras de funcionamento, seus mecanismos de troca, formas de instrumentação da troca e positiva ainda a responsabilidade do respectivo Estado no momento em que houver alguma disfuncionalidade deste mesmo mercado e seu dever de corrigir os problemas que afetem o pleno funcionamento da produção, da troca e do consumo neste mercado.

Trata-se aqui da concepção originária de Estado nacional, oriunda das metamorfoses sofridas entre a formação dos Estados absolutistas e a organização do Estado-nação moderno Estado nacional. No campo dos estudos históricos, a tríade composta pela defesa do território e de seus habitantes, organização da produção e do comércio e imposição da ordem, posteriormente qualificada como “jurídica”, é tema tradicional.⁷ Para a ciência do Direito, esta tríade compõe parte das funções do Estado, alargadas durante o século XX pela adição de funções indutivas, organizacionais e promocionais da cidadania e da atividade econômica, por exemplo⁸.

A ampliação das funções do Estado aparece, sob a forma jurídica, no conjunto normativo conhecido como “ordem econômica”, que durante o século XX adquiriu feições novas pela introdução de funções promocionais, para além das já tradicionais funções organizacionais e sancionatórias.

Ao afastar em parte a ideologia liberal como fundamento último do ordenamento jurídico, “ordem econômica” formulada pelas constituições a partir da década de 1910⁹ não

⁷ O texto que tradicionalmente é citado e muito criticado por elaborar de forma estrutural e, em alguma medida, determinista a formação dos Estados europeus a partir da centralização dos poderes das monarquias em torno da organização da defesa do território, a imposição da moeda cunhada pelo Estado em formação a expansão da competência para aplicar a Justiça e a imposição da justiça do monarca a todos os seus súditos é a obra de ANDERSON, 1984. Para um comentário geral sobre as diferentes linhas historiográficas em torno do tema, ver FLORENZANO, 2007, p. 11-39.

⁸ Sobre o alargamento das funções do Estado e a criação do Estado de Bem-Estar Social, um apanhado da trajetória história das ideias desta evolução está em KERSTENETZKY e KERSTENETZKY, 2015, p. 581-615. Para a trajetória histórica em torno da evolução em si do Estado de Bem-Estar Social, ver FIORI, 2013.

⁹ O momento de viragem rumo à ampliação do escopo normativo das constituições modernas ocorre a partir de 1917, com a elaboração da Constituição Mexicana de 1917, que destacou os direitos dos trabalhadores, a função social da propriedade e a reforma agrária e em 1919, com a publicação da Constituição de Weimar, que trouxe seções dedicadas à educação, à cultura e à vida econômica, com um claro propósito transformador da sociedade alemã. No entanto, a própria formulação da “constituição econômica” pela presença de dispositivos constitucionais atinentes à atividade econômica é muito anterior a este movimento, presente em dispositivos sobre a preservação das liberdades de comércio, de indústria, contatual e do direito de propriedade. A inovação surgida a partir de 1917 não está na regulamentação ou organização da atividade econômica, mas no dirigismo

afastou nem negou as funções anteriores do Estado Liberal: ampliou-as e positivou aquilo que o processo histórico já havia constituído pelo processo de organização dos estados nacionais: a economia interna e, mais precisamente o mercado nacional, é *per se* uma forma jurídica decorrente da estrutura principiológica e da orientação ideológica dadas a este sistema normativo pelo Poder Constituinte (originário e derivado) e impressa em toda a estrutura normativa infraconstitucional.

Tão somente por isso, a visão atribuí ao Estado apenas a função corretora dos comportamentos concorrenciais desviantes do padrão de concorrência perfeita, não atende à mais rasa aproximação histórica da formação dos mercados nacionais, erigindo visão simplória da ideologia liberal¹⁰.

Por mais que alguns os diplomas legais aprovados pelo Poder Legislativo e sancionados pelo Poder Executivo nos últimos anos retomem a defesa da “supremacia” da

de caráter transformador presente nas constituições econômicas a partir de então. (BERCOVICI, 2022, p. 45-81).

¹⁰ A trajetória desta concepção de “mercado” como parcela do sistema de ordem tem um de seus fundamentos na crítica de Geraldo de Camargo Vidigal à referência à organização dos mercados somente como organização da concorrência. Nos dizeres do autor: “*Atribuo à expressão organização dos mercados significação mais ampla do que é corrente. Denomino Direito da Organização dos Mercados a disciplina jurídica corretora do conjunto das distorções características das soluções de liberdade de mercado, abrangendo não apenas as distorções que afetam a competição, como as que induzem repartição desigual e as que alimentam flutuações em direção à crise.*” (VIDIGAL, 1977, p. 45)

José Tadeu DE CHIARA explica que “*Mercado e especialização do trabalho são balizamentos do desenvolvimento da sociedade humana (...)*”, para os quais a especialização das atividades e a organização das trocas constitui aspecto essencial da organização dos modos históricos de satisfação das necessidades humanas, daí sua afirmação posterior em torno da relação de troca, elemento basilar da própria ideia de mercado: “*As necessidades de cada sujeito combinada com a impossibilidade de as satisfazer, a todas, por ação isolada, impulsiona a vida em sociedade. Ao salário corresponde o meio de atingir a satisfação permitindo consolidarem-se as relações entre os homens no corpo social. A organização constitui-se na forma de reduzir as complexidades que se apresentam para a consecução da causa finalística dessas relações. A organização em sistemas facilita a satisfação das necessidades, eliminando ou reduzindo a dispersão das alternativas. Em linha com essa visão das relações sociais, a troca visa satisfazer necessidades.*” (DE CHIARA, 1986, p. 14 e p. 23).

De Chiara apontou a posição jurídica de liquidez como forma de dominação dos mercados, capaz de superar a condição jurídica de “proprietário”. Esta interpretação, por certo, pressupõe o predomínio da lógica mercantil e o reconhecimento de que a satisfação das necessidades nos Estados nacionais do século XX depende tanto do acesso aos bens, uma vez que a escassez de bens (por exemplo, combustíveis) é um problema a ser resolvido pelo Estado como garantidor último do funcionamento daquele sistema econômico, mas também – e principalmente – da titularidade de moeda dotada de curso forçado e poder liberatório dentro daquele mercado. Tal é descrição jurídica da dominação sobre os mercados, que em última instância decorre do acúmulo de poder, sob a forma de liquidez, capaz de adquirir bens e serviços ou de influenciar o comportamento do sistema de produção como um todo. Não é por outra razão que a própria construção normativa do tema “mercado interno” tem início com as tentativas de expansão do exercício poder do Estado sobre o território (formação do mercado interno) quanto das soluções dadas por este mesmo Estado à questão do abastecimento e do fornecimento de serviços públicos (desde os mais elementares ligados à circulação de mercadorias pela viabilização dos meios de transporte até os atuais serviços públicos definidos em lei) em todo o território subordinado a este Estado.

Neste sentido, o termo “mercado nacional” e seu congêneres “mercado interno” versam sobre o sistema de produção, circulação, repartição, consumo e investimento da riqueza em um determinado território, organizado por e subordinado a determinado Estado, que lhe imprime o sistema de ordem definidor daquilo que chamamos modernamente de “atividade econômica” da qual o sistema de trocas e as respectivas formas de acumulação são seus vetores de funcionamento.

liberdade individual¹¹ frente ao Estado e a defesa da liberdade acima da ordem pública e do bem-estar da coletividade, contrariando a já conhecida interpretação do sistema de ordem jurídica como um conjunto mutável e historicamente explicável de “soluções de ordem”, “soluções de liberdade” e “soluções de poder”, entre outras soluções igualmente historicizáveis traduzidas em normas pelo sistema de leis positivas¹².

Apesar deste retorno a concepções mínimas do Estado, o fato é que a função deste ente político como garantidor do funcionamento deste mercado é inegável sob qualquer forma contemporânea de Estado ou de arranjo de ideias econômicas, cabendo sempre a ele assegurar o abastecimento das localidades com os subsídios necessários à sobrevivência de seus habitantes e à manutenção da atividade econômica nos padrões a ela conferidos ou rumo aos padrões desejados pela ordem política¹³.

A criação da Petrobrás S.A. e a manutenção do controle estatal sobre a companhia se justificam enquanto solução de ordem como instrumento necessário para a realização dos objetivos e cumprimento dos deveres do Estado como organizador do processo de verticalização da industrialização, promotor do desenvolvimento econômico e mesmo como

¹¹ Ascensão positivada de forma expressa no texto da Lei n. 13.874, de 20 de setembro de 2019, que positivou a “*Declaração de Direitos de Liberdade Econômica*”.

¹² As expressões “soluções de ordem”, “soluções de poder” e “soluções de liberdade” constam em diversas passagens do trabalho de José Tadeu De Chiara (1986) e aqui são tomadas como locução que expressa a organização e positivação da ordem jurídica como o sistema de normas nas quais o poder imbuído da competência para legislar fixa determinados modelos e limites ao comportamento humano com vistas a estabelecer a ordem desejada por quem exerce o poder em determinada sociedade.

¹³ O tema do abastecimento é central na organização dos Estados modernos e, em especial, do Estado Brasileiro. Desde a ocupação do território à formação de centros de exploração de atividades produtivas voltadas ao comércio atlântico, abastecer as zonas produtoras sempre foi uma questão candente, em especial nos centros de atividade monocultora, conforme Caio Prado Jr. (2008) e Celso Furtado (2007). O abastecimento da zona mineradora, em uma estrutura de subordinação crescente ao comércio internacional, é apontado como um dos elementos responsáveis pela criação das primeiras redes de comércio entre as regiões produtoras de charque, farinha e o Distrito Diamantino, bem como à região mineradora. Em torno destas zonas de produção e comércio interno, também se organizaram fluxos de bens e serviços e também de riqueza, com os fluxos de crédito e de pagamento. O aumento da população do Rio de Janeiro após 1808 ampliou o problema do abastecimento de alimentos. Era preciso alimentar a população do Rio de Janeiro, fornecer-lhe água, ordenar o sistema de transportes, instituir e regulamentar o crédito, etc. (MARCONDES, 2011, p. 41-72). Durante o século XIX, o tema continuou na ordem do dia, em especial pelo aumento da população nos centros urbanos, aprofundamento da especialização do trabalho e o surgimento de novas necessidades de consumo e de serviços públicos. Também é relevante observar que os períodos de estiagem durante os séculos XIX e XX também importam para a compreensão do tema, pois ensejaram iniciativas destinadas ao abastecimento das regiões atingidas. Pode-se afirmar que a história da formação do Estado Brasileiro é, também, a história da organização do espaço submetido a esta autoridade e das soluções dadas para a reprodução da vida e da riqueza neste espaço, o que implica, obrigatoriamente, no enfrentamento da questão do abastecimento de diferentes itens e da organização das formas de transporte de bens e pessoas. (MORAIS, 2010, p.107-149). Para o Direito Econômico, a tutela do mercado e do funcionamento regular dos fluxos econômicos tem implícito o dever de manter os fluxos de abastecimento dos agentes produtivos, que deverão ter à sua disposição os insumos necessários ao exercício de suas atividades. A história material do tema “abastecimento” surge, sob o aspecto legal, como desdobramento das iniciativas estatais em face da escassez e das práticas comerciais de controle de estoques, açambarcamento e demais práticas destinadas a controlar o preço dos víveres, a exemplo da regulamentação decorrente da Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951, que tipificou os crimes contra a economia popular.

garantidor do abastecimento do mercado interno com os insumos necessários à continuidade das atividades econômicas neste território, entre outros deveres igualmente importantes.

O abastecimento do mercado interno com combustíveis e derivados de petróleo é uma das necessidades prementes do funcionamento do sistema de troca, a qual não ocorrerá nas condições de preço e de quantidade necessária caso fique ao sabor das oscilações de preço e de volume de produção dos mercados internacionais.

Tratar a Petrobrás como uma companhia comum, mera expressão do interesse privado dos acionistas é mais que um reducionismo: é um desvirtuamento da causa jurídica que autoriza a existência desta sociedade de economia mista, é substituir o conteúdo pela forma. Por isso, o processo de internacionalização da propriedade do capital social desta companhia não pode ser analisado sob o ponto-de-vista dos interesses dos acionistas minoritários ou pela ótica das teorias econômicas, sendo compreensível em sua inteireza apenas a partir da integração entre os interesses envolvidos na execução de suas finalidades legais.

2. Internacionalização

O processo de internacionalização das companhias brasileiras abarca, de modo geral, o manejo de diferentes instrumentos de formação de capital sob a forma de capital social, capital fixo (p.e. investimento que pode tomar a forma de dívida garantida de médio e longo prazo) e capital circulante (p.e. obrigações de curto e médio prazo). A cada forma de capital corresponderão os respectivos instrumentos jurídicos, tais como, mas não limitados a certificados de depósito de ações; notas comerciais e debêntures com ou sem garantia, apenas para citar os instrumentos tradicionais.

O sucesso na colocação destes instrumentos em qualquer mercado depende da disponibilidade de liquidez e da rentabilidade oferecida pelas companhias emissoras de valores mobiliários, considerada a expectativa de lucros sobre os papéis (ações e/ debêntures, por exemplo) em relação aos demais títulos ofertados ao titular de disponibilidade monetária no mercado escolhido. No Brasil, de há muito a concorrência entre os valores mobiliários emitidos pelas companhias e os títulos públicos, decorrente da diferença entre a taxa de juros ofertada pelos segundos como forma de renda versus a expectativa de distribuição de dividendos sobre ações e o pagamento seguro de juros sobre debêntures. (MORAIS, 2017)

O incremento da rentabilidade dos títulos públicos atrai para este mercado a liquidez disponível no sistema de poupança pública. Quanto maior a rentabilidade dos títulos

públicos, tanto maior será a escassez de recursos disponíveis para aplicação no mercado de capitais¹⁴.

No Brasil, permite-se a aquisição dos valores mobiliários nos mercados primário e secundário por pessoas nacionais e por pessoas estrangeiras. A aquisição de valores mobiliários por pessoa estrangeira depende (i) da remessa de valores para o Brasil, os quais são registrados junto ao Banco Central e convertidos em real e (ii) da ordem de compra ou venda, endereçada à bolsa de valores, que realizará a operação, registrando-a e transferindo, por registro eletrônico, a propriedade dos papéis adquiridos ao investidor estrangeiro¹⁵. Esta é uma das formas de “investimento estrangeiro direito”, conhecida como *investimento de portfólio*.

A segunda forma de aquisição por estrangeiros de papéis de uma companhia, é pela compra de certificados de depósitos em mercados estrangeiros, emitidos sobre ações ordinárias e preferenciais custodiadas em instituições financeiras no país de sua sede e que conferem autorização a outras instituições financeiras, situadas em mercado estrangeiro, a faculdade de emitir “alguma forma de certificado de depósito” sobre os ativos custodiados. Nos Estados Unidos, denominam-se este tipo de *security*, como “*Depositary Receipt*”; na Europa, como “*European Depositary Receipt*”.

Os ADRs são o equivalente estadunidense dos certificados de depósito de ações regulamentados no Brasil pela Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000 e suas respectivas alterações introduzidas pelas Instruções nºs 431/06, 456/07, 480/09, 493/11, 551/14, 554/14, 585/17 e pela Resolução CVM nº 3/20. Em termos gerais, são recibos de depósito de algum valor mobiliário emitido fora dos EUA. Eles representam os papéis originais, mas não são os próprios ativos depositados junto às instituições autorizadas a emitir os recibos/certificados em circulação naquele mercado.

¹⁴ Ainda em José Tadeu De Chiara, 1986, p. 95: “*A fórmula de aplicação da poupança em títulos de participação societária, ou mesmo em títulos de crédito de emissão de companhias oferece dificuldades quando analisada na sua necessária correlação com as alternativas oferecidas por títulos de renda fixa de responsabilidade das instituições financeiras. O mercado de bolsa de valores, inserido no sistema de encaminhamento de poupanças, sob esse aspecto, reflete as expectativas globais de detentores de excedentes de renda em relação ao comportamento e resultados do processo produtivo.*”

¹⁵ A Resolução BCB nº 278, de 31 de dezembro de 2022, em seu artigo 1º, inciso IV define como investimento estrangeiro direto “a participação direta de não residente no capital social de sociedade no País, ou outro direito econômico de não residente no País derivado de ato ou contrato sempre que o retorno desse investimento dependa dos resultados do negócio;”. Com isto, qualificam-se como investimento estrangeiro direito a aquisição de ações no Brasil por investidor estrangeiro que tenha realizado a remessa de valores para o país e emitido ordem de compra de valores mobiliários que integrem o capital social da empresa ou que confrimam direitos de participação sobre a distribuição de lucros, as aquisições de portfólio. Também são modalidades de investimento estrangeiro direito o ingresso no País de bem, tangível ou intangível, para capitalização no receptor sem obrigatoriedade de pagamento, conforme art. 4º, inciso II e art. 5º da Resolução BACEN nº 281, de 31 de dezembro de 2022.

Os recibos representativos das ações depositadas conferem aos seus proprietários o direito de receber os dividendos distribuídos pela companhia. No caso de recibos emitidos sobre ações ordinárias, também conferem ao titular do ADR o exercício do direito de voto nas assembleias de acionistas, utilizando o *Boletim de Voto à Distância* colhido pela instituição depositária das ações, que transfere à companhia os respectivos boletins e nomeia procurador capaz de representar os titulares dos recibos de depósito das ações ordinárias durante os conclaves. Cada ADR da Petrobrás representa duas ações ordinárias ou duas ações preferenciais. Após a colocação destes recibos em mercado aberto, converteu-se o montante resultante de sua aquisição inicial em favor da própria companhia.

Tal forma de colocação de ADRs configura, em termos práticos, um aumento de capital em que parte das novas ações emitidas são lançadas. Embora as ações da companhia estrangeira não estejam submetidas ao U.S. *Securities Act of 1933*¹⁶, os ADRs delas derivados submetem-se à legislação daquele país, inclusive quanto à responsabilidade da companhia e de seus gestores pela prática de atos que possam ser questionados naquela jurisdição.

Graças a ao Programa de Emissão Global de Ações de 2010, que lastreia os atuais ADRs da Petrobrás, houve captação primária de recurso em mercado estrangeiro. Para isso, diversas exigências da legislação norte-americana foram impostas à companhia, entre elas a adequação de sua contabilidade e a submissão aos requisitos obrigatórios dos “FORMs”, formulários que a SEC (*Security Exchange Commission*) estabelece, contendo obrigações de todo tipo. Um destes formulários, o *Form F-1*, é a concretização das obrigações inerentes aos prospectos dentro do mercado norte-americano¹⁷. Seja pelas exigências de governança e de publicidade impostas pela SEC, seja pela grande quantidade de ações depositadas e sobre as quais há certificados emitidos no exterior ou pelas informações, prospectos, cartas e projeções de lucro futuro levadas a público pela companhia no exterior, criam-se expectativas juridicamente protegidas pela legislação daquele território sobre o comportamento presente e futuro da companhia, as quais poderão ser objeto de pedidos indenizatórios que tramitarão segundo as normas materiais e processuais daquele país, ao mesmo tempo em que a possibilidade de ver frustradas as políticas declaradas ao investidor

¹⁶ Todas as informações constam no Prospecto, disponível no site https://www.jpmorgan.com.br/content/dam/jpm/global/disclosures/BR/petrobras_prospecto.pdf, consultado em 02 de dezembro de 2022.

¹⁷ O Form-1 está disponível no sítio <https://www.sec.gov/files/formf-1.pdf>.

estrangeiro pode resultar em desinteresse pelos papéis da companhia e por seus derivados, reduzindo-lhes a liquidez¹⁸.

As emissões simultâneas em diferentes mercados configuram emissão de *Global Depositary Receipt* (GDR), tal como a emissão realizada pela Petrobrás no ano de 2010¹⁹ e que é responsável pela atual configuração da titularidade do capital social desta companhia, em termos de nacionalidade da propriedade²⁰.

A regulamentação sobre a colocação de certificados de depósitos de ações de companhias brasileiras em bolsas estrangeiras foi introduzida na legislação brasileira com a publicação do Anexo V à Resolução CMN no 1.289, de 20 de março de 1987, no bojo do processo de abertura do mercado brasileiro ao capital estrangeiro. Entre 1987 e 1997, os principais certificados de depósito de companhias brasileiras colocados no mercado norte-americano foram de companhias estatais: Telebras (1992), CELESC (com o alto percentual de 12,7% de suas ações alocadas no exterior), CEMIG e CESP (todas com durante o ano de 1994), COPENE (1993), Eletrobrás (1994), Petrobrás (1996) e da sociedade de economia mista CVRD (1994). Segundo dados fornecidos pela CVM, em 1997, 27,3% das ações da Telebrás já se encontravam sob poder dos investidores estrangeiros por esta modalidade de investimento indireto, seguida pela CEMIG com 18,4% de suas ações assim listadas e da CELESC com 10% e de 6% das ações da Eletrobrás (SOUZA, 1998, p. 95).

À época, o percentual de ações da Petrobrás assim depositadas era inferior a 1,1% das ações emitidas pela companhia. Durante os anos 1990, as companhias dedicadas à prestação de serviços de telefonia e fornecimento de energia se aventuraram em maior medida naquele

¹⁸ O Prospecto de emissão de GDR de 2010 elencou entre os riscos a que os investidores estariam expostos a fiscalização por diversas agências governamentais, a submissão da companhia à extensa legislação ambiental, a obtenção de sucessivas licenças ambientais e a submissão de seus administradores e diretores a sanções administrativas e penais, bem como o cancelamento de incentivos e benefícios fiscais em caso de descumprimento da legislação de proteção ao meio ambiente.

¹⁹ PETRÓLEO BRASILEIRO S.A, 2010.

²⁰ Além dos GDRs já emitidos em praças internacionais, a Petrobrás também é emissora notas comerciais, inclusive por suas subsidiárias. Esta pesquisa encontrou os Prospectos de emissão de *global notes* pela PIFCO - *Petrobras International Finance Company*, uma subsidiária integral da Petrobrás constituída nas Ilhas Cayman em 1997 destinada, como subsidiária financeira da Petrobrás, a captar fundos para a Petrobrás através da emissão de títulos de dívida que, em última instância, são garantidos pela própria Petrobrás, única acionista da PIFCO. A versão do Prospecto de emissão de Global Notes em 2009 está disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1119639/000119312512038110/d293138d424b2.htm>. Acesso em 26/02/2023. Segundo informações veiculadas na imprensa em 13/12/2013, em Assembleia Extraordinária realizada em dezembro de 2013 o governo brasileiro, acionista controlador, decidiu encerrar as atividades de suas subsidiárias localizadas em paraísos fiscais. Até o presente momento, esta pesquisa não teve acesso à ata da Assembleia Extraordinária mencionada na matéria. “Petrobras fecha subsidiárias em paraísos fiscais. Disponível em : <https://veja.abril.com.br/economia/petrobras-fecha-subsidiarias-em-paraisos-fiscais/>”, publicado em 17/12/2013 às 08h42. Acesso em 26/02/2023.

mercado. A Petrobrás realizou sua principal emissão de ADRs em 2010²¹, embora sua primeira emissão seja muito anterior: anunciada em 1996 pelo então presidente da Companhia, Jean Renó, ano em que o programa de ADR nível 1 da companhia teve início, resultando na colocação de 1,1% da totalidade das ações da companhia sob depósito com emissão de certificados de depósito no mercado norte-americano (SANTOS, 1996). Neste primeiro programa, os certificados foram emitidos sob ações já integralizadas, modalidade simples de emissão de ADRs em que não há capitalização da companhia, posto que as ações já foram integralizadas anteriormente.

O uso continuado dos DRs pela Petrobrás, desde a década de 1990, associado à abertura do mercado interno ao investimento estrangeiro direto por aquisição de portfólio, alterou a correlação entre capital nacional e capital estrangeiro na composição do capital social da companhia, com redução da participação societária da União, titular de 81% das ações ordinárias e 9% das ações preferenciais em 1996²² e atualmente titular de 50,26% das ações ordinárias, sem participação nas ações preferenciais, o que significa dizer que a União exerce seu poder de controle direto e objetivo sobre a Petrobrás mantendo 28,67% do total de ações emitidas e que reduziu sua participação societária ao percentual obrigatório mínimo capaz definido em lei para manutenção do controle da companhia²³.

As primeiras colocações de ADRs, pela Petrobrás, simplesmente produziram o registro de divisas para a formação de posição cambial, sem ingresso de investimento. A partir de 2004, os aumentos de capital passaram a englobar a emissão conjunta de ações e ADRs (DUARTE; NABARRO, 2021) com a transformação do programa para ADR nível III, forma que permite a capitalização da empresa com esta espécie de “ADR-IPO”, ou seja, com o depósito de ações emitidas e ainda não subscritas para emissão, no exterior, de certificados cuja venda se converte em capital revertido diretamente em favor da companhia²⁴. Esta

²¹ Prospecto Definitivo da Oferta Pública De Distribuição Primária de Ações Ordinárias e Ações Preferenciais de Emissão da Petrobrás. Disponível em : https://www.jpmorgan.com.br/content/dam/jpm/global/disclosures/BR/petrobras_prospecto_definitivo.pdf. Acesso em 26.02.2023.

²² Idem, declaração feita por Jean Renó, presidente da companhia, à Folha de São Paulo.

²³ Todas as informações sobre a estrutura atual de participação no capital social da Petrobrás S.A. contidas neste artigo foram obtidas no site <https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/composicao-acionaria/>, consultado em 30 de novembro de 2022, que divulga dados oficiais da companhia, além dos quadros resumidos de suas informações contábeis, informes de fatos relevantes expedidos pela companhia e registrados junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e demais documentos da companhia, tais como o Estatuto atualmente em vigor, o Prospecto Final do Programa de Emissão Global de ações, que lastreou a emissão dos ADRs da companhia atualmente em circulação no mercado norte-americano

²⁴ Dividem-se os programas de ADRs em três níveis, segundo as informações fornecidas ao mercado norte-americano e o grau de adequação da companhia às regras contábeis e às exigências acerca do fornecimento de informações aos investidores daquele mercado. No nível I, os DRs emitidos não tem livre circulação no mercado de bolsa e só poderão ser emitidos sobre ações totalmente subscritas e integralizadas. Já no nível III, as

técnica, aplicável a qualquer companhia aberta, não se adequa completamente às empresas públicas por conflitar em alguma medida com os objetivos legais impostos às empresas públicas e no caso da Petrobrás, com o interesse nacional e com o interesse público nela envolvidos.

3. Composição do capital social, poder de controle e interesses tipificados em lei

A organização das empresas públicas²⁵ sob a forma de sociedade anônima é técnica organizacional capaz de manter o controle da companhia sob a titularidade do Estado e de, ao mesmo tempo, facilitar a captação de recursos para o desenvolvimento da atividade fim a que se destina a companhia. Por ser subordinada a determinados fins sociais, qualificados pela dicção da norma jurídica ditada pelo sócio controlador e à qual ele se subordina é que as empresas estatais não podem ser dirigidas da mesma forma que empresas privadas. Nelas, a distribuição de dividendos é ato de caráter subsidiário na ordem das prioridades da companhia e os interesses dos acionistas minoritários importam na tomada de decisão exclusivamente por representarem os interesses de possíveis futuros investidores se e quando ocorrer o a colocação de novos valores mobiliários em mercado aberto, o que ocorre pela capacidade que este grupo tem de fazer oscilar o preço de mercado dos papéis da empresa.

Tanto maior será a capacidade de influência dos sócios não-controladores quanto maior será o percentual de capital social detido por eles.

Segundo dados de outubro de 2022, o capital social da Petrobrás é formado por 13.044.201.261 ações, das quais 7.442.454.142 ações são ações ordinárias com direito a voto nas Assembleias Gerais da companhia; outras 6.602.042.788 ações emitidas são ações preferenciais²⁶, que conferem aos seus proprietários/titulares vantagens sobre o recebimento dos dividendos. Destas quantias, 41,70% das ações ordinárias e 52,44% das ações preferenciais são atualmente de propriedade de “investidores não brasileiros”, ou seja, de investidores estrangeiros que recebem os dividendos e juros sobre capital próprio distribuídos pela companhia.

ações emitidas e depositadas antes de sua subscrição e integralização. Com isso, o exercício dos direitos políticos sobre as ações depositadas ocorre pela coleta da manifestação de vontade do investidor estrangeiro, que constitui o representante da instituição depositária como seu procurador para manifestar a vontade do bloco de “adearistas” durante os conclaves da companhia.

²⁵ Segundo Oscar Barreto Filho, 1977, p. 398: “A empresa pública, em síntese, se conceitua como um a organização da atividade (em princípio, econômica) do Estado, e diante a gestão de capitais públicos sob forma e regime de direito privado. Partindo dessa conceituação, analisemos o assunto em face do direito positivo.”

²⁶ Vide <https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/composicao-acionaria/>, consultado em 30 de novembro de 2022.

As expectativas projetadas de distribuição futura de dividendos são divulgadas pela própria companhia em seus planos estratégicos quadrienais. Trata-se de informação relevante para o mercado por ser capaz de influenciar a busca por suas ações no mercado secundário e a liquidez destes ativos (interesse negocial, em volume de negociações, e valorização dos papéis emitidos) nas operações de compra e venda dos investidores.

Em outubro de 2022, a União detinha 3.740.470.811 ações ordinárias da companhia, equivalente a 50,26% das ações ordinárias emitidas²⁷. Com este bloco de ações, a União exerce o poder de controle sobre a companhia ao decidir pautas que podem incluir p.e., a incorporação, dissolução, transformação, cisão ou fusão da companhia; a participação em outras sociedades e a alienação do controle do capital social das sociedades subsidiárias integrais²⁸ além de temas relacionados a investimento e desinvestimento por aquisição ou alienação de ativos que integram o patrimônio da companhia e também – e mais importante – como será a distribuição de lucros.

A propriedade das ações que constituem o bloco de controle da Petrobrás não pode ser alienada pela União. O controle estatal sobre a companhia foi fixado no artigo 62 da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, que assegura à União a manutenção do controle acionário da Petrobrás com a propriedade e posse de, no mínimo, cinquenta por cento das ações mais uma ação do capital votante.

Como pessoa jurídica de direito público, a União só pode exercer os poderes de acionista controlador em função e com a finalidade de atender aos interesses públicos por ela, União, tutelados, associados aos interesses tipificados na lei que autoriza a criação e manutenção da Petrobrás S.A. Esta é a limitação legal, objetiva, da ação da União como agente econômico, apesar da redação obscura do artigo 4º, §1º da Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016 (“Lei das Estatais”), que dispõe sobre o exercício do poder de controle pelo acionista controlador nas sociedades de economia mista submetendo-o ao regime insculpido na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, artigos 116, 116-A e 117 e limitando-o pelo respeito a dois interesses distintos: o da companhia e o do interesse público que lhe deu origem:

A pessoa jurídica que controla a sociedade de economia mista tem os deveres e as responsabilidades do acionista controlador, estabelecidos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, *deverá exercer o poder de controle no interesse da companhia, respeitado o interesse público que justificou sua criação.*”

²⁷ <https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/composicao-acionaria/>, consultado em 30 de novembro de 2022.

²⁸ Artigo 40 do Estatuto da Petróleo Brasileiro S.A., disponível em: <http://transparencia.petrobras.com.br/sites/default/files/Estatuto-Social-AGOE-27-Abril-2017-Portugues.pdf>, consultado em 02.12.2022

A redação inverte a ordem de prioridades entre os interesses que limitam o exercício do poder de controle. Primeiro, submete o acionista controlador ao crivo dos interesses da companhia. São interesses da companhia a manutenção de sua atividade, o exercício do objeto social e a realização de lucro para distribuição de dividendos. Secundariamente, impõe o respeito ao interesse público que criou a companhia. Ocorre que este segundo ítem é, via de regra, um elemento de ordem pública, que se sobrepõe aos interesses da companhia e mesmo dos acionistas minoritários.

Retomando a redação do artigo, a Lei das S.A. estabelece o regime jurídico do exercício do poder de controle no Capítulo X, Seção IV da Lei nº 6.404/76, cujo artigo de abertura é muito claro: para além do controle objetivo da companhia pela titularidade jurídica de 50% mais uma ação do capital social com direito a voto, o acionista controlador é aquele que usa *“efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”* e que deve *“usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”*

A redação da Lei 6.404/76, art. 166, parágrafo único, originária do texto de 1976, já era suficientemente clara: o acionista controlador usa seus poderes com vistas a realizar o objeto da companhia, cumprir sua função social e atender aos direitos e interesses dos acionistas “investidores” (grupo de minoritários, ou seja, *para os demais acionistas*), funcionários e comunidade que de alguma forma recebe o impacto da atividade econômica exercida pela companhia. Sua aplicação subsidiária às empresas públicas já confere proteção suficiente aos grupos que atendem à norma das sociedades anônimas.

O diploma de 1976 também teve o cuidado de incluir em sua redação um dispositivo específico sobre o poder de controle nas sociedades de economia mista: o artigo 238 *“A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.”* Nesta redação, o interesse público surge como critério que excepciona os artigos 116 e 117, sobrepondo-se aos interesses da companhia, dos acionistas minoritários e da comunidade que suporta o exercício da atividade, exatamente o contrário do que o art. 4º da Lei das Estatais traz como conteúdo semântico.

Ao contrapor à redação da Lei nº 6.404/76 a redação da Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016, que tornou prioritário o interesse da companhia em face do atingimento da finalidade legal que autorizou a criação da companhia e da própria realização do interesse público a que ela atende, a Lei das Estatais parece sobrepor os interesses de natureza privada à realização do interesse público e do interesse nacional a que se destina a companhia, o que não é compatível, no caso da Petrobrás, com a própria realização dos objetivos da Lei nº 9.478/97.

Ainda sobre a Lei 13.303/2016, os incisos **V e VI do artigo 8º** completam a estrutura da nova norma. Embora topograficamente alocados no conjunto de dispositivos atinentes à transparência, estes incisos subordinam a distribuição de dividendo ao interesse público associado à finalidade legal estipulada na lei que autorizou a criação da estatal. Esta vinculação, de natureza pecuniária, demonstra mais uma vez, e apesar do teor do artigo 4º da mesma lei, que o exercício dos direitos dos acionistas, tais como o direito ao recebimento dos dividendos, está condicionado ao interesse público legalmente posto. Assim, a distribuição de dividendos não poderá atrapalhar o exercício das atividades das estatais e de sua expansão nem ser resultado de desinvestimento.

Se nas companhias privadas sem participação estatal o objetivo da companhia é realizar seu objeto social e distribuir lucros para seus acionistas, no caso das estatais, tanto o exercício do poder de controle (nos termos do art. 238 da Lei n 6.404/76 cumulado com o art. 4º, *caput*, trecho final, da Lei das Estatais) quanto a política de distribuição de dividendos (art. 8º da Lei das Estatais) são submetidos ao interesse público.

Cabe então questionar se a atual distribuição de lucros e respectiva remessa para o exterior, realizada ano a ano pela Petrobrás e que agracia com seus dividendos o percentual de investidores estrangeiros já expresso no tópico deste estudo sobre a estrutura de titularidade do capital social, adequa-se ao inciso V do artigo 8º da Lei das Estatais: “Art. 8º. As empresas públicas e as sociedades de economia mista deverão observar, no mínimo, os seguintes **requisitos de transparência (...)** V- **elaboração de política de distribuição de dividendos, à luz do interesse público que justificou a criação da empresa pública ou da sociedade de economia mista;**”

Apesar da má técnica legislativa, o artigo 8º, inciso V a Lei 13.303/2016 fixa com “requisito de transparência”, aquilo que na verdade seriam “diretrizes” e seu respectivo cumprimento com a adequada apresentação de contas ao público, vinculado “(...) *ao atendimento ao interesse coletivo ou ao imperativo de segurança nacional que justificou a*

autorização para suas respectivas criações, com definição clara dos recursos a serem empregados para esse fim, (...)”. Mais uma vez, a redação da Lei das Estatais merece exegese.

Interesses coletivos são aqueles interesses de um grupo de pessoas ligadas entre si por um liame jurídico. Tais interesses ultrapassam o interesse individual, mas não se equiparam ao interesse público pois, embora tutelados pelo Estado e por vezes objeto de sua obrigação prestacional, enquanto interesse público, na redação da Lei das Estatais, configura o interesse pecuniário do Estado e como execução de políticas públicas, como se lê no §1º do artigo 8º: “§ 1º **O interesse público da empresa pública e da sociedade de economia mista, respeitadas as razões que motivaram a autorização legislativa, manifesta-se por meio do alinhamento entre seus objetivos e aqueles de políticas públicas, na forma explicitada na carta anual a que se refere o inciso I do caput.**” Tais políticas públicas, em verdade, são normas programáticas que instrumentalizam o Estado com os instrumentos, inclusive previsões orçamentárias, necessários ao pleno desenvolvimento dos objetivos da ordem jurídica, dentro de um ordenamento encimado por uma constituição programática.

O interesse público que autoriza a existência da Petrobrás está contido na Lei nº 9.478/1997, que revogou a Lei nº 2.004/1953. A Petrobrás está inserida na Política Energética Nacional (PEN), em cujo art. 1º, esta contam objetivos como *preservar o interesse nacional* (art. 1º, inc. I), ou seja, o interesse da coletividade de brasileiros, tutelado e expresso, em termos de ordem econômica, pela garantia e preservação do funcionamento das atividades econômicas no território nacional, com o respectivo fornecimento adequado de derivados do petróleo no mercado interno, texto positivado no inciso V do mesmo artigo, em que é objetivo da PEN “**garantir o fornecimento de derivados de petróleo em todo o território nacional, nos termos do § 2º do art. 177 da Constituição Federal;**”. Trata-se de garantia de abastecimento de insumo necessário ao funcionamento da atividade econômica, assentada sobre o interesse nacional, tutelado pelo Estado brasileiro e configurado na manutenção da atividade econômica, que se conjuga com a proteção do consumidor contra as oscilações do preço, qualidade e oferta de derivados de petróleo, gás e xisto, objetivo definido no inciso III do mesmo artigo.

Assim, o interesse nacional legalmente estabelecido na PEN, à qual está subordinada a Petrobrás, atende diretamente à organização e manutenção do regular funcionamento da atividade econômica em território nacional, pelo abastecimento regular, suficiente e adequado; pela formação do preço de modo a cobrir o custo de produção mas sem qualquer

compromisso de atingir níveis de distribuição de dividendos semelhantes aos de uma companhia privada e vinculado à capacidade aquisitiva dos consumidores (em sentido amplo) no mercado interno. Estes são os interesses públicos que orientam e se sobrepõem aos interesses privados e aos interesses da companhia no exercício do poder de controle pela União na tomada de decisões da Petrobrás.

Observadas as decisões do Conselho de Administração e da Diretoria da Petrobrás na última década, aparentemente a Petrobrás não atendeu às diretrizes da PEN, como demonstra a controvérsia em torno do preço dos combustíveis – a chamada Política de Paridade com o mercado Internacional - PPI²⁹. A decisão sobre a política de preço dos combustíveis influencia a apuração do lucro e a distribuição de dividendos da companhia e, com isso, altera a disposição do investidor estrangeiro que aplica recursos no Brasil e daquele que adquire recibos de ações da Petrobrás no exterior, pressionando o preço destes papéis (ações e ADRs) para cima ou para baixo ao sabor da expectativa dos investidores estrangeiros.

4. ADRs, distribuição de lucros e os objetivos da PEN

Para compreender a dimensão que o programa de ADRs adquiriu na formação do capital social da companhia, é preciso descrever em breves passadas sua criação.

A mudança paulatina da estrutura de controle do capital social, rumo à internacionalização da propriedade de parte de suas ações, por duas vias: a venda de ações a investidor estrangeiro direto dentro do território nacional e a emissão de certificados de depósito em mercados estrangeiros. Para a execução desta segunda parte do processo de internacionalização, a companhia se submeteu a adaptações de toda ordem para adequar-se às exigências da SEC impostas às companhias em mercado aberto naquele território, tais como a exposição de informações estratégicas de seus planos de negócios e de sua atividade na elaboração de novos prospectos e a própria crítica à legislação ambiental nacional contida nestes documentos³⁰.

²⁹ Verifique-se, por exemplo, a recente controvérsia em torno da interferência do Estado na política de preços dos combustíveis, que cindiu opiniões entre quem defende a manutenção da política de paridade de preços com o mercado internacional e quem, por outro lado, entende que a formação do preço dos combustíveis no mercado nacional também deve observar as causas jurídica e econômica expostas no início deste texto. A própria companhia divulgou sua política de paridade de preços com o mercado internacional em seu site, conforme texto divulgado em 14.10.2016 intitulado “*Adotamos nova política de preços de diesel e gasolina.*”. Disponível em <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/adotamos-nova-politica-de-precos-de-diesel-e-gasolina.htm> . Acesso em 27.02.2016.

³⁰ PETRÓLEO BRASILEIRO S.A., 2010, p. 57.

Atualmente, 20,37% do capital social total da companhia está vinculado aos ADRs emitidos pelo programa de emissão vigente. São ações ordinárias e preferenciais que permanecem custodiadas em um banco no Brasil e depositadas em uma instituição financeira nos EUA, que emite os ADRs naquele território (e em pequeníssima medida, na Europa, México e Argentina, daí falar-se em um programa global de emissão de recibos de depósito de ações).

Em outubro de 2022, 2.110.269.362 ações ordinárias, equivalentes a 28,26% do capital votante da companhia, estão depositadas como garantia para emissão de ADRs, certificados de depósito de ações da Petrobrás colocados à disposição dos investidores estrangeiros principalmente na NYSE³¹.

Por outro lado, a **presença do capital estrangeiro na companhia** também ocorre **pela** aquisição de ações no mercado aberto brasileiro por investidores estrangeiros que aportam seus recursos no mercado de capitais. Em outubro de 2022, 13,32% das ações ordinárias e 41,37% das ações preferenciais em circulação no mercado secundário brasileiro eram de propriedade de investidores estrangeiros, totalizando o controle por investidores estrangeiros de 25,37% do total de ações da Petrobrás negociadas em território nacional. Em suma: 41,68% do capital social total da companhia está submetido ao interesse internacional.

Apesar de ser a União a controladora da companhia, o bloco de capital estrangeiro exerce pressão sobre as decisões do Conselho de Administração da companhia por sua capacidade de fazer oscilar os movimentos de compra e venda de ações no mercado interno e no mercado externo pois qualquer anúncio de alteração nas políticas de preço ou de distribuição de dividendos com vistas a promover o interesse público que originou a companhia pode desagradar os titulares de 41,68% do capital social da Petrobrás S.A.

Não existe caminho conciliatório entre os interesses do bloco de investidores estrangeiros e os interesses nacionais, públicos e da coletividade protegidos seja pela legislação aplicável às empresas públicas em geral, seja pela própria PEN, já elencados em tópico anterior³².

³¹ Este artigo não tratará dos recibos de depósito de ações que circulam em outras praças estrangeiras, por seu pequeno volume numérico e baixíssimo volume de negociações, a exemplo da LATIBEX (bolsa de valores sediada em Madrid); Bolsas de Valores de Frankfurt e *Tradegate* (ambas bolsas alemãs); Bolsa de Valores do México e Merval, na Argentina.

³² O interesse do investidor estrangeiro, amparado na legislação dos EUA, deu origem a um conjunto de *class actions* encerradas com o acordo firmado nos EUA, em que a Petrobras se comprometeu a pagar US\$ 2,95 bilhões em duas parcelas de US\$ 983 milhões e uma última parcela de US\$ 984 milhões para encerrar todas as ações em tramitação e vedar a propositura de novas ações naquele juízo que tinham ou tenham como objeto pedido indenizatório em função dos atos investigados pela operação Lava Jato, conforme informação divulgada

A tramitação deste tipo de ação em jurisdição estrangeira só ocorreu por ser ela competente para dirimir as questões entre companhias detentoras de programas de emissão de ADRs e investidores titulares destes papéis, o que, em si, contradiz o interesse nacional e coloca em situação privilegiada os acionistas estrangeiros, que são em verdade investidores institucionais com capacidade de atuar em bloco e detentores de grande quantidade de valores mobiliários e *securities* emitidos pela companhia. A mera ordem de venda de um grande bloco de papéis da companhia já faz oscilar a cotação destes títulos no mercado secundário, sinalizando para Conselheiros e Diretores que determinada decisão não agrada ao acionista investidor, reduzindo assim as expectativas de tomada futura de recursos, pela companhia, em mercado aberto.

A questão do interesse nacional já seria motivo suficiente para impulsionar a revisão do programa de ADRs da Petrobrás, sem que se esqueça de que também é preciso rever a estrutura de participação do investimento estrangeiro direito sobre o capital social votante desta sociedade anônima.

5. Remessa de dividendos como exportação de recursos

Conhecida a atual organização do capital social segundo a nacionalidade do investimento, é preciso entender então como os investidores estrangeiros recebem os dividendos em seu favor distribuídos e quais são as possibilidades de recebimento de lucro disponíveis a eles.

Para os titulares de ADRs, apurado o lucro e aprovada a distribuição de dividendos, o custodiante das ações sobre as quais emitiram-se os recibos de depósito recebe tais dividendos, apurados em reais, converte-os em moeda local e remete à instituição depositária emissora dos certificados de depósito nos EUA, que deposita os valores em favor dos proprietários de tais *securities*. Atende às instituições financeiras a previsão de cobrança de taxas por esta prestação de serviço.

Se 20,37% do capital social total da companhia está, hoje, vinculado a ADRs, os dividendos referentes a todo este capital social são atribuídos a investidores estrangeiros. A questão que se coloca, quando o assunto é pagamento de dividendos fixados em patamares cada vez mais altos, é: qual é o montante de recursos exportado?

pela própria companhia 03 de janeiro de 2018. Informações colhidas em <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/assinamos-acordo-para-encerrar-class-action-nos-eua.htm>, consultado em 02 de dezembro de 2022.

Para elucidar esta situação, basta fazer um cálculo rápido. Considere-se o quadro demonstrativo de distribuição de dividendos e JCP³³ sobre ações preferenciais da Petrobrás para o ano de 2022.

Considerando que 546.613.292 ações preferenciais da Petrobrás estejam depositadas na autoridade depositária responsável pela emissão de ADRs, o valor total de pagamentos remetidos aos investidores estrangeiros que adquiriram estes papéis, computadas apenas a 1ª e a 2ª parcelas de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio durante o ano fiscal de 2022, foi de R\$ 6.187.058.622, 00 (seis bilhões, cento e oitenta e sete milhões, cinquenta e oito mil e seiscentos e vinte e dois reais).

Ano fiscal de referência	Parcela	Data do pagamento	Valor bruto declarado	Valor líquido pago*	Tipo	Valor total (máximo) aos proprietários de ADR emitidos sobre as ações preferenciais custodiadas
2022	2ª parcela	20/09/2022	R\$ 3,366001	R\$ 3,366001	Dividendo	R\$ 1.839.900.887,48
		31/08/2022	R\$ 0,427141	R\$ 0,363070	JCP	R\$ 198.458.805,93
		31/08/2022	R\$ 2,938861	R\$ 2,938861	Dividendo	R\$ 1.606.420.485,94
	1ª parcela	20/07/2022	R\$ 1,857745	R\$ 1,857745	Dividendo	R\$ 1.015.468.110,14
		20/06/2022	R\$ 0,430177	R\$ 0,365650	JCP	R\$ 199.869.396,19
		20/06/2022	R\$ 1,427568	R\$ 1,427568	Dividendo	R\$ 780.327.644,03
Total de pagamentos						R\$ 6.187.058.622,00

Tabela obtida no site <https://www.investidorpetrobras.com.br/acoes-dividendos-e-dividas/dividendos-e-jcp/>, adaptada.

Quanto às ações ordinárias, tem-se que as 2.110.269.362 ações desta classe que lastrearam a emissão de ADRs nível III geraram, durante os três primeiros trimestres de 2022, pagamento no importe de R\$ 21.775.648.601,27 (vinte e um bilhões, setecentos e setenta e cinco milhões, seiscentos e quarenta e oito mil, seiscentos e um reais e vinte e sete centavos) considerando juros sobre capital próprio e dividendos, conforme tabela:

³³ Os juros sobre capital próprio (JCP) são juros pagos aos acionistas como remuneração por operações feitas com capital da empresa ou dos próprios acionistas. Segundo a definição dada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis na Interpretação Técnica ICPC 08, o JCP surge expressamente na legislação brasileira na Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, como uma forma de remuneração do capital próprio, pagos ou creditados aos sócios ou acionistas e limitados à variação da Taxa de Juros de Longo Prazo (art. 9º da lei). Trata-se de forma de remuneração aplicável após a distribuição dos lucros realizados e que recebeu definição jurídica na legislação brasileira no bojo da legislação tributária, recebendo tratamento contábil (no balanço das companhias) semelhante ao dos lucros e dividendos. CVM. Interpretação Técnica ICPC 08. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/ICPC_08_R1.pdf. Acesso em 02/01/2024.

Ação Ordinária Nominativa (ON - PETR3)						
Ano fiscal de referência	Parcela	Data do pagamento	Valor bruto declarado	Valor líquido pago*	Tipo	Valor total (máximo) aos proprietários de ADR emitidos sobre as ações preferenciais custodiadas
2022	2a parcela	20/09/2022	R\$ 3,366001	R\$ 3,366001	Dividendo	R\$ 7.103.168.782,76
		31/08/2022	R\$ 0,427141	R\$ 0,363070	JCP	R\$ 766.175.180,72
		31/08/2022	R\$ 2,938861	R\$ 2,938861	Dividendo	R\$ 6.201.788.327,47
	1ª parcela	20/07/2022	R\$ 1,857745	R\$ 1,857745	Dividendo	R\$ 3.920.342.355,90
		20/06/2022	R\$ 0,430177	R\$ 0,365650	JCP	R\$ 771.620.941,83
		20/06/2022	R\$ 1,427568	R\$ 1,427568	Dividendo	R\$ 3.012.553.012,57
Total de pagamentos						R\$ 21.775.648.601,27

Tabela obtida no site <https://www.investidorpetrobras.com.br/acoes-dividendos-e-dividas/dividendos-e-jcp/>, adaptada.

Estes recursos, gerados pela exploração de bens da União, não estão vinculados a qualquer obrigatoriedade de retorno em favor desta economia nacional, seja sob a forma de reinvestimento, seja sob a forma de consumo no mercado interno. Verifica-se que a distribuição de dividendos em favor dos proprietários de ADRs se dá nas mesmas condições que a distribuição feita em favor dos acionistas adquirentes de papéis negociados no Brasil.

Neste sentido, não há, à primeira vista, realização de lucro pela arbitragem cambial tal como ocorre no caso do investidor estrangeiro que aporta recursos no mercado de capitais brasileiro, recebe os dividendos em reais e espera o momento de maior valorização cambial do real frente às moedas internacionais para ordenar a remessa dos recursos para o exterior, problema que mereceria exploração vagarosa e acompanhada da análise dos dados sobre distribuição de dividendo sobre investimento estrangeiro direto e oscilação das taxas de câmbio.

Os movimentos dos interesses dos investidores, em especial dos investidores institucionais, oscilam segundo fatores macroeconômicos distintos em diferentes mercados, mesmo com a crescente integração das relações comerciais e com a internacionalização do capital social. No caso da companhia em estudo, a grande quantidade de papéis emitidos em circulação, associada à alta lucratividade da companhia em suas sucessivas distribuições de dividendos aguça o interesse do investidor, que enxerga em tais papéis um ativo de alta

liquidez com alta rentabilidade, capaz de proporcionar lucro pela distribuição de dividendos consideráveis, como se demonstrou neste tópico e pela própria estratégia de negociação pareada de ADRs e ações PETR3 e PETR4.

6. Estratégia de negociação com ativos semelhantes em mercados distintos

Por fim, resta ainda tecer alguns comentários sobre uma forma esporádica de realização de lucro sobre companhias que tenha seus papéis listados em dois ou mais mercados nacionais e, conseqüentemente, em duas ou mais moedas distintas: o lucro cambial pela liquidação de posições acionárias negociadas em moedas distintas.

A realização de lucro pela diferença de cotação é inerente ao jogo de bolsa. A troca entre posições compradas e vendidas é parte das negociações diárias e, quando computadas, demonstram as tendências de comportamento dos investidores de modo geral. Tais tendências conformam expectativas gerais acerca da lucratividade e do sucesso das companhias na realização de seus objetos sociais.

No caso de companhias listadas em dois ou mais mercados, o investidor tem a seu dispor uma outra estratégia, baseada na oscilação de preço entre estes mercados, que pode ser denominada como negociações em “*pairs trading*”³⁴ ou como “*arbitragem*”³⁵, em que um mesmo investidor, atuando nos dois mercados, pode obter lucro por meio da diferença de preços entre ativos correlacionados negociados em dois ou mais mercados ou praças.

É dizer: detendo ativos análogos em locais distintos e submetidos a cotações distintas, é possível auferir lucro pela troca de posições compradas e vendidas destes ativos entre os dois mercados, deles extraindo então vantagem seja pela oscilação local do preço do ativo em

³⁴ Maria Julia Loterio de Souza Gamboa (2021) comparou as cotações das ações da Petrobrás no Brasil e suas ADRs negociadas nos EUA entre janeiro de 2014 e julho de 2021, demonstrando como os preços destes títulos oscilam de modo relativamente semelhante, o que os tornam ativos interessantes para a negociação pareada com aferição de lucro a partir da negociação de grandes blocos de ativos, por investidores institucionais que atuem nos dois mercados. Em adição, Fernanda Akemi Sakamoto (2011) analisou 79,3% do volume de negociações envolvendo estes ativos entre novembro de 2005 a outubro de 2010 e também demonstrou a existência de oportunidades de realização de lucro pela mesma estratégia. Confirmam ainda a possibilidade de realização de lucro pela estratégia de compra e venda pareada de ADRs e suas respectivas ações listadas no Brasil o estudo empírico de Ivonaldo Brandini Gusmão e Paulo Mello Garcias (2008, p. 24-22) com base em dados colhidos entre dezembro de 1994 a dezembro de 2006.

³⁵ Segundo Maryse Farhi (1999, p. 107) “As operações de arbitragem são compostas de duas pontas opostas seja no mesmo ativo com temporalidade diferente (*cash and carry*), seja em praças diferentes, envolvendo derivativos diferentes, seja ainda em ativos diversos, mas com um determinado grau de correlação nos movimentos de seus preços. Elas visam tirar proveito de distorções nas relações dos preços. Se uma das pontas é liquidada e a outra mantida em aberto, a operação passa a ser especulativa.”

Tal definição enfatiza o elemento jurídico das operações de arbitragem entre ações e ADRs decorrente do aproveitamento da diferença de preços entre praças.

função de fatores inerentes a uma das praças de cotação (mudanças políticas, oscilações de liquidez que interferem na procura pelo ativo etc.), ou por fatores que alteram a cotação dos ativos nos dois mercados (p.e. notícia de fato relevante, alteração de diretores da companhia, mudanças de governo, guerras, etc.).

A essa oscilação nas cotações, deve-se acrescentar uma segunda oscilação: a das moedas em que se dá a cotação. Oscilações consideráveis e inesperadas na taxa cambial de conversão entre real e dólar podem ser lucrativas para investidores institucionais que detenham posições consideráveis de ações e ADRs de uma mesma companhia nos dois países.

Qualquer fato relevante (ex.: mudança de diretoria, mudança na expectativa de distribuição de dividendos, etc.) pode alterar a relação entre oferta e demanda pelas ações no plano interno e pelos ADRs no plano externo. Nem sempre este movimento é simultâneo, o que resulta em despareamento entre as cotações; a diferença entre cotações no Brasil (ações) e nos EUA (ADRs) enseja a troca de posições comprada e vendidas entre os dois mercados, realizando-se lucro. A ciência econômica observa o fenômeno a partir de elementos como a integração entre os mercados, eficiência na performance dos ativos etc. Para o Direito Econômico a existência do fenômeno interessa enquanto forma de negócio jurídico que enseja efeitos financeiros, tais como a extração de renda social, a formação de posições de liquidez e remessa de divisas para investidores que concentram grande número de papéis nos dois mercados. Interessa também por descortinar as estratégias de atuação de investidores institucionais capazes de influenciarem a formação dos preços graças às suas análises de conjuntura e comportamento em mercado.

No caso da Petrobrás, o tema da negociação em pares permite questionar se deve uma companhia controlada pela União e que tem como finalidades estipuladas em lei fornecer insumos/combustíveis ao mercado nacional submeter a cotação de seus ativos em mercado secundário às oscilações de mercados estrangeiros, expondo assim seu preço de mercado às intercorrências da moeda e de um governo estrangeiro e em certa medida submetendo-se às pressões vindas dos investidores que atuam naquele mercado. A segunda questão que se coloca é se deve esta mesma companhia permanecer na condição de ativo listado sob duas moedas e submetido à pura realização de lucro cambial pelos investidores que tenha posições formadas nos dois países nos momentos de crise cambial.

Estas questões não fazem parte de uma macroeconomia inatingível dos grandes movimentos do capital: são resultado das oscilações de frações de segundo entre os dois

mercados, capturadas pelos sistemas de monitoramento de cotações nos mercados financeiros e que indicam ordens de compra e venda cumpridas em frações de segundo a partir do descasamento das cotações de diferentes ativos, neles inclusa a moeda de cotação.

Essas operações são lícitas e fazem parte da organização dos mercados, mas os efeitos desta estratégia não parecem adequados a sociedade de economia mista controlada por um Estado soberano que, ao ingressar em um programa de ADR Nível III, submete parte de seu capital social aos interesses de investidores internacionais e à jurisdição do local de emissão dos ADRs, ensejando, entre outros problemas, a realização de sobrelucro de natureza cambial por vezes contrário à sua própria balança de pagamentos.

O atual programa de ADRs da Petrobrás resulta em (i) distribuição de grande quantia de dividendos para o exterior, sem qualquer cláusula de permanência obrigatória ou de reinvestimento deste montante em território nacional; (ii) submissão do preço de mercado da companhia às oscilações de comportamento de investidores nos dois mercados; (iii) operações de compra e venda pareadas que permitem aferir lucro tanto sobre o descasamento da cotação dos ativos quando sobre a oscilação da taxa cambial entre os mercados em que estão tais ativos. Nenhum destes efeitos atente aos interesses públicos fundamental a causa jurídica para a existência da companhia ou a causa econômica assentada sobre o interesse nacional que embasa a existência da Petrobrás S.A.

Considerações finais

Este artigo partiu da descrição das causas econômica e jurídica que ensejaram a criação da Petrobrás em contrapartida às internacionalização parcial da companhia pela adesão a programas de emissão de ADRs para descrever alguns de seus efeitos concretos, aferidos especialmente pela análise dos dados públicos que quantificam a distribuição de lucros e dividendos e demonstrou como a internacionalização desta companhia resultou em (i) grandes volumes de remessa de lucros e dividendos para território estrangeiro; (ii) possibilidade jurídica de interferência na realização das funções atribuídas à companhia que conflitem ou que, ao menos, não se alinhem à maximização da distribuição de lucros e dividendos e (iii) ampliação das formas de especulação sobre os papéis emitidos pela companhia, tendo como exemplo a arbitragem de preço sobre valores mobiliários listados no Brasil e ADRs representativos destes valores mobiliários listados no exterior.

A partir destas considerações, é possível afirmar que a manutenção do Programa de ADR Nível III sobre as ações da Petrobras não atende à realização dos objetivos do Estado Brasileiro, principal acionista desta sociedade de economia mista organizada sob a forma de sociedade anônima e que exerce funções econômicas essenciais na realização dos objetivos impostos ao Estado, em especial em sua política energética.

O encerramento do Programa de ADRs e a equivalente aquisição das ações que lastreiam os recibos, se feito pela União, impediria, por exemplo, a arbitragem sobre a correlação de preços entre as cotações das ações no Brasil e os recibos de depósitos de ações emitidos nos EUA. Eliminaría ainda a submissão da companhia à jurisdição estrangeira nos casos de lide entre o acionista controlador – a União – e eventuais acionistas estrangeiros, aos quais restaria apenas a aquisição de ações dentro do mercado brasileiro pelo aporte de capital estrangeiro no Brasil, assunto a ser examinado com vagar em outra oportunidade e que pode ser regulamentado a fim de orientá-lo rumo à execução dos interesses públicos do acionista controlador.

A aquisição das ações que lastreiam tais recibos pela União também reduziria a pressão dos investidores rentistas sobre a política de distribuição de lucros, o que atenderia inclusive a redação da Lei 13.303/2016, atribuindo tais recursos ao exercício pleno cumprimento das finalidades da empresa, tais como: desenvolver tecnologia, promover a expansão de pesquisa, fornecer insumo à atividade econômica (combustíveis) e promover o emprego de mão-de-obra pela expansão de suas atividades e mesmo exportar petróleo cru ou refinado nos momentos de produção excedente em que o preço de seus produtos esteja em alta no mercado internacional.

Mais do que uma operação de natureza financeira, o encerramento deste programa recolocaria a Petrobrás na condição de sociedade de economia mista que tem como causa jurídica de sua existência o cumprimento dos objetivos da ordem econômica, dispostos no sistema de ordem brasileiro em todos os seus dispositivos aplicáveis à organização do fornecimento de energia e de combustíveis, à política energética nacional e à retomada, consolidação e expansão da atividade industrial em território nacional.

Referências

ANDERSON, Perry. *Linhagens do Estado absolutista*. Porto: Editora Afrontamento, 1984.

BARRETO FILHO, O. Formas jurídicas da empresa pública. *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, [S. l.], v. 72, n. 1, 1977, p. 398-409. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66805> . Acesso em: 05.12.2022.

BERCOVICI, Gilberto. *Direito Econômico do Petróleo e dos Recursos Minerais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 117-165.

BERCOVICI, Gilberto. A constituição econômica. In.: *Constituição e Desenvolvimento*. 2ª ed. São Paulo: Almedina, 2022, p. 45-81.

BRUNI, Adriano Leal. *Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001*. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

BRÖKER BONE, Rosemarie. Acciones Ordinarias y preferenciales de la Petrobras Holding: 1994-2002. *Revista Eletrônica de Administração*, [S. l.], v. 10, n. 5, Set/Out 2004. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/read/article/view/41669> . Acesso em: 27.02.2023.

CAHEN, Fernanda Ribeiro. Internationalization of state-owned enterprises through foreign direct investment. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 55, 2015, p. 645-659.

DE BORTOLI FILHO, José Inácio; JÚNIOR, Tabajara Pimenta. Dupla listagem internacional: a emissão de ADRs de empresas brasileiras e seus impactos no comportamento das ações. *Revista de Administração-RAUSP*, v. 40, n. 2, Abr/Mai/Jun 2005, p. 184-192.

DE CHIARA, José Tadeu. *Moeda e Ordem Jurídica*. Tese de Doutorado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986.

LAMEIRA, Valdir Jesus. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração-RAUSP*, São Paulo, v. 42, n. 1, Jan-Fev-Mar 2007, p. 64-73.

DUARTE, Luciano; NABARRO, Wagner. Financial circles and oil circuit: financial instruments for investment in Petrobrás activities and suppliers. São Paulo: *Revista GEOUSP*, v. 25, n. 3, dez. 2021 p. e-174581. Disponível em <https://www.revistas.usp.br/geousp/article/view/174581>. Acesso em 23.02.2023.

FARHI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*, Campinas, dez. 1999, v. 13, 93-114.

FERREIRA, José Antonio Stark. *Gestão do processo de emissão de American Depositary Receipts-ADR*. Dissertação (mestrado em administração pública) – Escola Brasileira de Administração Pública. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 2001.

FIORI, José Luis. *Estado do Bem-Estar Social: Padrões e Crises*. São Paulo: IEA, 2013. Disponível em www.iea.usp.br/publicacoes/textos/fioribemestarsocial.pdf [s.n]. Acesso em 26/02/2023.

FLORENZANO, Modesto. Sobre as origens e o desenvolvimento do Estado moderno no Ocidente. *Lua Nova: Revista de Cultura e Política*, 2007, p. 11-39.

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, dez. 2001, p. 81-111.

FURTADO, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. 34. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

GAMBOA, Maria Lúcia. *Análise da Relação entre os preços das ações da Petrobrás negociadas no Brasil e suas ADRs*. Trabalho de Conclusão de Curso. Campos dos Goytacazes: Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense, 2021.

GUSMÃO, Ivonaldo Brandini. *Risco de mercado em empresas brasileiras emissoras de American Depositary Receipts: uma análise no período de 1995-2006*. Dissertação de Mestrado. Curitiba, Universidade Federal do Paraná, 2008.

GUSMÃO, Ivonaldo Brandini; GARCÍAS, Paulo Mello. Análise dos custos de transação, das oportunidades de arbitragem e da eficiência de mercado nas empresas brasileiras emissoras de ADR. Trabalho apresentado no 8º Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 24-22 de julho de 2008. Disponível em <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos82008/158.pdf>. Acesso em 26/02/2022.

KERSTENETZKY, Celia Lessa e KERSTENETZKY, Jaques. O Estado (de Bem-Estar Social) como Ator do Desenvolvimento: Uma História das Ideias. *DADOS–Revista de Ciências Sociais*, Rio de Janeiro, vol. 58, n. 3, Jul-Set 2015, p. 581-615.

LONCAN, Tiago Rodrigues; CALDEIRA, João Frois. Foreign portfolio capital flows and stock returns: a study of Brazilian listed firms. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 45, Out-Dez 2015, p. 859-895.

MARCONDES, Renato Leite. Formação da rede regional de abastecimento do Rio de Janeiro: a presença dos negociantes de gado (1801-1811). Rio de Janeiro: *Topoi*, v. 2, Mar 2001, p. 41-71.

MORAIS, Viviane Alves de. *Sociedades anônimas e sociedades por quotas de responsabilidade limitada na República Velha*. Tese de Doutorado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2017.

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. *Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias e ações preferenciais de emissão da Petrobras*. Rio de Janeiro: 2010. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/prospectos/0baf2bb524a4b6e5b6dd2f4e3f982b33959304feab6716d179c8748eacb87ecc/prospecto_definitivo_oferta_publica_petrobras_2010.pdf Acesso e, 20/11/2022.

PRADO JÚNIOR, Caio. *História econômica do Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 2008.

PROCCIANOY, Jairo Laser; KWITKO, Leonardo Costa. Ações de empresas brasileiras e suas ADRs: Uma nota sobre datas *ex-dividend*. Rio de Janeiro: *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, nº 1, Jan-Mar 2007, p. 111-124.

RIBEIRO, Fernanda Cecília Ferreira; BORINI, Felipe Mendes. Desinvestimento nos processos de internacionalização: o caso Petrobras. *Revista Administração em Diálogo-RAD*, São Paulo, v. 12, n. 2, Mai/Jun/Jul/Ago 2010, p. 20-42.

RODRIGUES, Carlos Henrique Lopes; JURGENFELD, Vanessa Follmann. Desnacionalização e financeirização: um estudo sobre as privatizações brasileiras (de Collor ao primeiro governo FHC). *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 28, 2019, p. 393-420.

RODRIGUES, Ivete; VASCONCELLOS, Eduardo; SBRAGIA, Roberto. The internationalization of R&D at Petrobras. In: *Management Of Technology Innovation And Value Creation: Selected Papers from the 16th International Conference on Management of Technology*. Miami Beach, 2008, p. 309-321.

SAKAMOTO, Fernanda Akemi. A diferença de preços entre ADRs e ações de empresas brasileiras como oportunidade de arbitragem. *Finanças Aplicadas*. Publicado em 13 out. 2011, pp. 1-14. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/277982510>. Acesso em 05.12.2022

SANTOS, Chico. Ação da Petrobrás será vendida nos EUA. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 24 out. 1996.

SILVEIRA, Héber Pessoa da. *Dupla listagem e estrutura de capital: uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs*. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

SOUTO, M. J. V. Princípio da descentralização administrativa através da criação de empresas estatais. *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, [S. 1.], v. 87,

1992, p. 185-209. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67174> .
Acesso em: 5 dez. 2022.

SOUZA, Lucy Aparecida. *O mercado de capitais Brasileiro no período de 1987-97*. Campinas. Tese de Doutorado. Instituto de Economia: Unicamp, 1998.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo. *Teoria Geral do Direito Econômico*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1977.

Como citar este artigo:

MORAIS, Viviane Alves de. O programa de ADRs da Petrobrás S.A.: estrutura e exposição do capital social, distribuição de dividendos e jogo bursátil. **Revista Culturas Jurídicas**, Ahead of Print, 2023. Disponível em: <https://periodicos.uff.br/culturasjuridicas/issue/view/2438>.

MORAIS, Viviane Alves de. O programa de ADRs da Petrobrás S.A.: estrutura e exposição do capital social, distribuição de dividendos e jogo bursátil. **Revista Culturas Jurídicas**, Ahead of Print, 2023. Available for access: <https://periodicos.uff.br/culturasjuridicas/issue/view/2438>.

MORAIS, Viviane Alves de. O programa de ADRs da Petrobrás S.A.: estrutura e exposição do capital social, distribuição de dividendos e jogo bursátil. **Revista Culturas Jurídicas**, Ahead of Print, 2023. Disponible en: <https://periodicos.uff.br/culturasjuridicas/issue/view/2438>.