

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PRECEDENTES COMENTADOS

Organizadores

Gustavo Tavares Borba

Rodrigo Tavares Borba

José Gabriel Assis de Almeida

Alexandre Costa Rangel • Alexandre Trejos Vargas • Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto • Bianca Napoli Figueiredo • Carlos Alexandre Lobo • Carlos Augusto Junqueira • Carlos Eduardo Aranha • Carlos Martins Neto • Carolina Estarque da Cunha • Claudio Guerreiro • Daniel Kalansky • Eduardo Figueira de Brito • Eli Lória • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiano Marques Milani • Felipe Hanszmann • Fernanda Pereira Carneiro • Frederico Calmon Nogueira da Gama • Gabriela Codorniz • Gisela Sampaio da Cruz • Gustavo Tavares Borba • Henrique Vergara • Ivo Waisberg • João Laudo de Camargo • João Marcelo Sant'Anna da Costa • Jorge Hilário Gouveia Vieira • José Edwaldo Tavares Borba • José Gabriel Assis de Almeida • Julia Damazio Franco • Julia Hebling • Julian Fonseca Peña Chediak • Julio Ramalho Dubeux • Leandro Ravache • Leonardo Barros C. de Araújo • Luiz Antônio de Sampaio Campos • Marcelo Borja • Márcio Souza Guimarães • Marcos Galileu Lorena Dutra • Marcos Saldanha Proença • Marcus de Freitas Henriques • Maria Isabel do Prado Bocater • Mariana Pinto • Mariana Weguelin Vieira • Marlon Tomazette • Mauricio Moreira Menezes • Maurício Teixeira dos Santos • Norma Jonssen Parente • Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo • Paulo Cezar Aragão • Paulo Penna • Pedro Aurélio de Pessoa Filho • Pedro Wehrs do Vale Fernandes • Rafael Andrade • Rafael de Moura Rangel Ney • Raphael Manhães Martins • Renato Buranello • Ricardo Peres Freoa • Rodrigo Tavares Borba • Rodrigo Jesuino Bittencourt • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Sérgio Campinho • Thaís Vianna Ferro • Thiago Saddi Tannous • Vítor Rozenhal • Viviane Muller Prado • Walfrido Jorge Warde Jr.



24

INSIDER TRADING PRATICADO POR ACIONISTA CONTROLADOR E ADMINISTRADOR DE COMPANHIA ABERTA: CASO EIKE BATISTA (PAS RJ2014/578)¹

CARLOS MARTINS NETO

Doutorando e Mestre em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ. Professor do Programa de Pós-graduação da Fundação Getúlio Vargas – FGV-Rio. Professor convidado do MBA em Finanças do COPPEAD/UFRJ. Advogado no Rio de Janeiro.

Processo Administrativo Sancionador	CVM RJ 2014/0578
Principais Temas Abordados	<ul style="list-style-type: none">• Ilícito de insider trading praticado por Presidente do Conselho de Administração e controlador;• Presunções do art. 13 da ICVM 358;

¹ BARBOSA, Marcelo. Algumas notas sobre insider trading. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto et al. (org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 273-296; MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017; LORIA, Eli. *Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 76, v. 20, 2017, p. 289-314; PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2016; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2015/5813. Relator: Dir. Gustavo Borba. Data de julgamento: 13.07.2018; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2015/13651. Relator: Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Data de julgamento: 19.06.2018; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2013/094. Relator: Dir. Rel. Gustavo Borba. Data de julgamento: 14.12.2017; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador 04/2004. Relator: Dir. Marcelo Fernandez Trindade. Data de julgamento: 28.06.2006.

	<ul style="list-style-type: none"> • Contrato de “Put” cujos detalhes não foram divulgados ao mercado; • Alienação de ações da companhia antes da divulgação de fato relevante com viés negativo; • Publicações otimistas no Twitter; • Manipulação de preços; e • Responsabilidade por ato praticado por meio de pessoa jurídica.
--	---

1. CIRCUNSTÂNCIAS FÁTICAS

1.1 Breve histórico e fatos divulgados ao mercado

A OGX Petróleo e Gás Participações S.A. (“OGX”) foi fundada em 2007, tendo participado, no mesmo ano, da 9ª rodada de licitações da Agência Nacional do Petróleo – ANP, no âmbito da qual adquiriu o bloco BMC-41, localizado na Bacia de Campos.

No ano seguinte (2008), a companhia realizou a abertura de seu capital, captando R\$ 6,7 bilhões em sua oferta pública inicial de ações, cujo prospecto transmitiu mensagem de otimismo em relação às perspectivas da OGX tanto no que diz respeito ao volume de petróleo no bloco adquirido pela companhia quanto ao relativo baixo risco exploratório.

Mais adiante, em 2009, foi constituída a OSX Brasil S.A. (“OSX”), o braço de construção naval do conglomerado controlado por Eike Batista, com o objetivo de atender à demanda por unidades de exploração e produção de petróleo da OGX. Em seu IPO, realizado em 2010, a OSX captou R\$ 2,8 bilhões.

Em razão da relação de interdependência entre a OGX e a OSX, por um lado, um problema relevante nos campos exploratórios da OGX impactaria negativamente na carteira de encomendas da OSX e, por outro, um problema relevante na produção de plataformas pela OSX poderia impactar negativamente na produção de petróleo pela OGX.

Entre novembro de 2009 e julho de 2013 a OGX divulgou uma série de fatos relevantes a respeito do andamento das explorações, inclusive para noticiar descoberta de reservas de hidrocarbonetos por meio das perfurações denominadas “Pipeline”, “Fuji” e “Illimani”, que posteriormente resultaram nos campos de Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia (“Campos”).

Com relação à perfuração Pipeline, entre 12.11.2009 e 15.07.2011 foram realizadas diversas divulgações, por meio das quais inicialmente comunicou-se a detecção de indícios de hidrocarbonetos durante a perfuração do poço e na sequência foram sendo noticiados sucessivos aumentos das estimativas do volume total de óleo recuperável, tendo culminado na notícia da conclusão da perfuração com resultado indicativo da capacidade de produção de 10.000 barris de óleo por dia e identificação de boas condições de reservatório.

Quanto às perfurações Fuji e Illimani, foram divulgados fatos relevantes entre 24.03.2010 e 24.01.2011 a respeito da detecção da existência de hidrocarbonetos na perfuração do poço OGX-8 (Fuji); para noticiar que a perfuração do OGX-8 estava completa, mas seriam necessários novos dados para confirmar se estavam diante de uma mesma acumulação em razão de conectividade entre os poços OGX-3 e OGX-8; e para informar a presença de hidrocarbonetos na perfuração do poço 1-OGX-28-D-RJS (Illimani).

Além disso, em março de 2013 a OGX divulgou fato relevante para informar que havia submetido à ANP a declaração de comercialidade das acumulações Pipeline, Fuji e Illimani, tendo a divisão da acumulação Pipeline resultado nos campos Tubarão Tigre e Tubarão Gato e as acumulações Fuji e Illimani resultado no campo de Tubarão Areia.

Contrariamente a tudo que havia sido divulgado ao mercado anteriormente, em 01.07.2013 a OGX divulgou fato relevante para informar que não dispunha de tecnologia capaz de tornar economicamente viável o desenvolvimento dos Campos, bem como advertiu que as análises previamente realizadas deveriam ser descartadas.

1.2 Fatos ocorridos nos “bastidores”

Entre julho e setembro de 2012 a OGX instituiu um grupo de trabalho (“GT”) formado por profissionais da própria companhia e da consultoria especializada Schlumberger para avaliar a viabilidade do desenvolvimento da produção das acumulações de Pipeline, Fuji e Illimani².

O GT realizou uma apresentação à diretoria executiva da OGX em setembro de 2012, na qual concluiu que o volume *in situ* era equivalente a 676 milhões de barris de óleo equivalentes (boe), enquanto o volume recuperável para as acumulações estaria entre 49,5 e 77,7 milhões de boe (cenário base e cenário otimista, respectivamente) e que em qualquer dos cenários o valor presente líquido (VPL) do projeto seria negativo.

Tal informação não estava de acordo com a última divulgação ao mercado (em maio de 2010), que informava volume entre 1,4 e 2,6 bilhões de barris como o volume recuperável dos Campos.

Além dos esforços do GT, a OGX também contratou outra consultoria especializada (RATE) para validação do projeto de tratamento do gás contaminante H₂S presente nos reservatórios da companhia. A RATE concluiu seu trabalho em fevereiro de 2013, recomendando a avaliação de outras tecnologias a fim de viabilizar o projeto, pois necessitaria de “equipamentos de grandes dimensões e consequentemente elevados custos”. Pouco depois, em março de 2013, a OGX recebeu o reprocessamento da sísmica dos reservatórios localizados nos Campos, com dados mais precisos do que a avaliação original.

Em junho de 2013 a gerência executiva de reservatórios havia apresentado estudo final ao conselho de administração da OGX, concluindo pela inviabilidade

² Vale mencionar que a Schlumberger informou à SEP que havia entregue uma minuta de relatório dos estudos denominada “Pipeline Task Force – Results”, tendo considerado encerrada a prestação de serviço à OGX, uma vez que, entregue a minuta, não recebeu da companhia qualquer solicitação referente à elaboração de um relatório final.

dos Campos. Com base em tal documento, a Superintendências de Relações com Empresas da CVM (“SEP”) destacou, em sua acusação, que: (i) as primeiras análises da área de reservatórios, desde 2011, já eram muito divergentes da interpretação original da OGX; (ii) a Schlumberger já havia confirmado o modelo da área de reservatórios indicando um fator de recuperação abaixo de 10%, sendo que cálculo original era em torno de 20%; (iii) a Schlumberger estimou um volume recuperável entre 50 e 80 milhões de barris, de acordo com dois cenários (mais provável e otimista, respectivamente); e (iv) o valor presente líquido do projeto seria negativo em mais de um bilhão de dólares.

Assim, a SEP apurou que a OGX omitiu a estimativa de óleo recuperável e o VPL negativo do projeto no fato relevante divulgado em 13.03.2013, uma vez que tais informações já seriam do conhecimento da companhia desde a entrega do trabalho da Schlumberger (em 21.09.2012), também utilizado na reunião do GT de 24.09.2012.

1.3 O impasse a respeito da opção de subscrição de ações celebrada com a OGX

Por meio de instrumento celebrado em 24.10.2012, Eike Batista outorgou à OGX o direito de exigir que ele subscrivesse novas ações ordinárias de emissão da companhia, pelo preço de exercício de R\$ 6,30 por ação, até o limite equivalente a USD 1 bilhão (“Put”). O referido direito poderia ser exercido pela OGX a qualquer momento até 30.04.2014 e estava condicionado à necessidade de capitalização da Companhia e “a ausência de alternativas mais favoráveis” para seu financiamento, devendo tais condições ser determinadas pela maioria dos membros independentes do conselho de administração da companhia.

A OGX exerceu a Put em 06.09.2013, para um desembolso inicial correspondente a USD 100 milhões. Porém, Eike Batista se negou a realizar a subscrição correspondente, alegando que a Put não seria mais válida, pois havia sido concedida para fins de execução do plano de negócios vigente na data de sua outorga e o plano de negócios foi alterado conforme fato relevante de 01.07.2013.

No entanto, como a divulgação da íntegra do instrumento de Put somente ocorreu em 10.09.2013, a vinculação dos recursos provenientes do exercício da Put para “a realização de seu plano de negócios conforme vigente na data de assinatura” não era de conhecimento do mercado até então.

Segundo o entendimento da SEP, “a depreciação das ações da Companhia, o interesse do Eike Batista em aportar os recursos prometidos em 24.10.2012 teria diminuindo em razão do prejuízo financeiro que esse aporte causaria (mais de R\$ 1,5 bilhão)”³.

Em 24.12.2013, o acionista controlador e os detentores de *bonds* emitidos pela OGX e pela OSX firmaram acordo para reestruturação da OGX, do qual constou previsão de aprovação de plano de recuperação judicial que contemplaria a quitação da obrigação estabelecida no contrato de Put.

³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2014/0578. Relator: Dir. Henrique Machado. Data de julgamento: 27.05.2019, Relatório, p. 10.

1.4 As alienações de ações efetuadas por Eike Batista

As primeiras alienações de ações que originaram o processo administrativo perante a CVM foram realizadas por Eike Batista entre maio e junho de 2013, por meio do fundo Centennial Asset Mining Fund LLC (“Centennial”)⁴, atingindo o montante de R\$ 197.247.497,00.

De acordo com a SEP, Eike Batista tinha conhecimento de informações relevantes sobre a inviabilidade de desenvolvimento dos Campos antes de sua divulgação ao mercado, chamando atenção para os seguintes elementos probatórios: (i) Eike era presidente da Companhia à época em que as dificuldades no desenvolvimento dos Campos teriam começado, de modo que não seria razoável que ele (então acionista controlador e presidente do conselho de administração) não tivesse sido informado das conclusões alcançadas pela Schlumberger, mesmo que a data de entrega do trabalho tenha ocorrido após Eike ter deixado a presidência da OGX; (ii) Eike, presidente do conselho de administração da OSX, se reuniu com a diretoria executiva daquela sociedade em 15.04.2013 para discutir uma atualização no plano de negócios, data em que ele já possuiria informação de que a plataforma OSX-2 não poderia ser usada nos Campos, motivo pelo qual pediu para que a plataforma permanecesse fundada temporariamente na Ásia; (iii) em 29.05.2013 Eike já teria publicado no Twitter que a OGX apresentaria plano de negócios lastreado em bons projetos antigos e parcerias novas; e (iv) não negou que tivesse conhecimento sobre as conclusões da Schlumberger e do GT.

Por sua vez, Eike Batista justificou as alienações como parte do processo de aperfeiçoamento da estrutura de capital da EBX (holding do “Grupo X”), alegando que não havia qualquer pretensão de obter lucro com a venda de ações, mas somente utilizar o dinheiro para o adimplemento de obrigações financeiras contraídas com a EAV LUX S.A (“EAV”).

No entanto, a SEP apurou que (i) em nenhum momento a EAV exigiu que Eike Batista alienasse suas ações para cumprir suas obrigações contratuais e (ii) se Eike tivesse aguardado a divulgação do fato relevante 01.07.2013 para vender suas ações, ele teria recebido algo entre R\$ 70,9 milhões e R\$ 73,4 milhões (contra os R\$ 197.247.497,00 que efetivamente recebeu).

Além disso, a SEP observou que no dia 31.05.2013 Eike Batista efetuou publicações no Twitter (para um público de mais de 1,3 milhões de usuários que o seguiam) que demonstraram elevado otimismo com relação à situação da OGX, estimulando os investidores a manterem seus investimentos, enquanto ele próprio vendia suas ações. Esse comportamento, no entendimento da SEP, caracterizaria manipulação de mercado.

O segundo período de alienações de ações por Eike Batista ocorreu entre 28.08.2013 e 03.09.2013, tendo efetuado, igualmente por meio do fundo Centennial, a venda de ações da OGX e da OSX, operações por meio das quais apurou R\$ 111,1 milhões e R\$ 24,75 milhões, respectivamente.

No período entre 27.08.2013 e 10.09.2013 Eike Batista seria o único acionista (além dos demais administradores da OGX), que sabia tanto dos exatos termos do contrato

⁴ A totalidade das quotas do Centennial eram detidas pelo próprio Eike Batista.

de Put (necessidade de os recursos provenientes do seu exercício estarem vinculados à realização do plano de negócios vigente na data da sua assinatura) quanto da alteração do plano de negócios da Companhia desde 01.07.2013.

Nesse contexto, considerando-se a relação de dependência mútua entre a OGX e a OSX, a não realização do aporte decorrente da Put na OGX causaria impactos negativos na OSX.

Por tal motivo, a SEP inicialmente considerou que a venda das ações de emissão da OSX por Eike Batista, de posse do conjunto de informações referentes à OGX, configuraria prática não equitativa. No entanto, após a manifestação da Procuradoria Federal Especializada nos autos, a SEP alterou a imputação para *insider trading*.

1.5 Acusação formulada

Pelos fatos acima narrados, a SEP propôs a responsabilização de Eike Batista, na posição de acionista controlador e presidente do conselho de administração da OGX, pelas seguintes infrações:

- (i) descumprimento do art. 155, § 1º, da Lei 6.404/1976 combinado com o art. 13, *caput*, da Instrução CVM 358/2002, em razão da negociação de ações de emissão da OGX entre 24.05.2013 e 10.06.2013 com o conhecimento de fato relevante ainda não divulgado ao mercado e, ainda, pela utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado para auferir vantagem com a negociação de ações no período de 27.08.2013 a 03.09.2013; e
- (ii) prática de manipulação de preços, vedada pelo item I da Instrução CVM 08/1979, por meio da divulgação de mensagens otimistas no dia 29.05.2013 em sua conta no Twitter, de posse de informações significativamente negativas ainda não divulgadas ao mercado e enquanto alienava ações da OGX.

2. PRINCIPAL(IS) QUESTÃO(ÕES) ANALISADA(S) PELA CVM

No processo em questão, o Colegiado da CVM julgou as acusações de (i) negociação com ações de posse de informações relevantes por administrador e acionista controlador e (ii) manipulação de preços de ações de emissão de companhia aberta. Para tanto, foram analisadas as seguintes questões relevantes: (i) a presunção decorrente do art. 13 da Instrução CVM 358/2002, de que os acionistas controladores e administradores de companhia aberta têm acesso a informações relevantes da sociedade antes de sua divulgação ao mercado e, conseqüentemente, de que, ao negociar ações com base em informação relevante ainda não divulgada, se utilizam de tal informação para obter vantagem; (ii) a possibilidade de imputação de responsabilidade administrativa no âmbito da CVM por ato praticado por meio de interposta pessoa (jurídica); e (iii) possibilidade de postagem em rede social por administrador de companhia aberta resultar no ilícito de manipulação de mercado.

3. DECISÃO DA CVM

A respeito da apuração da prática de *insider trading*, o Diretor Henrique Machado, relator do processo, iniciou seu voto pontuando que:

31. Pela redação do § 1º do art. 155 da Lei, para que determinada negociação de valores mobiliários por parte de administrador de companhia aberta se configure como um insider trading, é necessário haver a confluência dos seguintes elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público; (ii) o acesso à informação privilegiada; e (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem.

32. Em função da gravidade do ilícito para a credibilidade do mercado de capitais, bem como da dificuldade em se comprovar a intenção dos agentes em auferir vantagem indevida e o exato momento em que eles tiveram acesso à informação, a Instrução CVM nº 358/02 estabelece presunções baseadas na experiência do que ordinariamente ocorre para orientar e instrumentalizar a atividade sancionadora da Autarquia.

33. Assim, para os administradores e acionistas controladores de companhia aberta, denominados insiders primários, por sua proximidade com os negócios da sociedade, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 impõe duas presunções: (i) a de que eles têm acesso a informações relevantes da companhia, antes de sua divulgação ao mercado, e (ii) a de que, quando negociam na presença de informação relevante ainda sigilosa, eles se utilizam dela em seus negócios com o intuito de obter vantagem.

34. Essas presunções são, no entanto, relativas, *juris tantum*, e podem se desfazer em favor do administrador caso ele demonstre o contrário, provando que não tinha conhecimento da informação ou que sua decisão de negociar os valores mobiliários de emissão da companhia não decorreu da informação privilegiada de que tinha conhecimento, elucidando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada.

Na sequência, tratou da manipulação de preços, nos seguintes termos:

36. O tipo administrativo requer a presença de três elementos: (i) a utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) que o processo ou artifício tenha o objetivo de alterar a cotação de um valor mobiliário; e (iii) que terceiros sejam por ele induzidos à negociação. Trata-se, assim, de ilícito doloso em que o agente comete ato consciente e intencional de alterar o processo de formação de preço do valor mobiliário no mercado.

37. A norma em comento foi editada de forma propositadamente genérica (“utilização de qualquer processo ou artifício”), delito de ampla abrangência de condutas, visando especificamente dar maior flexibilidade à atuação da CVM em face das inúmeras estratégias possíveis de serem praticadas pelos agentes visando à distorção da regular precificação dos valores mobiliários admitidos à negociação.

38. Como já tive a oportunidade de asseverar em precedente desta Comissão, os tipos administrativos contidos na Instrução CVM nº 08/79 são propositalmente abertos e destinados a conferir flexibilidade à autoridade supervisora do mercado, sem prejuízo de sua coercibilidade face à diversidade de situações possíveis em um mercado em constante evolução. É da essência desses tipos administrativos que eles possam se moldar às

circunstâncias que permeiam a conduta investigada, sob pena de esvaziamento de seu comando normativo.

39. A regulação buscou, com isso, preservar de forma ampla o mercado secundário de interferências indevidas passíveis de afetar a formação justa de preços, representada pela vontade legítima dos compradores e vendedores de nele transacionar, dada a destacada importância econômica do mercado secundário para prover liquidez às emissões primárias, quando ocorre a efetiva transferência de recursos da poupança popular para o capital social das companhias.

Ao analisar o mérito, o Diretor Relator concluiu que Eike Batista realizou a venda de quantidade significativa de ações ordinárias de emissão da OGX no período compreendido entre 25.05.2013 e 10.06.2013, ciente da inviabilidade econômica dos Campos, informação relevante que somente foi divulgada ao mercado em 01.07.2013, tendo apurado o montante de R\$ 197.247.497,00 em tais operações.

A despeito de a defesa ter alegado que (i) as referidas vendas não teriam sido realizadas de posse de informação privilegiada, em razão de não haver fato minimamente preciso a ser divulgado pela OGX quando das aludidas operações e (ii) as vendas teriam ocorrido em decorrência de obrigações contratuais, o que caracterizaria a inevitabilidade de conduta diversa, a cronologia dos fatos levou à conclusão de que as promessas de retorno da exploração dos Campos amplamente divulgadas pela companhia eram objeto de ressalvas pela área de reservatórios da OGX desde 2011.

Sobre esse particular, vale destacar o seguinte trecho voto do Relator:

55. Diante da realidade dos fatos, esmorece a alegação da defesa de que inexistiria fato minimamente preciso, ou conclusivo, passível de divulgação, no momento em que Eike Batista negociou suas ações, porquanto ele vendeu justamente quando já circulavam na Companhia (março de 2013) os relatórios técnicos elaborados pela RATE e CGG Brasil e antes da divulgação do aviso de fato relevante (julho de 2013).

56. Além disso, a própria Companhia afirmou que as comercialidades dos Campos foram declaradas em março de 2013 com a perspectiva de apresentar à ANP proposta de postergação do desenvolvimento até setembro de 2013, dada a intenção de se encontrar alguma solução tecnológica mais barata para o desenvolvimento deles (fls. 302). Deste modo, a administração da OGX estava ciente de que, naquele momento e com as soluções de engenharia disponíveis, não seria possível extrair lucrativamente óleo e gás dos Campos, razão pela qual outras alternativas seriam buscadas até setembro de 2013.

[...]

59. Diante disso, estou convencido de que o insucesso do desenvolvimento dos Campos apresentado pelo GT à diretoria executiva da OGX e posteriormente amparado pelos relatórios técnicos elaborados pela RATE e CGG Brasil consistia em informação capaz de alterar a decisão dos investidores de negociar com ações da Companhia. Repise-se, por oportuno, que o potencial de sucesso da exploração já havia sido tornado público, de modo que o investidor nutria expectativas de que aqueles reservatórios pudessem render bons retornos para a Companhia, conforme avisos de fato relevante divulgados entre 2009 e 2012.

Para demonstrar a materialidade da informação privilegiada e sua capacidade de influenciar a decisão de investidores de comprar, vender ou manter em carteira ações da OGX, o Relator registrou que, após a divulgação do fato relevante que noticiou a inviabilidade econômica do desenvolvimento dos campos (01.07.2013), a cotação do referido ativo caiu 25% em relação ao pregão anterior.

No que diz respeito à ciência de tal informação privilegiada por Eike Batista, o Relator entendeu que, além da presunção de ciência decorrente do cargo ocupado pelo acusado na OGX (presidente do Conselho de Administração), havia evidência de que, em maio de 2013, a discussão a respeito da inviabilidade dos Campos, que afetava a própria viabilidade da companhia, já tinha alcançado sua alta administração.

Além disso, o próprio Eike Batista discutiu e aprovou a alteração do plano de negócios da OSX, que previa cenário bastante desfavorável, inclusive a necessidade de venda de participações nas plataformas de exploração de petróleo em operação e em construção relacionadas à exploração dos Campos da OGX. Isso ocorreu em 17.05.2013, uma semana antes de iniciar a venda de ações da OGX.

Por essas razões, concluiu o Relator que:

70. Com efeito, é possível verificar, das provas amealhadas aos autos, que os problemas da OGX relacionados ao desenvolvimento dos Campos estavam sendo discutidos e, principalmente, decididos no âmbito do conselho de administração, do qual Eike Batista fazia parte, a evidenciar que a matéria era não somente de sua ciência como também já era objeto de decisão, visto que já repercutia negativamente no desempenho de outras companhias do grupo.

71. Diante disso, concluiu que Eike Batista sabia, ao iniciar suas negociações com ações da OGX em 24.05.2013, da inviabilidade econômica da exploração de óleo e gás dos Campos, informação relevante sobre os negócios da Companhia ainda não anunciada ao mercado.

No que diz respeito à existência de dolo específico, o Relator rechaçou o argumento do acusado de que a venda das ações da OGX teria ocorrido para fins de cumprimento de obrigação contratual, uma vez que seria possível, além de exigível, que Eike Batista cumprisse sua obrigação contratual sem violar o dever de não negociar ações com base em informação privilegiada. Desse modo, o acusado teria se aproveitado economicamente da venda das ações da OGX porquanto evitou um prejuízo da ordem de R\$ 126,3 milhões.

Outro ponto importante do voto diz respeito ao afastamento da tese de descon sideração da personalidade jurídica do Centennial, levantada pela defesa. Sobre esse particular, o Relator esclareceu que:

91. Como visto no relatório anexo a este voto, o objetivo deste processo não é alcançar o patrimônio de Eike Batista, em razão de eventual abuso da personalidade jurídica da CAMF, caracterizável mediante desvio de finalidade ou confusão patrimonial, na forma da lei civil. A controvérsia dos autos busca examinar o seu comportamento ao orientar a vontade exteriorizada pela CAMF à luz das regras contidas na Lei nº 6.404/76 e na Lei nº 6.385/76, bem como nos normativos da CVM.

A respeito da acusação da manipulação de preços por meio de publicações realizadas na rede social Twitter, o Relator entendeu pelo preenchimento dos requisitos estabelecidos no item II, *b*, da Instrução CVM 08/1979, caracterizando-se, portanto, o ilícito. A manipulação de preços decorreu da publicação de mensagens com o evidente intuito de promover suposta melhoria nas perspectivas da OGX, criando uma falsa aparência do que realmente existia da companhia para um público de, no mínimo, 1,3 milhões de seguidores, os quais, por sua vez, podiam replicar tais mensagens para seus respectivos seguidores, além do fato de que tais publicações eram frequentemente reproduzidas em diversos meios de comunicação.

Nesse sentido, concluiu o Relator que:

123. Com efeito, ao se desnudarem as inverídicas expectativas propagadas por Eike Batista no Twitter, o valor das ações da OGX sofreu alteração substancial, revelando que a atuação dolosa do acusado teve repercussão no comportamento dos investidores, causando-lhes, por isso, prejuízo.

124. Por todo o exposto, restou sobejamente comprovada a atitude dolosa de Eike Batista, que, por meio de mensagens falsamente otimistas sobre a realidade da OGX tentou e efetivamente conseguiu despertar no público investidor interesse em negociar ações da Companhia, com evidente intuito de impedir a queda mais acentuada da cotação das ações, já negativamente influenciada pela própria operação de venda realizada pelo acusado, em patente violação ao disposto no inciso I da Instrução CVM nº 08/79.

Quanto à acusação de negociação de ações da OGX e da OSX entre 28.08.2013 e 03.09.2013 com uso de informação privilegiada (consistente na invalidade da Put, previamente aos fatos relevantes divulgados em 06.09.2013⁵, 09.09.2013⁶ e em 10.09.2013⁷), o Relator igualmente acatou a acusação formulada pela SEP, entendendo haver assimetria informacional entre Eike Batista e os demais investidores relacionada à validade da Put, uma vez que o Eike tinha conhecimento de que a Put estava vinculada ao plano de negócios vigente à época de sua assinatura, enquanto os demais acionistas (que não sabiam dessa especificidade), possuíam legítima expectativa sobre o exercício e regular cumprimento da obrigação de subscrição decorrente da Put.

Tal fato, embora diretamente relacionado à OGX, repercutiria diretamente nos negócios e, conseqüentemente, no desempenho da OSX, em razão da já mencionada relação de interdependência entre tais companhias. Veja-se a conclusão do Relator sobre a acusação em questão:

154. O encadeamento dos fatos e das circunstâncias do presente caso revelam com suficiente clareza a motivação da conduta praticada pelo acusado: Eike Batista, sabedor da existência de cláusula contratual que lhe permitia não honrar a chamada compulsória de capital, última carta disponível à admi-

⁵ Relativo à divulgação do exercício da Put pela OGX.

⁶ Notificou a notificação de conflito enviada por Eike Batista à OGX questionando a validade da Put.

⁷ Tornou público a íntegra do Contrato de Put.

nistração para soerguer a Companhia, antecipou-se intencionalmente aos demais acionistas para realizar suas negociações, com evidente intuito de obter vantagem dos demais investidores, que não conheciam as consequências negativas para o valor das ações que se seguiriam àquela divulgação. Ao assim proceder, Eike Batista evitou para si um prejuízo de R\$ 27.601.685,004 na negociação com ações.

155. Com base nos documentos acostados aos autos, concluiu que as negociações realizadas por Eike Batista, entre 28.08 e 03.09.2013, tiveram por finalidade aproveitar-se da assimetria informacional existente entre ele e os demais investidores sobre cláusula de validade da PUT, em infração ao artigo 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

Pelos fundamentos expostos em seu meticoloso voto, o Relator votou pela condenação do acusado às penalidades abaixo descritas, tendo sido acompanhado por todos os demais membros do Colegiado⁸:

- a) multa pecuniária no valor de R\$ 440.780.423,00 [...], correspondente a duas vezes e meio o montante da perda evitada, com correção monetária [...], por infração ao art. 155, § 1º da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, infração considerada grave nos termos do art. 18 da referida instrução, pela negociação de ações de emissão da OGX Petróleo e Gás Participações S/A realizadas entre 24.05 e 10.06.2013, de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.
- b) inabilitação temporária pelo prazo de sete anos para o exercício do cargo de administrador, ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, por manipular o preço das ações da OGX Petróleo e Gás Participações S/A, em infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, infração considerada grave nos termos do inciso III da referida norma.
- c) multa pecuniária no valor de R\$ 95.725.866,08 [...], correspondente a duas vezes e meio o montante da perda evitada, com correção monetária [...], por infração ao art. 155, § 1º da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, infração considerada grave nos termos do art. 18 da referida instrução, pela negociação de ações de emissão da OGX Petróleo e Gás Participações S/A e da OSX Brasil S/A realizadas entre 27.08 e 03.09.2013, de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

A dosimetria da pena levou em consideração os seguintes agravantes: (i) prática reiterada da conduta irregular; (ii) antecedentes do acusado; (iii) o elevado prejuízo a investidores e acionistas; (iv) a expressiva vantagem auferida pelo infrator; e (v) o dano causado à imagem e à credibilidade do mercado de capitais.

⁸ Com ausência do Diretor Gustavo Machado Gonzalez, participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Henrique Balduino Machado Moreira, Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Flavia Martins Sant'Anna Perlingeiro e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.

4. ANÁLISE CRÍTICA

No âmbito do Processo Administrativo Sancionador – PAS em análise, o Colegiado da CVM aplicou a Eike Batista, além da penalidade de inabilitação temporária por 7 anos, multas pecuniárias que, somadas, alcançam o montante de R\$ 536,5 milhões. À época, tal fato foi noticiado como a maior multa individual já aplicada pela CVM a uma pessoa física⁹.

O expressivo montante encontrava fundamento na redação do art. 11, § 1º, da Lei 6.385/1976 vigente à época dos fatos, que impunha como limites das multas o maior dentre os seguintes valores: (i) R\$ 500.000,00 reais; (ii) cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou (iii) até três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito¹⁰.

Embora muitas infrações cometidas no mercado de valores mobiliários fossem sancionadas com multas limitadas, à época, a R\$ 500.000,00 (valor atualmente ampliado para R\$ 50.000.000,00), os casos de *insider trading* podem envolver benefícios econômicos muito superiores a tal montante, como ocorreu no PAS analisado, razão pela qual o valor considerado pelo Colegiado foi o de duas vezes e meio o montante da perda econômica evitada por Eike Batista ao realizar as operações com base em informação privilegiada.

Ainda no que diz respeito às sanções aplicadas, é interessante notar que o Diretor Relator referiu-se a circunstâncias agravantes, como “a prática reiterada da conduta irregular, os antecedentes do acusado, o elevado prejuízo a investidores e acionistas, a expressiva vantagem auferida pelo infrator e o dano causado à imagem e à credibilidade do mercado de capitais”. Embora tanto a Lei 6.385/1976 quanto a Deliberação CVM 538/2008, vigente à época dos fatos, não fizessem referência expressa a tais circunstâncias como elementos que resultariam no agravamento da sanção, entende-se que o Relator aplicou-as corretamente, justificando a penalidade imposta.

Vale registrar que praticamente todas as referidas circunstâncias foram positivadas no rol de agravantes do art. 65 da Instrução CVM 607/2019, que desde junho de 2019 regulamenta os ritos dos procedimentos relativos à atuação sancionadora da CVM. A previsão expressa de rol de circunstâncias agravantes alinha-se ao intuito do ato normativo de uniformizar os parâmetros para aplicação de penalidades pela CVM, prestigiando a transparência e a segurança jurídica.

A respeito das questões jurídicas decididas no processo, o voto do Relator, que conduziu a decisão do Colegiado, reforçou a presunção relativa (*juris tantum*) decorrente

⁹ Nesse sentido, cf. DURÃO, Mariana. Multas da CVM saltam a R\$ 770,6 mi no 1º semestre com efeito ‘Eike’. *O Estado de São Paulo*. Economia e Negócios. São Paulo, 5 set. 2019. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,multas-da-cvm-saltam-a-r-770-6-mi-no-1- semestre-com-efeito-eike,70002998358>>. Acesso em: 28 nov. 2019.

¹⁰ Em novembro de 2017, tais valores foram modificados, em razão da alteração da redação do art. 11, § 1º, da Lei 6.385/1976 pela Lei 13.506/2017, passando a corresponder aos seguintes: (i) R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); (ii) o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; (iii) três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou (iv) o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.

do art. 13 da Instrução CVM 358/2002, de que os acionistas controladores e administradores de companhia aberta têm acesso informações relevantes da sociedade antes de sua divulgação ao mercado e, conseqüentemente, de que, ao negociar ações com base em informação relevante ainda não divulgada, se utilizam de tal informação para obter vantagem, conforme entendimento já consolidado no âmbito do Colegiado da CVM¹¹.

No caso concreto, a defesa não logrou êxito em demonstrar elementos suficientes para afastar tal presunção.

Outro aspecto relevante da decisão em comento é a análise acerca da possibilidade de imputação de responsabilidade administrativa no âmbito da CVM por ato praticado por meio de interposta pessoa (jurídica).

A defesa argumentou que a SEP estaria buscando aplicar equivocadamente o instituto da descon sideração da personalidade jurídica, conforme previsto no art. 50 do Código Civil, uma vez que as operações de venda de ações objeto do processo teriam sido realizadas pelo Centennial, não podendo Eike Batista, ainda que possuidor da totalidade das cotas do referido fundo, ser responsabilizado ilimitadamente como se o veículo de investimento em questão não existisse.

Com muita sobriedade, o Relator posicionou-se no sentido de que o objetivo do processo em análise não seria alcançar o patrimônio de Eike Batista em razão de abuso da personalidade jurídica do Centennial, mas tão somente examinar o comportamento do acusado ao orientar a vontade manifestada pelo fundo sob o espectro das Leis 6.404 e 6.385, de 1976, e dos atos normativos da CVM.

Tal posicionamento amplifica a posição defendida pelo Diretor Pablo Renteria quando do julgamento do PAS CVM RJ2014/10060, julgado em 2015, no âmbito do qual se analisou a possibilidade de pessoa jurídica controlada por administrador de companhia aberta votar em assembleia geral da companhia aberta para aprovar as contas do seu controlador. O caso em questão envolveu o próprio Eike Batista e a OGX (já com a nova denominação “Óleo e Gás Participações S.A.”). Vale conferir o seguinte trecho do voto proferido pelo Diretor Pablo Renteria, que foi acompanhado por todos os membros do Colegiado presentes à sessão de julgamento:

13. [...] O entendimento adotado pela SEP neste processo não anula nem mesmo mitiga o princípio da separação da pessoa jurídica da figura de seus sócios. Com efeito, não se está a questionar que as sociedades Centennial Mining e Centennial Equity constituem centros autônomos de imputação de efeitos jurídicos, aptos a contrair, na ordem jurídica, direitos e deveres.

¹¹ Sobre esse particular, vejam-se, dentre outros, os seguintes julgados: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 17/2002. Relator: Dir. Wladimir Castelo Branco Castro. Data de julgamento: 25.10.2005; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador 04/2004. Relator: Dir. Marcelo Fernandez Trindade. Data de julgamento: 28.06.2006; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2011/3823. Relator: Dir. Pablo Renteria. Data de julgamento: 09.12.2015; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2014/3401. Relator: Dir. Henrique Machado. Data de julgamento: 05.12.2017; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2015/5813. Relator: Dir. Gustavo Borba. Data de julgamento: 13.07.2018.

Tampouco se está a relativizar um dos mais importantes corolários do aludido princípio que é a separação entre o patrimônio da sociedade e os dos sócios, em virtude do qual, em via de regra, aquela responde, pelas dívidas inadimplidas, apenas com os seus bens. Nada disso é discutido neste processo.

14. O que a SEP está a dizer é que, a depender das circunstâncias, o controlador pode valer-se de sua condição para orientar a vontade exteriorizada pela sociedade sob seu controle. Significa apenas reconhecer que o poder de que dispõe o controlador é capaz de lhe assegurar a direção da vontade manifestada pela sociedade controlada. Não se trata, como se vê, de afirmação inovadora; cuida-se, ao revés, de entendimento plenamente aderente aos conceitos jurídicos adotados no direito societário brasileiro¹².

Outra questão relevante analisada no âmbito do processo foi se postagem em rede social por administrador de companhia aberta poderia resultar em manipulação de mercado.

A esse respeito, desde 2003 a CVM possui precedente sobre a possibilidade de cometimento do ilícito de manipulação de preços por meio de publicação de mensagens na internet¹³, tendo inclusive já enfrentado essa questão em caso no qual acionista relevante e conselheiro publicou mensagens otimistas sobre a situação financeira e perspectivas para determinada companhia aberta – que nunca se concretizaram – ao passo em que negociava ações de tal companhia, restando caracterizada a manipulação de preços¹⁴.

Entende-se que o voto condutor do julgamento em análise contribuiu para a consolidação do entendimento de que a publicação de informações inverídicas sobre uma companhia em redes sociais por seu acionista controlador é meio idóneo para induzir investidores a negociar com valores mobiliários por ela emitidos e, conseqüentemente, alterar artificialmente a cotação de seus valores em bolsa.

No caso em tela, restou evidente que o acusado disseminava um cenário de melhoria nas perspectivas para a OGX por meio da rede social Twitter, influenciando decisões de compra de ações da companhia, enquanto já tinha ciência da inviabilidade econômica dos Campos (e, conseqüentemente, de sua repercussão negativa para as finanças da companhia), além dele próprio estar vendendo parte de suas ações.

Desse modo, ficou caracterizada a intenção de enganar os investidores e influenciar a cotação das ações da OGX, configurando-se o ilícito de manipulação de preços.

¹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2014/10060. Relator: Dir. Pablo Renteria. Data de julgamento: 10.11.2015.

¹³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2001/6226. Relatora: Dir. Norma Parente. Data de julgamento: 15.05.2003.

¹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2013/5194. Relatora: Dir. Ana Novaes. Data de julgamento: 19.12.2014.