



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2014/3402

(19957.004805/2016-27)

Data do julgamento: 13/12/2018

Acusado: Almir Guilherme Barbassa

Ementa: Não divulgação de fato relevante sobre nova metodologia de precificação de combustíveis em 05.09.2013 pelo diretor de relações com investidores da Petróleo Brasileiro S.A. Infração ao art. 6º, parágrafo único da Instrução CVM nº 358/02 c/c o art. 157, §4º da Lei nº 6.404/1976. Multa.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, com fundamento no art. 11, inciso II c/c o §1º da Lei nº 6.385/76, **por unanimidade** de votos, decidiu aplicar ao acusado **Almir Guilherme Barbassa**, diretor de relações com investidores da Petrobras à época dos fatos, a penalidade de **multa pecuniária de R\$ 300.000,00**, por omissão na divulgação ao mercado de fato relevante da Companhia, em infração ao art. 6º, parágrafo único da Instrução CVM nº 358/02 c/c o art. 157, §4º da Lei nº 6.404/76.

O acusado punido terá um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 34, c/c o 29, ambos da Lei nº 13.506/17.

Presente a advogada Maria Lúcia Cantidiano, representante do acusado, Almir Guilherme Barbassa, também presente na Sessão de Julgamento.

Presente a Procuradora-federal Milla Aguiar, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Relator, Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Henrique Balduino Machado Moreira, Pablo Rentería e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 12/02/2019, às 21:31, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 13/02/2019, às 10:19, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Diretor**, em 13/02/2019, às 10:24, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Pablo Waldemar Renteria, Usuário Externo**, em 18/02/2019, às 09:23, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 18/02/2019, às 15:52, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0661874** e o código CRC **60ADA51A**.

This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0661874** and the "Código CRC" **60ADA51A**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/3402

Reg. Col. nº 0416/2016

Acusados: Almir Guilherme Barbassa

Assunto: Apurar eventual responsabilidade do diretor de relações com investidores da Petróleo Brasileiro S.A. pelo descumprimento ao parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, combinado com o §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade do Diretor de Relações com Investidores da Petróleo Brasileiro S.A. (“Companhia” ou “Petrobras”), Almir Guilherme Barbassa (“Acusado” ou “Barbassa” ou “DRI”), “por omissão na divulgação de fato relevante diante de vazamento de informações relacionadas a estudos visando o estabelecimento de nova precificação de combustíveis pela Companhia, ocorrido pelo menos a partir de notícia divulgada em 05.09.2013”.

II. BREVE HISTÓRICO

2. Na tarde do dia 05.09.2013, o portal Pulso do Mercado divulgou uma notícia (fl. 003), trazendo informações sobre supostos estudos que estariam sendo feitos pela Petrobras para criar uma conta de reajuste mensal dos preços. Este reajuste seria realizado de acordo com a variação dos preços no mercado internacional, por meio de um mecanismo de ajuste automático.

3. Ainda segundo a notícia, essas informações teriam sido fornecidas por um analista de banco de investimento que supostamente matinha contato com “fontes próximas da Petrobras e do governo” aos seus clientes. Em sua análise posterior, a SEP afirmou que essas informações



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

explicariam as significativas oscilações nos preços e volumes negociados com ações de emissão da Petrobras no pregão de 05.09.2013.

4. No dia 07.10.2013, o assunto voltou a ser noticiado pela imprensa, dessa vez em reportagem do jornal Valor Econômico (fls. 001/002). Segundo a matéria, um membro da equipe europeia do BTG Pactual teria enviado e-mail sobre possível adoção, pela Petrobras, de um mecanismo automático de ajuste de preços, nos moldes daquela adotado pela petrolífera colombiana Ecopetrol. Segundo a notícia, essa mensagem teria se espalhado pelo mercado e afetado as condições de negociação das ações de emissão da Petrobras.

5. A SEP, por meio de dados obtidos no site de notícias Infomoney, alega que as ações ordinárias (“Petrobras ON”) e as preferenciais (“Petrobras PN”) da Companhia teriam oscilado de forma atípica. Segundo os dados indicados pela área técnica, as ações Petrobras ON e Petrobras PN teriam tido uma variação máxima de, respectivamente, 5,07% e 5,70%. Além disso, o volume negociado foi de R\$343,29 milhões para as ações Petrobras ON e R\$853,57 milhões para as ações Petrobras PN.

6. Em razão da reportagem publicada pelo jornal Valor Econômico, a SEP oficiou a Petrobras, que, em resposta (fls. 004/005), divulgou Comunicado ao Mercado em 08.10.2013 informando que a Companhia desconhecia o e-mail supostamente enviado por A.M. e que teria tomado conhecimento deste pela imprensa. Em relação aos rumores sobre possível adoção de mecanismo de ajuste de preços, a Companhia declarou que sua política de convergir preços internos aos internacionais permanecia inalterada.

7. No entanto, em 25.10.2013, a Petrobras, após divulgar resultados negativos em relação ao 3º trimestre de 2013, informou, por meio de fato relevante, que sua Diretoria Executiva deliberou “sobre uma metodologia de precificação a ser praticada pela Companhia, através da qual se tenha maior previsibilidade do alinhamento dos preços domésticos do diesel e da gasolina aos preços internacionais” (fl. 008). No pregão seguinte (28.10.2013), as ações Petrobras ON e Petrobras PN tiveram forte alta, fechando o dia com valorização de 9,83% e 7,57%, respectivamente, muito embora a Companhia tivesse apresentado um resultado fraco no 3º trimestre de 2013.

8. O Fato Relevante de 25.10.2013 não trazia explicações sobre os mecanismos, parâmetros ou periodicidade da nova metodologia de precificação. Segundo a SEP, tais detalhes foram expostos em notícia publicada pelo jornal O Globo em 29.10.2013 (fls. 009/010). De acordo com a notícia, a metodologia “retiraria as maiores e as menores oscilações do preço do barril”, levando em consideração fatores como “a expectativa da produção e a capacidade de refino, não apenas a cotação internacional”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

9. Por tal motivo, a CVM enviou novo ofício a Petrobras solicitando aditamento do fato relevante publicado em 25.10.2013, a fim de esclarecer a metodologia de precificação aprovada por sua Diretoria Executiva. Em resposta, a Companhia divulgou novo fato relevante em 30.10.2013, por meio do qual esclareceu que a metodologia de precificação contempla reajuste automático do preço do diesel e da gasolina em periodicidade a ser definida antes de sua implantação. Este reajuste seria baseado em variáveis como o preço de referência desses derivados no mercado, taxa de câmbio e ponderação em relação à origem do derivado vendido, se refinado no Brasil ou importado.

10. No mesmo Fato Relevante, a Companhia também esclareceu que estaria previsto um mecanismo que impediria o repasse da volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico. Ademais, reafirmou que a metodologia fora aprovada pela Diretoria e apresentada ao Conselho de Administração, o qual teria solicitado estudos adicionais.

11. Em paralelo, a SEP havia solicitado que o DRI se manifestasse acerca da adequação dos termos do comunicado ao mercado de 08.10.2013, levando em consideração o conteúdo do fato relevante de 25.10.2013. Em sua resposta, Barbassa disse acreditar que a Companhia vinha mantendo o mercado devidamente informado. Além disso, afirmou que os investidores deveriam pautar suas decisões com base em notícias oficiais divulgadas pela Companhia e não em especulações de agentes do mercado.

12. Ao analisar o fato relevante divulgado pela Petrobras no dia 30.10.2013, a SEP entendeu que as informações prestadas no aditamento eram compatíveis com aquelas veiculadas no jornal O Globo no dia anterior. Por tal motivo, a área técnica considerou estar diante de um possível vazamento da informação e solicitou à Petrobras (i) os nomes daqueles que tiveram conhecimento das negociações relativas à metodologia de precificação de combustível bem como (ii) as datas em que tais pessoas haviam sido informadas.

13. Em 13.11.2013, a Companhia apresentou uma lista que apontava o dia 13.08.2013 como o primeiro dia das negociações relativas à nova metodologia. Nessa data, a informação seria conhecida apenas pela Presidente da Companhia e pelo Diretor de Abastecimento. Os demais diretores, incluindo o DRI, somente teriam sido informados das negociações no dia 05.09.2013: justamente a data da notícia divulgada pelo portal Pulso do Mercado, na qual, segundo a SEP, teria sido constatada uma oscilação atípica nas ações da Petrobras.

14. Mais adiante, a nova política de preços de diesel e gasolina da Petrobras foi aprovada pelo Conselho de Administração em 29.11.2013. A companhia divulgou Fato Relevante naquela mesma data, informando que a nova metodologia seria aplicada a partir de 29.11.2013.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

15. Segundo o fato relevante de 29.11.2013, a política de preços objetivaria assegurar que, considerando o crescimento da produção de petróleo e a aplicação desta política de preços de diesel e gasolina, os indicadores de endividamento e alavancagem retornassem aos limites estabelecidos no Plano de Negócios e Gestão 2013-2017 em até 24 meses. Além disso, tal política visaria alcançar, em prazo compatível, a convergência dos preços no Brasil com as referências internacionais, assim como visaria evitar que o ônus oriundo da volatilidade dos preços internacionais atingisse o consumidor doméstico. Adicionalmente, a Petrobras informou um reajuste de 4% no preço da gasolina A e de 8% no preço do diesel, mas indicou que seus parâmetros da metodologia de precificação seriam estritamente internos à Companhia.

16. A SEP prossegue sua narrativa destacando que, com base em notícias da época, a política ao final aprovada teria frustrado o mercado, que esperava aumentos maiores e regras que blindassem as companhias de qualquer ingerência política. Em razão das notícias do mercado e buscando entender se os termos da política aprovada diferiam substancialmente daqueles divulgados em 30.10.2013, a SEP encaminhou novo ofício a Petrobras. Em resposta, a Petrobras divulgou novo Comunicado ao Mercado em 04.12.2013, por meio do qual declarou, dentre outras coisas, que a aplicação dos reajustes não seriam automáticas, mas que a metodologia teria estabelecido bandas de reajuste, que conferiria à Diretoria Executiva poder discricionário considerando a dinâmica dos mercados doméstico e internacional.

17. Em janeiro de 2014, a Companhia divulgou novos comunicados sobre notícias veiculadas pela imprensa acerca dos reajustes de preços (fls. 050/053).

III. OFÍCIO AOS DIRETORES

18. Em 23.01.2014, a CVM enviou ofício solicitando a manifestação dos membros da Diretoria da Petrobras a respeito da não divulgação de fatos relevantes em 05.09.2013 e em 08.10.2013.

19. Em relação ao dia 05.09.2013, a diretoria da Petrobras informou, em resumo, que:

- (i) a Companhia teria concluído que a oscilação (de preço e volume) no dia 05.09.2013 não foi atípica, não justificando, portanto, um pronunciamento formal;
- (ii) não havia relação entre os estudos internos da Companhia à época e a fórmula de preços “nos moldes da Companhia Ecopetrol” ou da criação de uma “Conta Petróleo”, como mencionado no e-mail;
- (iii) a Companhia decidiu, em linha com sua Política de Relacionamento com Investidores, não “tumultuar” o mercado com informações incipientes e de resultado incerto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

20. Quanto ao dia 08.10.2013, os diretores declararam que a Companhia julgou suficiente a divulgação de comunicado ao mercado esclarecendo que a política de preços permanecia inalterada, uma vez que existia nada além do informado a ser divulgado ao mercado naquele momento. Ademais, declararam que, ao divulgar o fato relevante sobre a nova fórmula de precificação em 25.10.2013, após apreciação da Diretoria Executiva e apresentação ao Conselho de Administração, o DRI agiu de acordo com a Instrução CVM nº 358/2002.

21. Em complemento, os diretores relatam que no dia 28.10.2013 (dia útil seguinte à publicação do fato relevante de 25.10.2013) as ações Petrobras ON e Petrobras PN da Companhia subiram, respectivamente, 9,83% e 7,57%. No mesmo sentido, os volumes de ações Petrobras ON e Petrobras PN negociados foram de 27 milhões de ações e 73,6 milhões de ações, respectivamente. Da mesma forma, no dia 29.11.2013, quando foi divulgado fato relevante com informações definitivas sobre a mudança na política de precificação, as ações Petrobras ON e Petrobras PN da Companhia caíram 10,37% e 9,21% e os volumes negociados foram de 35,8 milhões de ações e 74,4 milhões de ações, respectivamente.

22. Diante dessas informações, a Diretoria da Petrobras concluiu a resposta ao ofício da CVM afirmando que estaria ciente de sua relevância e importância no mercado brasileiro e, por essa razão, aplica cautela e diligência na divulgação de suas informações relevantes, independente de tais fatos serem ou não positivos para a Companhia. Ainda assim, para a SEP, Barbassa, na qualidade de DRI da Petrobras, teria se omitido de divulgar fato relevante diante de vazamento (ocorrido pelo menos a partir de notícia divulgada em 05.09.2013) de informações relacionadas a estudos sobre uma nova precificação de combustíveis pela Companhia.

23. Para a SEP, as ações Petrobras ON e Petrobras PN teriam oscilado de forma atípica no dia 05.09.2013. Naquele pregão, as cotações desses ativos apresentaram expressivas altas, de 5,07% e 5,70%, respectivamente. A Petrobras discorda desses números, uma vez que a SEP comparou a cotação máxima daquele dia com a cotação de fechamento do dia anterior. Segundo a Companhia, a comparação deveria ser realizada com base nas cotações de fechamento nos dois dias. A SEP defende, contudo, que sua metodologia seria mais adequada para o caso em tela, já que demonstra as variações máximas alcançadas pelas ações de emissão da Petrobras no pregão de 05.09.2013.

24. Os volumes financeiros negociados por Petrobras ON e Petrobras PN no mesmo pregão também seriam anormais segundo a acusação. O volume de ações ordinárias e preferenciais de emissão da Companhia negociados naquele dia alcançaram R\$ 343,29 e R\$ 835,57 milhões, respectivamente, superando, em 105,2% e 37,2%, suas correspondentes médias registradas nos 23



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

pregões anteriores. Em relação ao pregão do dia anterior (04.09.2013), os volumes das ações Petrobras ON e Petrobras PN apresentaram incrementos de 210,6% e de 34,9%, respectivamente.

25. Segundo a Acusação, a análise dos fatos relatados demonstra que as matérias veiculadas no portal Pulso do Mercado, em 05.09.2013, e no jornal Valor Econômico, em 07.10.2013, traziam informações substanciais sobre a nova metodologia de precificação de combustíveis da Petrobras. Essas informações guardariam semelhanças com a metodologia que veio a ser implementada pela Companhia, o que caracterizaria a hipótese de vazamento de informações.

26. Sendo assim, Barbassa teria deixado de se pronunciar, mesmo diante da publicação da notícia no portal Pulso do Mercado e já tendo conhecimento das discussões acerca da metodologia de precificação. Além disso, admitiu ter tomado conhecimento das oscilações significativas nos preços e volumes operados com ações Petrobras e negou a existência de negociações em andamento, em Comunicado ao Mercado divulgado em 08.10.2013 – data em que já tinha ciência das discussões em curso e do fato de que estas negociações guardavam similaridade com as notícias divulgadas.

27. Diante dessas circunstâncias, a Acusação conclui que Barbassa, na qualidade de diretor de relações com investidores da Companhia, violou disposto no parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, combinado com o § 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

28. A SEP decidiu não imputar responsabilidade aos demais membros da diretoria e conselheiros de administração da Petrobras, pois entendeu que, embora dispusessem de conhecimentos sobre os estudos em andamento, esses profissionais poderiam não ter pleno conhecimento das oscilações significativas com ações Petrobras, tampouco meios para acompanhar o noticiário que revelou detalhes dos estudos, tarefa esta afeita à Diretoria de Relações com Investidores.

IV. DEFESA

29. Em sua defesa, o Acusado afirma que a realização de estudos internos é comum na prática empresarial da Petrobras, sendo que muitos deles podem não prosperar e, nesses casos, não haveria informação relevante a ser divulgada ao mercado.

30. Afirma ainda que, para que uma informação seja relevante, ela não deve referir-se a meros rumores ou estudos iniciais. Em razão disso, a legislação confere ao administrador certa discricionariedade na divulgação de fatos relevantes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCLN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

31. No caso em tela, antes da publicação do fato relevante de 25.10.2013, não havia dever de divulgar informações sobre os estudos em curso, já que se tratavam de estudos ainda em fase embrionária e, portanto, não poderiam ser qualificados como fato relevante.
32. Alega que em agosto de 2013, o estudo seria tão incipiente que nem mesmo havia sido levado à apreciação do Conselho de Administração, o que somente ocorreu em 13.09.2013 e, mesmo nessa data, não representava fato capaz de influir na dinâmica do mercado de capitais. A substância mínima do fato em questão só teria sido observada em apresentação da Diretoria Executiva ao Conselho de Administração, ocorrida em 25.10.2013.
33. Portanto, as acusações referentes a supostas infrações cometidas nos dias 05.09.2013 e 08.10.2013 devem ser consideradas improcedentes.
34. Segundo o Acusado, a existência de um fato que possa ser qualificado como relevante seria condição *sine qua non* para a existência de um vazamento e, por isso, não havendo o primeiro, o segundo também não existiria.
35. Ainda, afirma que haveria uma incongruência entre o que foi divulgado na imprensa e o que estava sendo estudado pela Companhia, já que a notícia divulgada pelo portal Pulso do Mercado versava sobre pontos não abrangidos no âmbito dos estudos da Petrobras. Por isso, não seria uma hipótese de vazamento de informações.
36. Além disso, o simples fato de a matéria ser afeta à área de Abastecimento não lhe torna, por si só, relevante. Ao contrário do que fora afirmado pela Acusação, tal interpretação levaria à impossibilidade de preservação de interesses legítimos e estratégicos da Petrobras.
37. Alega que, como a Petrobras é citada na mídia inúmeras vezes, seria impossível ao DRI acompanhar tudo o que é dito sobre a Companhia e selecionar aquilo que deve ou não ser divulgado ao mercado. Ademais, segundo a defesa, o excesso de informações divulgadas pelas companhias geraria instabilidade no mercado de capitais. Em razão disso, segundo o posicionamento de importantes entidades de autorregulação do mercado, recomenda-se que haja uma avaliação criteriosa da informação antes de publicá-la ao mercado. Alega também que a própria SEP não teria considerado a notícia divulgada no site Pulso do Mercado (em 05.09.2013), como relevante, visto que apenas solicitou informações à Companhia após a divulgação da notícia no Jornal Valor Econômico, em 07.10.2013.
38. O Acusado alega que, no dia da publicação no site Pulso do Mercado (05.09.2013), houve uma movimentação de alta usual (e não atípica), todavia, antes do término do pregão, o mercado já indicava tendência de baixa. Afirma que, no dia seguinte (06.09.2013) também não houve



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

oscilação atípica e, em razão disso, não havia necessidade de divulgação de fato relevante em nenhuma dessas ocasiões, sob pena de gerar especulações no mercado.

39. Em relação à análise da oscilação das ações da Petrobras, Barbassa afirma que não existe um conceito absoluto de “oscilação atípica”. Contudo, um dos indicadores mais relevantes do mercado é o índice beta. De acordo com tal parâmetro, a ação PETR4 (Petrobras PN) é um dos ativos mais voláteis do Índice BOVESPA, ou seja, tal ativo é caracterizado por variações mais bruscas.

40. Adicionalmente, o Acusado alega que, como cada ativo possui um beta (ou volatilidade) diferente, seria inviável aplicar o mesmo conceito de oscilação atípica para todos os ativos. Sendo assim, uma oscilação de preço, nos moldes da ocorrida no dia 05.09.2013, de 3,28% e 4,09%, seria algo muito mais natural para ações PETR4 do que para ações de menor volatilidade.

41. Além disso, as oscilações da cotação dos ativos da Petrobras corresponderam apenas a 33º e 15º maiores variações do ano para ações ordinárias e preferenciais, respectivamente, utilizando como critério a cotação de fechamento do dia 05.09.2013. Em razão disso, tais oscilações não teriam sido anormais.

42. Segundo o Acusado o critério utilizado pela Acusação estaria equivocado, já que a cotação a ser utilizada deveria ser a do fechamento do dia da divulgação da notícia e não a da maior cotação do dia comparada com a do fechamento do dia anterior. Todavia, mesmo que o critério da Acusação fosse adotado, a oscilação atípica não estaria caracterizada, já que as cotações teriam sido apenas a 14º e a 8º maiores do ano (para ações preferenciais e ordinárias, respectivamente).

43. Ainda, segundo Barbassa, não seria possível estabelecer umnexo causal entre a alta dos ativos e a divulgação da notícia, visto que, no dia 05.09.2013, o Índice BOVESPA teve expressiva alta, fechando o dia seguinte com a maior valorização semanal do índice em um período de dois anos.

44. Além disso, esse dia ainda teria apresentado certo otimismo do mercado devido a uma gama de fatores, como as expectativas de que o Banco Central norte-americano não iria reduzir os estímulos no mercado financeiro.

45. As oscilações de volume nas ações da Petrobras, segundo o Acusado, teriam sido, nos dias 04.09.2013 e 05.09.2013, respectivamente, de R\$ 5,84 bilhões e R\$ 9,04 bilhões, representando uma alta sistêmica generalizada de 55%. Ou seja, a variação das ações preferenciais da Petrobras (de 34,9%), não poderia ter sido caracterizada como atípica.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

46. Ainda, em relação às ações ordinárias, vários ativos replicaram o movimento de aumento de volume do Índice Bovespa. No período entre 28.04.2014 a 26.06.2014, ocorreram cinco oscilações superiores a 200% no volume das ações ordinárias de emissão da Companhia, o que demonstra que tal fenômeno não seria atípica.

47. Ademais, o DRI entende que cumpriu com os seus deveres de diligência e de informar por meio da publicação do fato relevante de 25.10.2013, visto que publicou a divulgação ao mercado no dia em que os estudos revelaram elementos mínimos de relevância e clareza.

48. O Acusado afirma que a inferência de incompletude no referido fato relevante seria equivocada, visto que adereçou o aspecto substancial do tema, atendendo todas as exigências da instrução CVM nº 358/2002. Nesse sentido, o aditamento realizado em 29.11.2013 apenas demonstraria uma postura diligente do DRI, em observância às determinações da CVM.

49. Finalmente, alega que não existiria relação de correspondência entre a metodologia veiculada no jornal O Globo em 29.10.2014 e o teor do fato relevante divulgado em 29.11.2013. Ainda, o Acusado afirma que, devido a questões comerciais, a opção de tratar internamente dos parâmetros da metodologia de precificação da Petrobras é legítima, tendo sido o fato relevante em questão divulgado sem que se colocasse interesses legítimos da Companhia em risco.

50. Por todo o exposto, a defesa alega que a acusação não merece acolhida na medida em que ficou demonstrado que o Acusado cumpriu integralmente seus deveres de diligência e informação.

V. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

51. Esse processo foi originalmente distribuído para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, cujo mandato se encerrou em 31.12.2016. Por tal motivo, em 03.01.2017, o processo foi redistribuído para o Diretor Henrique Machado. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 14.07.2017, o processo foi novamente redistribuído e fui designado seu relator.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 13 de dezembro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/3402

Reg. Col. nº 0416/2016

Acusados: Almir Guilherme Barbassa

Assunto: Apurar eventual responsabilidade do diretor de relações com investidores da Petróleo Brasileiro S.A. pelo descumprimento ao parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, combinado com o §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. OBJETO DO PROCESSO

1. Neste processo julgamos se o diretor de relações com investidores da Petrobras¹ violou o artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, combinado com o §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976 ao não divulgar fato relevante acerca da adoção de nova metodologia de precificação de combustíveis por ela comercializados pelo menos a partir do dia 05.09.2013, quando foi veiculada notícia acerca do assunto.

2. O relatório de acusação apresenta um histórico bastante abrangente das discussões travadas na Petrobras acerca da possível revisão da política de preço dos derivados de petróleo com maior previsibilidade quanto ao ajuste dos preços do mercado doméstico àqueles praticados no mercado internacional. Com efeito, a SEP narra fatos transcorridos entre agosto de 2012 até o início de 2014 e menciona diversos episódios em que notícias acerca do assunto foram divulgadas pela imprensa especializada e por portais de notícia. Segundo a área técnica, essa profusão de notícias e boatos teria contribuído para a elevada volatilidade nas cotações e volumes negociados pelas ações ordinárias e preferenciais da Petrobras.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3. A SEP ressalta não ter identificado indícios de vazamento de informações na maior parte dos episódios². Por tal motivo, a única acusação efetivamente formulada contra o diretor de relações com investidores diz respeito à suposta não divulgação de fato relevante da Petrobras a partir do mês de setembro de 2013, em vista (i) dos vazamentos de informações relacionadas a estudos visando o estabelecimento de nova precificação de combustíveis pela Companhia e (ii) das oscilações significativas nas cotações e volumes operados com ações Petrobras naquela data³.

II. DEVER DE DIVULGAR INFORMAÇÃO RELEVANTE

4. O conceito de informação relevante é a pedra angular dos regimes de regulação dos mercados de valores mobiliários baseados no princípio do *full and fair disclosure*⁴. É peça chave para que os deveres informacionais impostos aos emissores e participantes do mercado de valores mobiliários sejam racionais e operacionalizáveis, evitando tanto a escassez quanto a sobrecarga de informações⁵⁻⁶.

5. Como ressaltai no voto que proferi no julgamento do PAS CVM nº 26/2010, “a informação relevante desempenha uma tripla função em nossa regulação. Primeiramente, serve como pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários. Do mesmo modo, é pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada. Por fim, serve de medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado de acordo com as leis e normas que regem o funcionamento do mercado”.

² Item 18 do Relatório de Acusação, fls. 190.

³ Item 42 do Relatório de Acusação, fls. 195.

⁴ De acordo com o *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission* de 1977, mencionado por Roberta Karmel em seu clássico *Regulation by Prosecution: “The concept of materiality is the cornerstone of the disclosure system established by the federal securities laws. It serves a variety of functions, operating both as a principle for inclusion and exclusion of information in investor oriented disclosure documents and as a standard for determining whether a communication (filed or otherwise) omits or misstates a fact of sufficient significance that legal consequences should result”*. Apud: KARMEL, Roberta S. *Regulation by Prosecution: the Securities & Exchange Commission versus Corporate America*. Nova York: Simon and Schuster, 1982, p. 231.

⁵ Segundo Alan R. Palmiter: “*When insufficient information is available in securities markets, investors shy from investing – and the markets wither. But when too much information is required and disclosure becomes too costly, businesses avoid securities financing – and again the financial markets wither.*” PALMITER, Alan R. *Securities Regulation*, 3rd ed. Nova York: Aspen Publisher, 2005, p. 69.

⁶ Sobre a sobrecarga de informações cf. PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation* (2003). Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=413180>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

6. No regime brasileiro, a informação relevante deve ser imediatamente divulgada para o mercado⁷. No entanto, reconhece-se que o sigilo é muitas vezes importante para a manutenção do interesse social⁸. Assim, embora os dispositivos legais e regulamentares fixem um regime em que a divulgação é regra e a retenção da informação é exceção⁹, na prática verifica-se que informações relevantes são frequentemente mantidas em sigilo até que o ato ou fato se concretize.

7. A regulação prevê duas situações em que a companhia perde o direito de manter sigilo sobre a informação. Segundo o parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, os acionistas controladores ou os administradores ficam obrigados “a, diretamente ou através do diretor de relações com investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.”

8. Desse breve resumo depreende-se que a solução do caso envolve duas questões logicamente encadeadas. Em primeiro lugar, deve-se determinar se havia informação relevante no início de setembro de 2013. Em caso afirmativo, cabe analisar se, naquele período, a informação fugiu do controle ou se a cotação, preço ou volume das ações da Petrobras oscilaram de forma atípica.

III. O CONCEITO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE

9. No regime brasileiro, informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter tais valores mobiliários. É o que se depreende da leitura dos artigos 155, §1º, e 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, e do artigo 22, §1º, inciso VI, da Lei nº 6.385/1976,

⁷ V. §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976: “Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”

⁸ V. §5º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976: “Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.”

⁹ Artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002: “Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.” (sem grifos no original)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

complementados, ainda, pelo artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002¹⁰.

10. Em termos gerais, a definição brasileira está alinhada com a prática internacional. De acordo com um estudo da IOSCO - International Organization of Securities Commissions datado de 2003, *“in a majority of the countries examined, information is material if, when made public, it could (‘would probably’, ‘would be likely to’) substantially (‘considerably’, ‘materially’) influence the price (or value) of securities. This definition is common among many jurisdictions (with differences in meaning attributable to difficulties of translation). Some jurisdiction also limit ‘material’ information to information that is precise (or ‘specific’), but generally do not provide a definition of that term”*¹¹.

11. A relevância de uma eventual alteração na metodologia empregada pela Petrobras para a precificação de combustíveis me parece indiscutível. A Companhia vinha obtendo prejuízos relevantes e progressivos na área de Abastecimento, responsável pela venda de combustíveis no país, por não aplicar o repasse dos preços internacionais aos derivados importados e vendidos no mercado doméstico. Por esse motivo, vinha sendo duramente criticada por alguns participantes do mercado, que entendiam que o governo federal estava mantendo os preços do mercado doméstico abaixo dos preços praticados no mercado internacional para controlar a inflação no país. A alteração na política de preços poderia ter, portanto, um impacto bastante relevante nos resultados da Companhia.

12. A própria Petrobras, vale dizer, divulgou fato relevante em 25.10.2013 para participar ao mercado da aprovação, pela sua diretoria executiva, da nova metodologia de precificação¹². Como já destaquei em outra oportunidade, o fato de a companhia divulgar determinada informação por meio de aviso de fato relevante é um indício importante, ainda que não necessariamente definitivo, de que aquela informação é relevante¹³. Outro ponto que reforça o potencial impacto que

¹⁰ O inciso III do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002 diz ser também relevante a informação que possa influir de modo ponderável “na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”. Essa formulação de relevância parece, contudo, mais ligada a função que o conceito desempenha como medida da suficiência ou insuficiência das informações divulgadas, razão pela qual não será explorado com maior vagar neste voto.

¹¹ IOSCO. *Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It. Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions*. Março de 2003, p. 4. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>>

¹² Fls. 08.

¹³ V. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0577, j. em 11.12.2017, de minha relatoria, em especial itens 13 a 16. Naquela oportunidade, ressaltai que o que torna uma informação relevante é a sua capacidade de influir



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

informações sobre o assunto tinham na cotação das ações é o fato de que no dia 28.10.2013 – primeiro dia útil após a divulgação do fato relevante – as ações ordinárias (PETR3) subiram 9,83% e as preferenciais (PETR4) 7,57%.

13. A defesa não nega que a mudança na política de preços deve ser considerada como uma informação relevante. Questiona, contudo, a conclusão de que essa já seria relevante no início de setembro.

14. Também em linha com a experiência internacional¹⁴, a CVM há muito consolidou o entendimento¹⁵ de que a informação relevante não se refere necessariamente a um fato consumado ou definitivo. De fato, a informação acerca de um determinado fato pode ser relevante independentemente de ele já estar concluído, formalizado ou mesmo de se ter certeza de sua concretização. Nesse sentido, noto que embora a regulação brasileira se refira à informação acerca de um “ato ou fato (...) ocorrido ou realizado” e que outras jurisdições, especialmente as europeias, façam referência a uma informação de “caráter preciso”¹⁶, entende-se que a relevância da

de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter aqueles valores mobiliários, e não a forma de sua divulgação.

¹⁴ Nos Estados Unidos, vale mencionar a famosa decisão do *Second Circuit* no caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* (“TGS”), que consagrou o teste de probabilidade-magnitude. *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co.* 401 F.2d 833 (2d Cir. 1969). Mesmo após o caso TGS, muitas cortes norte-americanas entendiam que o teste de probabilidade-magnitude gerava uma excessiva insegurança e defendiam que, no contexto de uma operação societária, a informação relevante somente surgiria quando houvesse um acordo quanto as principais características do negócio, especialmente o preço das ações e a estrutura da operação (*agreement-in-principle test*). No caso *Basic Inc. v. Levinson* (1988), a Suprema Corte dos Estados Unidos confirmou a validade do teste de probabilidade-magnitude enunciado em TGS, inclusive para os casos de reorganizações societárias e outras operações similares. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). No Direito Comunitário Europeu, vale mencionar a decisão da Corte de Justiça Europeia, o mais elevado tribunal da União Europeia para questões de direito comunitário, no caso *Markus Geltl v. Daimler* (2012).

¹⁵ PAS CVM nº 22/99, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 16.08.2001; PAS CVM nº 16/00, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 05.12.2002; PAS CVM nº 2004/6238, Pres. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 05.10.2005; PAS CVM nº 04/04, j. em 28.06.2006, Pres. Rel. Marcelo Fernandez Trindade.

¹⁶ Nesse sentido, o artigo 7º, item 1, (a), do Regulamento (UE) nº 596/2014: 1. “Para efeitos do presente regulamento, a informação privilegiada engloba os seguintes tipos de informação: (a) A informação com caráter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emittentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idônea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados”. O item 2 daquele mesmo artigo define o caráter preciso da informação privilegiada. Cito: “(...) considera-se que uma informação possui um caráter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente específica para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão. Neste contexto, no caso de um processo continuado no tempo destinado a concretizar ou provocar uma determinada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

informação relativa a um processo em andamento deve ser determinada a partir da ponderação (i) da sua **magnitude** pela (ii) **probabilidade** da sua ocorrência¹⁷.

15. Ou seja, para se verificar se a informação acerca de um fato de concretização incerta é relevante, deve-se estimar o valor esperado do impacto do evento ponderado pelas chances de ele vir a se concretizar. Dessa regra podem-se extrair algumas conclusões. A primeira delas é que a relevância de um mesmo fato pode se modificar ao longo do tempo, conforme sua probabilidade de ocorrência aumenta ou diminui.

16. Outra inferência é que informações sobre um evento prospectivo cujo impacto esperado seja extremamente significativo podem ser relevantes mesmo durante suas fases mais preliminares ou quando suas chances de concretização ainda sejam consideradas diminutas. Não se trata, a toda evidência, de exigir a divulgação de meras conjecturas ou projetos desconexos, mas de reconhecer que as decisões de investimento de pessoas razoáveis não deixam de ser impactadas por certas informações apenas por se tratarem de processos ainda em curso, cujo desfecho ainda é incerto.

17. No caso em tela, a informação se refere a um evento de alto impacto. A Petrobras vinha tendo prejuízos recorrentes e expressivos no segmento de abastecimento em razão do descompasso entre o preço do petróleo no mercado internacional e aqueles praticados no mercado brasileiro. A mudança na política de preços poderia acarretar, portanto, uma melhora expressiva no resultado da Companhia.

18. A defesa alega que não existia fato relevante no início de setembro, e qualquer divulgação naquele momento a respeito de uma nova metodologia seria precipitada. Não se pode ignorar que o mercado há muito especulava sobre a alteração na política de preços, inclusive em razão de declarações prestadas por executivos da companhia¹⁸. Naquele momento, a revisão da referida

circunstância ou acontecimento, não só essa circunstância ou acontecimento futuros podem constituir informação com um caráter preciso como também os passos intermédios desse processo que estão relacionados com a concretização dessa circunstância ou acontecimento futuros.”

¹⁷ O teste de probabilidade-magnitude é elaborado de forma mais sistematizada no voto do Dir. Rel. Pedro Marcilio no PAS CVM nº RJ2006/4776, j. em 17.01.2007 e, desde então, vem sendo recorrentemente empregado. V. p. ex. PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcilio, j. em 17.04.2007; PAS CVM nº RJ2013/5793, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 27.01.2015; PAS CVM nº RJ2013/2400, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 18.03.2015; PAS CVM nº RJ2015/12595, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 13.12.2016; PAS CVM nº RJ2014/10290, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 09.05.2017; PAS CVM nº RJ2014/0577, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 11.12.2017; PAS CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 27.11.2018. A bem da verdade, esses processos seguem em linhas gerais o mesmo entendimento dos precedentes mais antigos citados acima na nota 15.

¹⁸ V. as declarações da presidente da Companhia, Maria das Graças Foster, às fls. 37, e do próprio acusado em 12.08.2013, por ocasião da apresentação dos resultados da Petrobras referentes ao 2º trimestre de 2013.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCLN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

política não era mais uma simples especulação, nem mesmo um fato embrionário. Ao contrário, tratava-se de uma medida que estava sendo concretamente discutida pela diretoria.

19. Em resposta à CVM, a Petrobras indicou que as discussões sobre a nova metodologia teriam se iniciado em 13.08.2013. A data, vale dizer, não se refere a uma decisão do corpo técnico, mas a uma reunião entre a Diretora Presidente e o Diretor de Abastecimento da Companhia. Na mesma resposta, a Petrobras esclareceu também que no dia 05.09.2013 os demais diretores da Petrobras foram formalmente comunicados sobre as discussões acerca da nova metodologia de precificação.

20. O acusado também ressalta que, em 25.10.2013, o conselho de administração analisou uma versão da metodologia que, sem dúvida, era mais madura do que aquela em discussão no início de setembro e, ainda assim, solicitou que fossem elaborados estudos adicionais. Não se nega, contudo, que, no início de setembro, o assunto ainda estivesse em discussões preliminares. Não obstante, a jurisprudência dessa casa é pacífica no sentido de que mesmo fatos não consumados ou definitivos podem configurar uma informação relevante.

21. Ao fim e ao cabo, a discussão quanto à relevância da informação pode ser resumida na seguinte questão: será que a avaliação dos investidores da Petrobras, cuja área de abastecimento vinha sofrendo reiterados prejuízos em razão da política de preços, não seria afetada de forma significativa pela notícia de que a diretoria da companhia estudava uma mudança? Parece-me evidente que sim, e a reação do mercado às divulgações acerca do assunto, inclusive (e especialmente) àquelas feitas pela própria Companhia, corrobora essa percepção. Diante desses fatos, concluo que já existia informação relevante no dia 05.09.2013.

IV. DEVER DE INFORMAR

22. A constatação de que, ao menos desde o início de setembro de 2013, a informação acerca da revisão já era relevante não esgota a questão. Cumpre também saber se a Companhia estava obrigada a divulgar um comunicado na forma da Instrução CVM nº 358/2002.

23. Como ressaltado na introdução, a informação relevante mantida em sigilo para preservar interesse legítimo da companhia deve ser imediatamente divulgada caso escape ao controle, bem como na hipótese de a cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários emitidos pela companhia aberta ou a eles referenciados oscilarem de modo atípico¹⁹. Trata-se de duas hipóteses distintas, mas que podem estar relacionadas. A acusação sustenta que, no início de

¹⁹ Artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCLN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

setembro, as duas hipóteses, que não se confundem, teriam ocorrido. Por esse motivo, examinarei separadamente as alegações de oscilação atípica e de vazamento.

Oscilação atípica

24. No tocante à existência de oscilação atípica, a acusação alega que as ações da Petrobras experimentaram uma forte valorização e negociaram volumes anormais no pregão de 05.09.2013. A defesa, por sua vez, alega que as ações da Petrobras são historicamente voláteis e que o comportamento dos papéis no indigitado pregão nada teve de normal.

25. O conceito de “oscilação atípica” não é definido por parâmetros objetivos. Segundo o Dicionário Aurélio, é atípico o “que se afasta do normal, do típico”. Ações diferentes não se comportam do mesmo modo, logo o que é normal para uma pode não ser para outra.

26. É esse o ponto de partida da defesa para desconstruir a tese da acusação. Segundo a defesa, as ações da Petrobras tinham um Beta elevado, motivo pelo qual oscilavam de forma mais intensa do que os valores mobiliários emitidos por outras companhias. O Beta é o índice que mede a sensibilidade de um ativo específico em relação ao comportamento de uma carteira de ativos. Quanto maior o Beta do ativo, maiores serão, em média, as suas variações comparadas às variações do mercado. Por tal motivo, ações com Beta elevado (i.e. maior do que 1) são consideradas agressivas enquanto aquelas com Beta reduzido (i.e. menor do que 1) são consideradas defensivas.

27. É adequado que as companhias, ao monitorarem o comportamento dos seus valores mobiliários negociados no mercado, considerem os Betas desses ativos. Não se pode, contudo, admitir que uma companhia cujas ações tenham Betas elevados simplesmente presuma que, no seu caso, o típico é ser atípico.

28. Esse argumento, aliás, contradiz a própria racionalidade subjacente ao indicador, que busca estimar o risco do ativo a partir do comportamento desse e do mercado ao longo de uma série histórica. De fato, o Beta das ações da Petrobras não explica o comportamento dos ativos no pregão de 05.09.2013. A defesa indica que as ações preferenciais da Petrobras (PETR4) apresentavam um Beta de 1,19. Portanto, a cada variação de 1% do Ibovespa a cotação de PETR4 deveria, em média, variar 1,19%. Todavia, no dia 05.09.2013 o Ibovespa experimentou uma avaliação de 1,23% enquanto as ações preferenciais da Petrobras valorizaram-se 5,70%. No mesmo dia, as ações ordinárias (PETR3) experimentaram alta de 5,07%.

29. Também chamam atenção os volumes financeiros negociados no pregão 05.09.2013: R\$343,29 milhões para as ações ordinárias (PETR3) e R\$835,57 milhões para as preferenciais (PETR4), superando as médias registradas nos 23 pregões imediatamente anteriores (que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

abrangem todos os pregões cursados na Bovespa nos 30 dias corridos) em 105,2% e 37,2%, respectivamente. Quando a comparação se restringe aos volumes transacionados no pregão do dia anterior (04.09.2013), as variações são de 210,6% e 34,9%, para as ações ordinárias e preferenciais de emissão da Petrobras, respectivamente.

30. A defesa busca argumentar que essas variações não seriam extraordinárias. Enquanto a acusação analisa a oscilação das ações da Petrobras tomando como referência a maior cotação de cada ativo no pregão, a defesa argumenta que a análise deve ser feita com base nas cotações de fechamento. Por utilizarem metodologias diferentes, a acusação concluiu que as oscilações das ações ordinárias e preferenciais no pregão de 05.09.2013 corresponderam, respectivamente, a 14ª e a 8ª maiores variações dos papéis naquele ano, enquanto a defesa sustenta terem sido, apenas, a 33ª e a 15ª maiores variações.

31. Em termos metodológicos, creio que a razão está com a SEP. A cotação máxima (ou a mínima, em casos de variação negativa) é um critério mais robusto do que o preço de fechamento para aferição de oscilação atípicas. Isto porque a cotação de um ativo listado pode experimentar oscilações elevadas ao longo do dia para, ao final do pregão, voltar a um patamar próximo à cotação na abertura do pregão. Assim, tem-se que em certos casos a simples análise da cotação de fechamento pode não ser suficiente para analisar o comportamento de um valor mobiliário.

32. No entanto, essa discussão metodológica é pouco relevante para a análise. Com efeito, independentemente do valor utilizado, esse argumento da defesa não merece prosperar. A valorização das ações ordinárias e preferenciais da Petrobras no dia 05.09.2013 e, principalmente, os volumes negociados naquele pregão, destoavam bastante dos padrões habituais. Parece-me evidente, portanto, que o diretor de relações com investidores da Petrobras deveria analisar se as ações da Companhia haviam experimentado uma oscilação atípica.

33. Utilizo o verbo “analisar”, pois o simples fato de as cotações, preços ou volumes do valor mobiliário não terem se comportado em linha com os padrões históricos ou com os índices deles extraídos não é suficiente para concluir pela existência da “oscilação atípica” a que se refere o parágrafo único do artigo 4º da Instrução CVM nº 358/2002. Como bem esclareceu o Diretor Pedro Marcilio de Sousa em seu sempre lembrado voto no PAS CVM nº RJ2006/5928, j. em 17 de abril de 2007, é atípica, para fins da regulação da CVM, aquela “oscilação que não pode ser direta e unicamente atribuída a outros fatores que não o conhecimento por alguns de fato relevante ainda não divulgado”. Ou seja, se existem fatos concretos que expliquem a oscilação, essa não é atípica para fins do disposto na Instrução CVM nº 358/2002, e a companhia pode manter sigilo sobre fato relevante ainda não divulgado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

34. Creio que a defesa logrou demonstrar que existiam outras explicações para a valorização do papel no período. A defesa traz trechos de diversas reportagens publicadas naquela semana, inclusive no dia imediatamente subsequente ao pregão em análise, que elencam outros motivos como razões para a alta do papel, dentre os quais a alta do Ibovespa na semana, sinais favoráveis dos Estados Unidos, China e Europa, bem como, especificamente no tocante à Petrobras, a desvalorização do dólar, o pedido de licença de exploração no campo de Lula e os sinais de valorização do preço do petróleo no mercado internacional²⁰. A defesa também comprovou que, naquele mesmo pregão, diversos outros papéis tiveram oscilações relevantes de volume, em linha com o comportamento das ações de emissão da Petrobras.

35. Diante do exposto, caso a acusação tivesse apenas se baseado na suposta oscilação atípica no pregão do dia 05.09.2013, penso que o Acusado deveria ser absolvido, uma vez que existiam outros elementos que, aparentemente, poderiam também justificar as fortes variações no volume e na cotação das ações da Petrobras naquele dia. Há, contudo, também a alegação de que a notícia havia fugido ao controle.

Vazamento

36. Começo essa parte me valendo mais uma vez do voto do Diretor Relator Pedro Marcilio de Sousa no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928, no qual restou assinalado que “uma informação escapa ao controle, quando ela é divulgada pela imprensa ou quando ela é objeto de boatos ou rumores de mercado. Nesses, a companhia deverá dar uma declaração franca e clara sobre o assunto, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento”²¹. No mesmo voto, o diretor esclareceu que a exigência de divulgação da informação que escapa ao controle busca colocar todos os participantes no mesmo nível informacional.

37. Conforme já ressaltado, a diretoria da Petrobras vinha desde meados de agosto discutindo uma possível revisão da metodologia de precificação. No início do dia 05.09.2013, justamente na

²⁰ V. p. ex. reportagem “Dólar recua pelo quarto dia consecutivo”, publicada no jornal O Globo de 06.09.2013.

²¹ Ressalto que essa orientação vigorava já na vigência da Instrução CVM nº 31/1984, que dispunha acerca da divulgação de fato relevante antes da edição da Instrução CVM nº 358/2002. De acordo com a Nota Explicativa nº 28/1984, referente à Instrução revogada: “quando houver boatos ou rumores no mercado que estejam afetando a negociação dos valores mobiliários da companhia, uma declaração franca e clara deve ser dada, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

data em que, segundo a Petrobras, toda a diretoria da Companhia foi informada dos estudos, foi divulgada a notícia no portal Pulso de Mercado, indicando que o analista de um importante banco de investimentos havia divulgado aos seus clientes que existiria um “estudo para a criação de uma conta que acumularia diferença para cima ou para baixo entre os preços domésticos e internacionais do petróleo”. A matéria fazia referência a um “mecanismo de ajuste automático” e indicava, inclusive, alguns dos critérios que disciplinariam o seu funcionamento.

38. Por sua vez, a matéria veiculada no jornal Valor Econômico em 07.10.2013 deu mais detalhes acerca do suposto vazamento. Segundo a reportagem, um banqueiro teria relatado ter recebido informações acerca da “possível adoção, pela Petrobras, de um mecanismo automático de ajuste de preços, que poderia mudar totalmente o jogo para a estatal”. A reportagem dizia que a informação teria sido obtida de “insiders políticos e de alguns jornalistas bem relacionados com o governo brasileiro” e discutida com um conselheiro independente da Petrobras.

39. A defesa alega que o teor das reportagens veiculadas em 05.09.2013 e 07.10.2013 não correspondiam exatamente aos estudos que estavam sendo preparados internamente. Ademais, traz elementos que demonstram que já haviam sido publicadas outras notícias na imprensa que mencionavam o “retorno da conta petróleo”, “equalização de preços” e outras expressões similares.

40. O argumento não me convence. Quando da veiculação das duas notícias, a Petrobras efetivamente estava discutindo uma nova metodologia. Ainda que a proposta em estudo não envolvesse o “retorno da conta petróleo” ou se distinguisse, de modo relevante, daquela adotada pela sociedade Colombiana Ecopetrol, o fato mais importante veiculado nas notícias, sem dúvida alguma, foi o de que a Petrobras adotaria um mecanismo automático de ajustes. Esse fato foi posteriormente confirmado pela Companhia, especialmente no fato relevante divulgado no dia 30.10.2013.

41. Por tal motivo, concluo que a informação acerca dos estudos da administração da Petrobras para adoção de uma nova metodologia de precificação escapou ao controle da Companhia ao menos desde o dia 05.09.2013.

42. Há, contudo, outro argumento relevante, que se coloca como uma segunda linha de defesa, baseado na maciça exposição da Petrobras nos veículos de comunicação. Trata-se, a bem da verdade, de fato notório, mas a defesa teve o cuidado de trazer uma série de dados que demonstram,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de modo contundente, que as referências à Companhia nas mais diversas mídias eram frequentes e numerosas²².

43. Diante dessas circunstâncias, a defesa sustenta não ser razoável exigir que o DRI de uma companhia com tamanha exposição midiática conheça e analise todas as notícias que são veiculadas a respeito dessa companhia. Em tese, o argumento é válido. Embora a regulamentação editada pela CVM atribua ao diretor de relações com investidores um dever de monitoramento de mercado, tal dever precisa ser construído a luz do dever geral de diligência²³ e não como uma infração objetiva.

44. A diligência é um dos mais recorrentes argumentos de defesa nos processos instaurados pela CVM. A tese é geralmente construída a partir de citações doutrinárias e precedentes. Muito mais raros são os casos em que os acusados trazem elementos que comprovam sua diligência, muito embora essa se manifeste, sobretudo, a partir da adoção de procedimentos razoáveis e adequados²⁴.

45. Não há uma receita única para ser diligente. Dito isso, parece-me razoável esperar que um DRI adote medidas para monitorar as notícias divulgadas em jornais, portais de notícia e outros veículos acerca da companhia, bem como eventuais oscilações atípicas. A popularização da internet permitiu o surgimento de novos canais de disseminação de notícias, mas a tecnologia também criou novas ferramentas que permitem a captura e o processamento de quantidades

²² Conforme demonstrado pela defesa, no período entre 30.04.2014 e 30.05.2014, a Petrobras foi mencionada 396 vezes no jornal Valor Econômico; 620 vezes no jornal Estado de São Paulo; 436 vezes na Folha de São Paulo; e 378 vezes no Portal Exame. Em relação ao Jornal Infomoney, segundo a defesa, a companhia foi mencionada 100 vezes, no período entre 06.05.2014 e 30.05.2014.

²³ Segundo Luiz Antonio Sampaio Campos, “[a] chave interpretativa do sistema de responsabilidade dos administradores das companhias é o dever de diligência, previsto no artigo 153 da LSA. É ele o guia seguro que permitirá a aplicação adequada e justa do sistema de responsabilidade dos administradores, que, se bem aplicado, a um só tempo não permitirá que se cometam excessos e que se entorpeça a ação, sem deixar os administradores negligentes livres de qualquer responsabilidade. (...) Portanto, a todo o tempo o intérprete deverá, à luz da conduta e da estrutura específica, remeter-se ao dever de diligência para aferir se houve ou não inadequação da conduta.” CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 870-871.

²⁴ Como bem assinalou a Diretora Relatora Ana Novaes no Processo PAS CVM nº RJ2008/9574, j. em 27.11.12: “Ao analisar uma acusação com base no dever de diligência, o ideal seria que o regulador pudesse analisar o processo que levou os administradores da companhia a tomarem determinada decisão. A CVM vem reforçando este entendimento, sendo exemplo claro disto o Parecer de Orientação Nº 35. Assim, quando o objeto da decisão é, por exemplo, particularmente complexo, controverso, ou envolvendo partes relacionadas, é parte do dever de diligência dos administradores mostrarem que tomaram uma decisão de boa-fé e no melhor interesse da companhia.” Especificamente no tocante aos deveres de monitoramento impostos aos diretores de relações com investidores, v. PAS CVM nº RJ2015/1591, de minha relatoria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

enormes de informação. Ressalte-se, ademais, que embora a responsabilidade seja atribuída ao diretor de relações com investidores, as atividades não são desempenhadas isoladamente por ele, que coordena todo um departamento.

46. Nesse contexto, parece-me evidente que um diretor com relações com investidores pode, em certas situações, se eximir de responsabilidade administrativa por não ter divulgado fato relevante quando a notícia fugiu do controle mediante demonstração de que a companhia possuía controles razoáveis para monitorar o mercado que, todavia, não identificaram um pequeno vazamento²⁵. A decisão final, naturalmente, dependerá das circunstâncias específicas do caso concreto.

47. Ressalto, para que não haja dúvidas, que a regra vigente obriga o diretor de relações com investidores a divulgar a informação que escapa do controle independentemente do tamanho do vazamento. O que se está dizendo aqui é que, em certos casos, um pequeno vazamento pode, eventualmente, passar despercebido mesmo a um diretor diligente, cuja responsabilidade, a toda evidência, requer a demonstração de culpa ou dolo.

48. No caso concreto, a notícia acerca dos estudos em curso para revisão da metodologia de precificação de combustíveis da Petrobras apareceu primeiramente (05.09.2013) em um portal de notícias e não em um jornal de grande expressão. Nos dias seguintes ao vazamento, a notícia não repercutiu em outras mídias.

49. Por todo o exposto, tenho sérias dúvidas se o acusado deveria ser punido caso o vazamento do dia 05.09.2013 tivesse sido um episódio isolado. A bem da verdade, caso o problema tivesse se encerrado ali, o Diretor provavelmente não teria sido acusado, uma vez que a própria CVM somente teve ciência do vazamento quando da publicação, no dia 07.10.2013, da matéria “Encontros entre investidores e empresas desafiam governança” no jornal Valor Econômico.

50. Por outro lado, a partir desse momento, a forma como o acusado se portou me parece inescusável. A reportagem não só fazia referência à relevante mudança da política de preços, conhecida do DRI e já apresentada ao conselho de administração, como também indicava que os boatos estavam circulando no mercado. Em resposta a um ofício encaminhado pela área técnica da CVM, a Petrobras divulga em 08.10.2013 um comunicado ao mercado por meio do qual reitera que não há “datas para alterações de preços e que sua política de convergir preços internos aos

²⁵ Como assinalou o Diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006, j. em 18.02.2013: “Naturalmente, mesmo controles internos bem constituídos são passíveis de falhas, o que não necessariamente enseja a responsabilização dos administradores. Tudo depende, como se afirmou, de um juízo acerca do quão adequada foi a conformação daqueles controles tendo em vista as necessidades concretas da companhia.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

internacionais permanece inalterada”. Informou, ainda, ter tido conhecimento do e-mail supostamente enviado por um integrante do banco de investimento por meio da notícia publicada no jornal. Segundo o comunicado, “o teor central do e-mail seria a possível adoção pela Petrobras de um mecanismo de ajuste de preços ‘nos moldes do adotado pela Ecopetrol, na Colômbia’”, mas que tal “afirmativa deve ser creditada exclusivamente ao autor do referido e-mail”.

51. A resposta da Petrobras foi flagrantemente insuficiente para acabar com a assimetria informacional existente. A CVM há décadas orienta as companhias a emitirem uma declaração franca e clara para confirmar ou negar boatos, rumores ou notícias. Todavia, o diretor de relações com investidores da Petrobras deliberadamente optou por uma interpretação bastante literal da reportagem publicada no valor para evitar divulgar ao mercado as discussões que estavam em andamento.

52. É nítida a tentativa da Petrobras de distorcer a notícia publicada para se furtar de cumprir com a obrigação de transparência. A Companhia chega a expressamente assinalar que “o teor central” da mensagem que teria dado início ao boato seria a adoção de metodologia similar àquela adotada por uma empresa colombiana para evitar discutir o que realmente importa: a possibilidade de adoção de uma fórmula de precificação dos combustíveis que resolvesse as questões de paridade, ainda que de forma diferente do adotado pela petrolífera colombiana.

53. Diante do exposto, concluo que o acusado descumpriu o artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 358/2002, combinado com o artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, ao ter se omitido de divulgar fato relevante a respeito dos estudos visando o estabelecimento de nova precificação de combustíveis pela Companhia, especificamente depois do vazamento de 07.10.2013.

V. DOSIMETRIA

54. Passo então à fixação da penalidade a ser cominada ao acusado.

55. Começo assinalando que, nos termos do artigo 18 da Instrução CVM nº 358/2002, infrações àquele normativo são consideradas infrações graves para os fins previstos no §3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976.

56. Especificamente no tocante aos processos instaurados para apurar responsabilidade do diretor de relações com investidores pela não divulgação de fato relevante, esse Colegiado habitualmente vem aplicando a penalidade de multa pecuniária. O valor da multa tem variado em razão de diversos fatores, dentre os quais a primariedade do acusado e as características do caso e da companhia emissora dos valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

57. No caso em tela, há de se considerar como atenuante a primariedade do acusado. De outro lado, é preciso sopesar a gravidade dos fatos, e principalmente o fato de se tratar de uma das maiores companhias abertas brasileiras, com uma base expressiva de pequenos investidores. Diante desses fatos, entendo que a falha do diretor de relações com investidores resultou em dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários, razão pela qual se justifica a fixação da multa em patamar mais elevado do que aquele habitualmente praticado, mas ainda assim em linha com precedentes da casa em que a conduta também foi considerada particularmente gravosa²⁶.

58. Por tudo que foi exposto, com fundamento no artigo 11, inciso II, c/c o §1º da Lei nº 6.385/1976, voto pela condenação de Almir Guilherme Barbassa à pena de multa pecuniária no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais), pelo descumprimento ao parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002, combinado com o §4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de dezembro de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator

²⁶ Cf. Processos Administrativos Sancionadores nº RJ2013/10321 e RJ2013/7916, julgados em 18.03.2015.