1 - Introdução

Luis Felipe Monteiro Seixas

SciELO Books / SciELO Livros / SciELO Libros

SEIXAS, L. F. M. Introdução. In: *Regulação econômica no mercado de capitais e na indústria do petróleo e gás natural: assimetrias de informação, cooperação institucional e proteção do investidor* [online]. Mossoró: EdUFERSA, 2021, pp. 11-18. ISBN: 978-65-87108-27-8.
<https://doi.org/10.7476/9786587108650.0002>.

All the contents of this work, except where otherwise noted, is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International license](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

Todo o conteúdo deste trabalho, exceto quando houver ressalva, é publicado sob a licença [Creative Commons Atribuição 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

Todo el contenido de esta obra, excepto donde se indique lo contrario, está bajo licencia de la licencia [Creative Commons Reconocimiento 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

1 INTRODUÇÃO

Em 1995, com a edição da Emenda Constitucional nº 9, a indústria petrolífera brasileira sofreu uma significativa reforma do ponto de vista econômico e regulatório. Tal mudança deu-se em razão da modificação do § 1º, do artigo 177 da Constituição Federal de 1998, permitindo que tanto empresas estatais quanto privadas desenvolvessem as atividades de exploração e produção, refino, importação e exportação e transporte de petróleo, gás natural e seus derivados (BRASIL, 1988) (modificação essa também denominada de flexibilização – ou quebra – do monopólio no setor de óleo e gás). Cabe destacar que, até a edição da Emenda Constitucional nº 9, as mencionadas atividades constituíam-se como monopólio da empresa petrolífera estatal brasileira, a Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRAS).

Posteriormente à edição da Emenda Constitucional nº 9, de 1995, houve a edição da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, também denominada de *Lei do Petróleo*, que regulamentou as atividades relativas à exploração e produção de petróleo e gás natural e criou a Agência Nacional do Petróleo (ANP) – hoje, Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – órgão regulador da indústria do petróleo, gás natural, seus derivados e biocombustíveis, vinculada ao Ministério de Minas e Energia.

Na esteira da flexibilização do monopólio do petróleo, diversas empresas privadas iniciaram suas atividades de exploração, produção, refino e transporte de petróleo, gás natural e derivados em solo brasileiro.

Dentre essas empresas surge, no ano de 2007, a Óleo e Gás Participações S.A. (OGX), empresa pertence ao Grupo EBX, holding brasileira cujo principal acionista é o empresário Eike Batista, com atuação nos setores de infraestrutura e recursos naturais.

Em meados do ano de 2008, a OGX realizou a abertura do seu capital, negociando ações na BM&FBOVESPA (atual B3). O IPO (sigla em inglês para o termo *Initial Public Offering*, também conhecido como oferta pública inicial, onde as ações de uma determinada empresa são oferecidas ao público pela primeira vez no mercado) (EIZIRIK; GAAL; HENRIQUES; PARENTE, 2008, p. 135), realizado pela OGX em 2008, foi o maior atingido pela BM&FBOVESPA até então, tendo captado R\$ 6,71 bilhões (MORENO, 2013).

De promissora empresa nacional no setor de óleo e gás, entre os anos de 2012 a 2014, a OGX viu todo o seu valor de mercado despencar, afetando diretamente o valor de suas ações. Atualmente, em razão de fatores diversos que serão apresentados a seguir, a OGX encontra-se em processo de recuperação judicial (CONJUR, 2014).

O gráfico abaixo ilustra as oscilações nos preços das ações da OGX entre os anos de 2008 até o início do mês de janeiro de 2013:

Figura 1 – Evolução da cotação da OGX na Bovespa – R\$/ação

Fonte: Economática (2013).

À época da abertura do seu capital (meados de 2008), a ação da OGX era negociada a R\$ 11,31, tendo alcançando seu valor máximo em 15 de outubro de 2010 (R\$ 23,27). Posteriormente, em um dos momentos críticos de sua crise institucional e financeira (início do ano de 2013), as ações da OGX estavam sendo negociadas a R\$ 4,10.

O que nos leva a seguinte indagação: por quê?

Alguns episódios pontuais da trajetória da OGX permitem ilustrar os fatores que resultaram no atual procedimento de recuperação judicial da empresa.

O primeiro deles corresponde ao excesso e à qualidade/fidedignidade das informações divulgadas ao mercado pela OGX durante seus anos de operação. Entre o período de sua criação, no ano de 2007, até o ano de 2013, a OGX realizou mais de 105 comunicados oficiais ao mercado. Apenas entre o período de outubro de 2009 a maio de 2012, a OGX divulgou mais de 55 anúncios de descoberta de petróleo ou declarações de comercialidade (TEREZA; DURÃO, 2013). Tais comunicados estão sendo, hoje, objeto de investigação por parte da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no que tange ao seu grau de exatidão, em particular

devido à obrigação que as companhias com ações negociadas em Bolsa possuem em somente divulgarem informações verídicas, completas e que não induzem o investidor a erro.

Outro episódio que merece menção corresponde ao relatório de reservas divulgado pela empresa de consultoria petrolífera DeGoyler & MacNaughton (D&M) no período de abril de 2011 (MORENO, 2013). Após ter recebido o relatório da D&M, a OGX declarou que detinha “recursos potenciais” estimados em 10,8 bilhões de barris de óleo equivalente. Ocorre que, ao fazer tal declaração, a OGX baseou-se em uma interpretação muito particular do teor do relatório, interpretação esta que não discriminava (ou, ao menos, não esclarecia) que tal quantidade de barris de óleo equivalente variava significativamente quanto à natureza e às características dos potenciais poços de petróleo. Ao realizar uma interpretação extremamente otimista do teor do relatório da D&M, a OGX buscou influenciar a forma como o mercado iria receber tal informação.

Um terceiro episódio essencial relativo ao declínio da OGX corresponde ao início de sua produção, que começou somente 5 anos após sua criação, no ano de 2012. Em 25 de junho de 2012, a OGX enviou comunicado ao mercado informando que sua produção era de apenas 10 mil barris de óleo por dia, muito abaixo dos 20 mil barris que a companhia até então divulgava como produção esperada. Conforme artigo publicado no site InforMoney (MORENO, 2013):

Nenhum evento foi tão importante em determinar que as coisas não iam bem para o grupo EBX do que o comunicado de produção de 25 junho daquele ano [2012]: ao contrário do fluxo esperado de cerca de 20 mil barris de petróleo por dia, a companhia estava produzindo apenas 10 mil–5 mil de cada um dos poços instalados em Tubarão Azul, o que prejudicava toda a avaliação a respeito da companhia por parte do mercado. Essa notícia foi um dos maiores eventos para a empresa desde o início: fez a ação despencar cerca de 25% no pregão seguinte, fazendo Eike despencar para a 42^a posição entre os homens mais ricos do mundo [...].

Tal cenário fez com o valor das ações da companhia despencassem significativamente durante o ano de 2012, conforme é possível observar no gráfico apresentado anteriormente.

A baixa produção da OGX fez com que a companhia não gerasse caixa suficiente para honrar suas dívidas contraídas e o juro, num verdadeiro círculo vicioso. Como solução para o problema de caixa, Eike Batista firmou um compromisso, em 24 de outubro de 2012, de injetar a quantia de US\$ 1 bilhão quando a companhia assim o requisitasse, através de procedimento de opção de venda de ações da OGX para o próprio Eike, também denominado de *put option* (MORENO, 2013). A ideia por trás de tal promessa, além de tentar solucionar o problema de caixa, era trazer um mínimo de segurança para os investidores de que a OGX deteria liquidez para cumprir com suas obrigações financeiras.

Os acionistas da companhia exerceram a cláusula *put* no início de setembro de 2013, no entanto Eike Batista não cumpriu com a promessa feita, se abstendo de injetar os US\$ 1 bilhão prometidos, justificando sua decisão devido ao fato de que o pedido – feito pela diretoria da OGX – seria inválido, já que tal função somente seria prerrogativa dos chamados conselheiros independentes da companhia. Ocorre que, à época do exercício da cláusula *put*, a OGX não possuía nenhum conselheiro independente em exercício. Tais fatos, por óbvio, diminuíram mais ainda o valor das ações da OGX.

Com a queda do preço das ações da OGX, surgiu um novo fato que abalou mais ainda a credibilidade da empresa e do seu presidente: entre os meses de maio e junho de 2013, Eike Batista realizou a venda de 126 milhões de ações que detinha na OGX, captando mais de R\$ 200 milhões (MORENO, 2013). A operação, que por si só já causava certa desconfiança, impactou mais ainda o mercado quando, em 1º de julho de 2013, a OGX divulgou que estava desistindo do seu principal campo de exploração e produção, o Tubarão Azul. A operação realizada

por Eike tem sido alvo de investigação pela prática de *insider trading*, conduta considerada como ilícito penal e administrativo pela legislação brasileira¹.

Ante o cenário de baixa liquidez e o vertiginoso declínio do valor das ações, a OGX buscou, durante o ano de 2013, reestruturar sua dívida, momento no qual, diante da negativa de Eike de injetar o valor de US\$ 1 bilhão, conforme previsto na cláusula *put*, o então presidente da OGX cedeu o comando da companhia para seus credores, em troca da dívida.

O processo de reestruturação também restou fracassado, resultando no vencimento de diversas dívidas da companhia, sem que esta apresentasse lastro suficiente para o pagamento. Tal cenário culminou no pedido de recuperação judicial, apresentado pela companhia em outubro de 2013 (CONJUR, 2013), recuperação judicial esta que continua em curso.

Neste sentido, os problemas da OGX podem ser resumidos em quatro principais pontos: i) a excessiva quantidade e discutível qualidade/autenticidade de informações divulgadas ao mercado, que não traduziam a real situação da companhia; ii) a supervalorização de ativos, resultado no excesso de otimismo e na interpretação errônea (ou leviana) dos negócios da OGX; iii) o episódio da cláusula *put*, fragilizando mais ainda a confiabilidade do mercado no indivíduo que representava a própria imagem da OGX; iv) a potencial ocorrência de *insider trading*.

A história da ascensão, declínio e queda da OGX está intimamente ligada a dois fatores: o ambiente de risco próprio do setor petrolífero e a inerente relação entre o mercado de capitais e a regulação da informação.

Diante desses dois fatores, a proposta desta obra é exatamente discutir os aspectos regulatórios relacionados à regulação da informação no mercado de capitais brasileiro, com particular ênfase na informação proveniente da indústria do petróleo e gás natural. Tal opção é resultado da observação de discussões recorrentes, como os encontrados no

1 O conceito de *insider trading* e sua relação com o objeto da obra será explorado nos capítulos posteriores.

âmbito da atuação da OGX no mercado, podendo ser assim resumidos: i) como funciona e se é possível aperfeiçoar o modelo de regulação/divulgação de informações no mercado de capitais brasileiro, em particular no âmbito do setor petrolífero; ii) quais as funções e limites dos órgãos reguladores do mercado de capitais e da indústria do petróleo e gás natural (no caso, a CVM e a ANP) no que diz respeito à regulação da informação, e se é possível desenvolver algum modelo de cooperação entre tais órgãos.

Para tanto, a obra será dividida em 4 principais capítulos nucleares.

O capítulo denominado *Regime jurídico do mercado de capitais*, busca apresentar os principais aspectos legais do mercado de capitais brasileiros, com especial ênfase no papel que as sociedades anônimas exercem no mercado, no conceito jurídico de valor mobiliário e nas características e atribuições conferidas à Comissão de Valores Mobiliários, enquanto órgão regulador do mercado de capitais.

O capítulo *Introdução à regulação do mercado capitais*, analisa a função da regulação do mercado de capitais, com base na moderna teoria da regulação, definindo suas principais funções, com destaque ao papel que a regulação do mercado de capitais desempenha contemporaneamente, na discussão acerca das falhas de mercado e das assimetrias de informação e como a legislação brasileira se comporta no que diz respeito à regulação do mercado de capitais, à proteção do investidor e à prática de *insider trading*.

Na sequência, o capítulo denominado *O regime de divulgação da informação no mercado de capitais e seus efeitos na indústria do petróleo e gás natural* apresenta os principais conceitos relativos ao regime de divulgação da informação no mercado de capitais, a exemplo do dever de informar e do conceito de *fato relevante*, tomando por base os ordenamentos legais e infralegais. Ao final do capítulo, é apresentada uma proposta normativa que busca desenvolver um rol específico de informações oriundas da indústria petrolífera que devem obedecer a um regime próprio de divulgação de informação.

O quarto capítulo nuclear, *Cooperação entre órgãos autárquicos no âmbito do mercado de capitais e da indústria do petróleo e gás natural*, examina a relação existente entre a Comissão de Valores Mobiliários (órgão regulador do mercado de capitais brasileiro) e a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (autarquia especial responsável por regular e fiscalizar o setor petrolífero e gasífero), propondo um modelo de cooperação entre ambos os órgãos, com o objetivo de tornar mais eficiente a regulação no âmbito do mercado de capitais e da indústria do petróleo e gás natural.

Em que pese a natureza técnica e bastante específica dos conceitos e institutos aqui examinados, pretende-se com esta obra contribuir para com a discussão teórica e extremamente atual relativa à regulação no âmbito do mercado de capitais, utilizando o setor petrolífero com pano de fundo para as análises aqui empreendidas, em particular diante da importância de tal segmento para a economia brasileira.