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 RJ2015/2386

Reg. Col. nº 9884/2015

Acusados: Guido Mantega
Miriam Aparecida Belchior
Francisco Roberto de Albuquerque
Luciano Galvão Coutinho
Márcio Pereira Zimmermann
Sérgio Franklin Quintella
Jorge Gerdau Johannpeter
José Maria Ferreira Rangel

Assunto: Apurar responsabilidade de membros do conselho de administração da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras pelo descumprimento do artigo 155, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

Diretor Relator: Pablo Renteria

VOTO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP ("SEP") para apurar a responsabilidade de Guido Mantega, Miriam Aparecida Belchior, Francisco Roberto de Albuquerque, Luciano Galvão Coutinho, Márcio Pereira Zimmermann, Sérgio Franklin Quintella, Jorge Gerdau Johannpeter e José Maria Ferreira Rangel (em conjunto, "Acusados" ou "Defendentes"), na qualidade de membros do Conselho de Administração

da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras ("Petrobras" ou "Companhia"), em razão do suposto descumprimento do art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.[1]

2. Este processo tem origem nos Processos CVM nº RJ2014/9154 e nº RJ2014/263, instaurados a partir de reclamações de investidores a respeito da política de preços praticada pela Petrobras, e no Processo CVM nº RJ2014/12471, instaurado a partir de reclamação de dois membros do conselho de administração da Companhia sobre o mesmo tema.

3. Como exposto no relatório que acompanha este voto, as reclamações que deram origem ao presente processo questionaram a legalidade da política de preços adotada pela Petrobras no período de 2011 a 2014 e, mais especificamente, a regularidade da conduta dos administradores e do acionista controlador em relação à manutenção dos preços dos derivados de petróleo no mercado doméstico abaixo dos preços praticados no mercado internacional.

4. Nesse período, a Companhia atuava como importadora líquida de gasolina e diesel, vendendo em território nacional quantidades superiores à sua capacidade de produção, sendo, assim, obrigada a suprir a demanda excedente com importações. Por essa razão, e considerando a defasagem então existente entre os preços domésticos e internacionais, a Petrobras incorreu reiteradamente em prejuízos significativos em seu segmento de abastecimento.

5. A referida política de preços teve início em setembro de 2002, quando, em meio às eleições presidenciais e à forte desvalorização por que passava a moeda brasileira, a Petrobras abandonou a política anterior, baseada na paridade de importação. A partir desse momento, a Companhia passou a informar ao mercado que poderia deixar de acompanhar, por certos períodos, os preços internacionais, de maneira a não repassar a volatilidade ao consumidor doméstico.

6. Nesse sentido, segundo o Formulário de Referência de 2010, a Petrobras buscaria uma paridade de longo prazo, de modo que reajustes em períodos de volatilidade – seja do preço dos derivados no mercado internacional, seja do dólar frente ao real – não deveriam ser esperados. Trechos similares foram reproduzidos nos formulários de referência de 2011 e 2012. No formulário de referência de 2013, o fator de risco em

[1] Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios.

questão foi apresentado de modo mais detalhado. Portanto, sempre foi informado aos investidores que a convergência deveria ocorrer no longo prazo.

7. De 2002 a 2014, essa política proporcionou à Petrobras períodos alternados de ganhos e perdas no segmento de abastecimento. Assim, de 2008 a 2011, com a manutenção dos preços domésticos acima dos internacionais, a Companhia obteve resultados positivos. No entanto, como já mencionado, tal situação inverteu-se a partir de 2011 quando os preços internacionais, que vinham em curva ascendente, ultrapassaram os valores que a Petrobras cobrava pelos derivados de petróleo no mercado interno. De acordo com as informações contidas nos autos, as perdas teriam alcançado a monta de aproximadamente 30 bilhões de dólares (fls. 2.046).

8. Nas reclamações apresentadas à CVM, os investidores e os conselheiros independentes questionaram a legalidade dessa política, sob o argumento de que **(i)** ela afetava a situação financeira da Companhia de modo adverso e significativo; e **(ii)** tinha como reais objetivos a realização de um controle inflacionário em detrimento do interesse social.

9. A questão foi objeto de análise técnica e jurídica por parte da Superintendência de Relações com Empresas e da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, que concluíram, de forma convergente, que a política de reajustes de preços então praticada pela Petrobras não poderia ser havida como ilegal.

10. Dentre outros argumentos, que se encontram expostos em maiores detalhes no relatório deste voto, a PFE ressaltou que a referida política se mostrava "aparentemente compatível com o regime previsto na Lei nº 9.478/1997", que estabelece os princípios e objetivos da Política Energética Nacional.

11. Também pontuou que ela estava amparada "em elementos técnicos de complexidade e vulto que dizem respeito a projeções de produção, acompanhamento físico e financeiro de investimentos, evolução dos preços internacionais, dentre outros". Desse modo, e considerando a regra da proteção à decisão negocial (**business judgment rule**), não caberia à CVM questionar o mérito da política de reajustes de preços da Companhia (fls. 176-183).

12. A isso acresceu que a diminuição da lucratividade da empresa em virtude da perseguição do interesse público que autorizou a constituição da sociedade de economia mista não caracterizaria violação aos deveres atribuídos ao controlador, sendo necessário,

para configurar o descumprimento do art. 238 da Lei nº 6.404/1976, que se demonstrasse ter a política de preços violado o direito essencial dos acionistas de participar dos lucros sociais, colocando em risco a sustentabilidade financeira da empresa.

13. De forma semelhante, a SEP não vislumbrou ilegalidade na política de reajustes de preços (fls. 1.974-2.025). Em sua análise, a Superintendência ponderou que:

> **(a)** a Petrobras não poderia ser incumbida do controle inflacionário de modo geral, mas se tal finalidade fosse alcançada indiretamente, por efeito colateral das atividades que lhe competem exercer, não haveria propriamente desvio;
>
> **(b)** a adoção de uma política de preços que tolere a defasagem entre preços domésticos e internacionais não seria, a princípio, ilegal à luz da Lei nº 6.404/1976 apenas em razão de seus efeitos financeiros sobre a Petrobras e seus acionistas; e
>
> **(c)** consoante o disposto no art. 238 da Lei nº 6.404/1976, a política de preços praticada pela Petrobras se inseria no fim público que a Companhia deveria seguir, nos termos do art. 1º, III, da Lei nº 9.478/1997, segundo o qual constitui objetivo da Política Energética Nacional a proteção do consumidor quanto a preço, qualidade e oferta de produtos.

14. A SEP também destacou que, no direito das companhias, prevalece a proteção à decisão negocial, que veda a revisão de mérito dos atos de administradores e controladores que tenham sido tomados de boa-fé e de forma informada e desinteressada, ainda que seus efeitos se revelem prejudiciais à companhia. Nesse tocante, pontuou que as decisões relativas ao reajuste dos preços dos combustíveis não poderiam ser havidas como interessadas, uma vez que não afetavam de modo diferenciado os administradores da Petrobras nem a União Federal.

15. Nota-se, portanto, que a área técnica da CVM e a PFE não deram razão às reclamações recebidas dos investidores, tendo concluído, em sentido diverso, que, à luz das normas legais que regem as companhias abertas, a política de preços da Petrobras, no período sob apuração, não poderia ser tida como ilegal e tampouco caberia à CVM, com base nessa mesma legislação, questionar o mérito dessa política, vez que constituiria questão técnica, de alta complexidade, que estaria protegida pela **business judgement rule**.

16. Nada obstante, a SEP encontrou nos autos elementos que, a seu ver, eram suficientes para comprovar outra infração, diversa da suposta ilegalidade ou abusividade da política de preços. Segundo o Termo de Acusação, haveria "*divergências entre os declarados objetivos da política de preços e sua implementação na prática*" (fls. 2.048 – TA § 16), ou, dito de outra forma, "*descasamento entre objetivos publicamente declarados e a condução da companhia de modo a inviabilizar a consecução deles*" (fls. 2.048 – TA § 17).

17. A acusação, portanto, critica a transparência sobre o real empenho dos administradores em perseguir as metas financeiras que haviam sido aprovadas nos Planos de Negócios 2013-2017 e 2014-2018 e reiteradas no Aviso de Fato Relevante de 29.11.2013, a saber, o reenquadramento da Companhia abaixo do limite 2,5x para o indicador endividamento líquido/EBITDA e de 35% para o indicador de alavancagem ("Limites" ou "Metas Financeiras"), dentro do prazo estabelecido. Segundo a acusação, os administradores ora acusados teriam suscitado no público investidor expectativas que não pretendiam atender, pois, em realidade, não estavam dispostos a reajustar os preços dos combustíveis de maneira a viabilizar o cumprimento das referidas metas.

18. Assim, segundo a acusação, os Acusados teriam induzido os investidores em erro, ao aprovarem planos de negócio e política de preços "*com o declarado objetivo de atingir níveis objetivos de endividamento em datas predefinidas, mas optar por conduzir a política de preços da Petrobras de maneira a tornar o cumprimento dessas metas improvável*" (fls. 2.084-2.086).

19. Em definitivo, a presente acusação não diz respeito à possível ilegalidade ou abusividade da política de preços da Petrobrás. Não se trata, em outras palavras, de examinar se os conselheiros ora acusados agiram contra o interesse social ao permitirem que a Companhia incorresse em prejuízos em razão da manutenção dos preços domésticos de combustíveis abaixo dos valores de referência internacionais.

20. Tal questão, repita-se, não foi objeto de acusação, pois, segundo a análise técnica da CVM, tal prática estaria amparada nos fins públicos perseguidos pela Petrobras, notadamente na proteção dos "interesses do consumidor quanto a preço, qualidade e oferta dos produtos", que, nos termos do inciso III do art. 1º da Lei nº 9.478, de 1997, constitui um dos objetivos da Política Energética Nacional.

21. Por isso mesmo, ao afastar a responsabilidade do acionista controlador pelos fatos apurados neste processo, a SEP ressaltou que:

> (…) as irregularidades verificadas não estão relacionadas a essa política em si, mas à discrepância entre suas supostas metas e sua efetiva aplicação. Se tivesse havido a correta divulgação das informações ao mercado, não haveria infração. E nada indica que o controlador tenha interferido na forma e no conteúdo das informações divulgadas, que são de responsabilidade primária dos administradores.[2]

22. A acusação, por outro lado, também não trata de eventual inexatidão ou incompletude nas informações que foram prestadas ao público acerca da política de preços. Notadamente, a SEP não questiona a razoabilidade ou a falta de fundamentação das metas que haviam sido definidas.

23. Nessa direção, ao concluir que não caberia responsabilizar o Diretor de Relações com Investidores pelos fatos apurados neste processo, a Superintendência consignou que as infrações identificadas não se referiam às informações divulgadas, consideradas em si, mas ao fato de o Conselho não ter agido para perseguir as metas financeiras que ele mesmo havia fixado:

> 155. No caso concreto, a diretoria de relações com investidores desempenhou adequadamente suas atribuições ao comunicar as metas de endividamento pretensamente almejadas pela Petrobras, em que pesem elas não estarem sendo realmente perseguidas, porque esse foi o conteúdo das deliberações tomadas pelo conselho de administração. Não se poderia exigir do diretor de relações com investidores que desconsiderasse o conteúdo das deliberações formalmente tomadas pelo órgão.

24. Em suma, a suposta falha informacional constatada pela acusação – e que cabe a este Colegiado apreciar neste processo – diz respeito, precisamente, à alegada discrepância entre os objetivos publicamente declarados e a conduta dos Defendentes, que teriam, intencionalmente, agido de forma a inviabilizá-los na medida em que se negavam a reajustar os preços dos derivados de petróleo. Dessa forma, segundo a acusação, teriam dolosamente mantido os investidores em erro e, por consequência, infringido o dever de lealdade estabelecido no art. 155, *caput*, da Lei das S.A.

25. Feita essa contextualização dos fatos, que me parece imprescindível para a correta compreensão da acusação, passo a examinar a sua procedência face aos argumentos apresentados pelos defendentes.

[2] Fls. 2.076.

II. PRELIMINAR

26. Em sede preliminar, José Maria Ferreira Rangel alega ter sido cerceado em seu direito de defesa, visto que a intimação para prestar esclarecimentos, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, foi recebida por pessoa completamente estranha a ele e que na data constante do aviso de recebimento (fls. 1.973) encontrava-se de férias.

27. Sustenta, ainda, que o prazo concedido pelo OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 413/14 foi exíguo, impossibilitando-o de prestar os devidos esclarecimentos.

28. Entendo não assistir razão ao Acusado. Conforme entendimento pacífico desta autarquia, o pedido de esclarecimentos, formulado pela área técnica da CVM em cumprimento ao art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, não traduz meio hábil ao contraditório dos elementos de prova presentes nos autos, que podem vir a subsidiar o eventual oferecimento da peça acusatória.

29. Com efeito, como já esclarecido por este Colegiado, "*a oitiva preliminar tem por objetivo tão somente dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e a autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do processo, durante a etapa investigativa de que trata o art. 9º, §2º, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976.* ***O dispositivo não confere, portanto, um direito subjetivo aos investigados, nem deve ser confundido com defesa prévia***".[3]

30. Ademais, não se verifica prejuízo ao Acusado, que, uma vez intimado para a apresentação de sua defesa, teve acesso integral aos autos e oportunidade para contestar o Termo de Acusação e requerer a produção das provas que considerasse pertinentes.

III. PREJUDICIAIS DE MÉRITO

III.1) O RECORTE TEMPORAL ESTABELECIDO PELA ACUSAÇÃO

31. Sergio Franklin Quintella, Guido Mantega, Miriam Aparecida Belchior, Francisco Roberto de Albuquerque, Luciano Galvão Coutinho e Márcio Pereira Zimmermann suscitam como prejudicial de mérito o fato de a Acusação ter se limitado a analisar os 9 (nove) meses seguintes à aprovação da política de preços divulgada em 29.11.2013, quando o prazo para o cumprimento dos objetivos nela constantes era de 24 (vinte e quatro) meses.

[3] PAS CVM RJ2006/8572, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 16.3.2010.

32. Segundo os Acusados, ao assim proceder, a SEP deixou de analisar suas respectivas condutas no acompanhamento do cumprimento da política de preços até o término de seus mandatos, bem como de verificar se os objetivos da política foram, ao fim e ao cabo, alcançados, sendo tal questão *"subordinante e logicamente antecedente à acusação"*. Requerem, assim, a extinção do processo sem julgamento do mérito.

33. Discordo, no entanto, do argumento. Como esclarecido acima, a presente acusação refere-se à suposta falta de lealdade dos Acusados, que, segundo a peça acusatória, teriam mantido investidores em erro quanto à real intenção de fazer a Companhia atingir as Metas Financeiras que haviam sido divulgadas ao mercado.

34. Sendo essa a natureza da acusação, não me parece logicamente impossível constatar, antes mesmo de esgotado o prazo para o atingimento dos referidos Limites, que os Defendentes tenham criado falsas expectativas no público investidor quanto à real intenção de cumprir as Metas Financeiras. Tal questão, de natureza eminentemente informacional, não se confunde com o cumprimento ou descumprimento dos objetivos definidos pela administração da Companhia e, por isso mesmo, não pressupõe o transcurso de todo o prazo.

35. Assim, diferentemente do que afirmam os Acusados, o fato de o Termo de Acusação ter sido formulado antes de esgotado o prazo consignado na Política de Preços não prejudica o exame do mérito da acusação. Nada obstante, levarei em conta, sempre que pertinente, as possíveis restrições a que submetem as conclusões alcançadas pela acusação em razão de ter sido considerado apenas parte do período estimado para atingimento das Metas Financeiras.

III.2) A COMPETÊNCIA PARA A TOMADA DE DECISÕES QUANTO À GESTÃO DA POLÍTICA DE PREÇOS

36. A meu ver, há ainda uma segunda questão prejudicial de mérito a ser enfrentada, embora não tenha sido suscitada nesses termos pela defesa. Refiro-me ao argumento levantado por todos os Acusados, com exceção de José Maria Ferreira Rangel, de que a acusação teria partido do pressuposto equivocado de que cabia ao Conselho de Administração aprovar aumentos nos preços dos combustíveis.

37. Segundo argumentam, a SEP teria ignorado o fato de que, nos termos do art. 33 do estatuto social da Petrobras, competia exclusivamente à Diretora Executiva aprovar

reajustes de preços de combustíveis,[4] de sorte que o Conselho de Administração não poderia determinar aumento algum, sob pena de usurpar os poderes daquele órgão. Ao Conselho, com efeito, cabia, nos termos do art. 28, inciso VII do Estatuto Social, "a orientação geral dos negócios e as políticas globais da Companhia, incluindo as de gestão estratégica comercial e financeira".

38. A propósito, os Defendentes mencionam os diferentes pareceres jurídicos encomendados pela administração da Companhia, que atestariam que a referida competência pertencia inequivocamente à Diretoria Executiva, cujos membros, portanto, seriam os únicos responsáveis pela ausência de reajustes dos preços dos combustíveis no período examinado pela acusação. Para corroborar tal assertiva, ressaltam que, em nenhum momento, o Conselho teria rejeitado ou aprovado alguma proposta de aumento de preço.

39. Afirmam que coube à Diretoria Executiva elaborar e aprovar a integralidade da política de preços divulgada ao mercado em 29.11.2013, inclusive os detalhes da metodologia de reajustes de preços, tendo o Conselho de Administração tão-somente referendado os princípios da referida política, quais sejam, as Metas Financeiras a serem observadas, o não repasse de volatilidade dos preços internacionais e o alcance da convergência de preços em prazo compatível.

40. Assim, seria inegável que a competência para aprovação da política de preços da Companhia era da Diretoria Executiva, que, por consequência, também era competente para, na execução dessa política, realizar reajustes nos preços dos combustíveis.

41. Convém reconhecer que, se essa versão dos fatos fosse verdadeira, restaria desfeita toda a tese acusatória, que se apoia, logicamente, na ingerência que o Conselho de Administração exercia sobre os reajustes de preços para concluir que o grupo de conselheiros acusados atuava contrariamente à persecução das Metas Financeiras.

42. No entanto, o exame dos elementos contidos nos autos me leva a entendimento diverso acerca da autoridade que, de fato, o Conselho de Administração desempenhava sobre esse assunto. A divisão de atribuições entre a Diretoria Executiva e o Conselho de Administração não ocorria da forma retratada pelos Acusados.

[4] Segundo o art. 33 do Estatuto Social da Petrobras, vigente à época dos fatos, atribuía à Diretoria Executiva a competência para aprovar "política de preços e estruturas básicas de preço dos produtos da Companhia" (fls. 1.723)

43. Isto porque a competência do Conselho para fixar a política global estratégica comercial e financeira da Companhia, prevista no art. 28, inciso VII, do Estatuto Social sem maiores detalhamentos, prestava-se a legitimar a intervenção do órgão colegiado na definição e na condução da política de preços.

44. O Professor Floriano de Azevedo Marques Neto, no parecer elaborado a pedido da administração da Companhia, esclarece que a ingerência do Conselho ia muito além da mera ratificação dos princípios gerais da política, vez que alcançava a definição dos gatilhos deflagradores dos reajustes, o que equivale dizer que cabia ao órgão colegiado estabelecer em que situações a Diretoria Executiva estava autorizada a promover os aumentos de preços. Nessa direção, vale conferir o seguinte trecho do parecer:

> "(…) caberá ao Conselho determinar diretrizes gerais referentes à política de preços da Companhia, indicando gatilhos deflagrantes de reajustes, especialmente tendo em vista a variação do mercado internacional acumulada a médio prazo. A Diretoria deverá, então, executar a estratégia definida pelo Conselho, efetivamente implementando os reajustes nos preços quando da constatação dos gatilhos definidos pelo órgão superior.
>
> Por exemplo, o Conselho pode indicar a variação dos preços das *commodities* no mercado internacional a partir da qual haverá o repasse do reajuste para os preços da Companhia, ou então indicar uma frequência na qual seus preços serão reajustados com o mercado internacional. A partir dessas diretrizes, caberá à Diretoria acompanhar os preços do mercado internacional e reajustar efetivamente os preços da Petrobrás, conforme as balizas definidas pelo Conselho." (fls. 1.773)

45. E a meu ver, as provas dos autos evidenciam que, de fato, o Conselho de Administração interveio de forma incisiva na definição da política de preços, que seria divulgada ao mercado em 29 de novembro de 2013, indo além do referendo aos princípios ali contidos.

46. Assim, na reunião de 25.10.2013, a Diretoria apresentou ao Conselho de Administração metodologia de precificação que contemplava reajustes automáticos, – conforme divulgado no fato relevante de 30.10.2013[5] – ao que o órgão colegiado

[5] Nos termos do fato relevante, "a metodologia contempla reajuste automático do preço do diesel e da gasolina em periodicidade a ser definida antes de sua implantação, baseado em variáveis como o preço de referência desses derivados no mercado internacional, taxa de câmbio e ponderação associada à origem do derivado vendido, se refinado no Brasil ou importado. Também está previsto mecanismo que impede o repasse da volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico. A Petrobras reafirma que a metodologia foi aprovada pela Diretoria e apresentada ao Conselho de Administração, o qual solicitou estudos adicionais, ora em elaboração. A Companhia reitera que o fato relevante em si se refere à introdução de uma fórmula de precificação do diesel e da gasolina que dê maior previsibilidade à geração de caixa e redução dos índices de alavancagem da Petrobras." (fls. 78)

considerou necessário mais tempo para análise. À ocasião, a conselheira e diretora presidente M.G.F. registrou em ata que considerava "a metodologia consistente estruturalmente e testada pela realização de dezenas de simulações (...), mas que **reconhecia a autoridade do Conselho de Administração sobre a implementação da nova metodologia**" (fls. 337-338) (grifou-se).

47. A despeito de a Diretoria ter ratificado por unanimidade "ser inteiramente favoráve[l] à metodologia de precificação submetida à apreciação do Conselho", na reunião seguinte, realizada em 29.11.2013, o conselheiro Luciano Galvão Coutinho apresentou considerações a partir de pesquisa de literatura internacional sobre o assunto, concluindo que "reajuste automático pela média móvel trimestral repassa volatilidade demais de forma exagerada". Diante disso, a diretora presidente M.G.F. informou que a diretoria "est[aria] revendo a metodologia de precificação de gasolina e diesel apresentada na reunião [do] Conselho de Administração em 25 de outubro, **visando ter novo tratamento para a questão da volatilidade e complementou que essa metodologia incorporar[ria] as orientações emanadas do Conselho de Administração**" naquela data (fls. 357-360) (grifou-se).

48. Conforme mais tarde esclarecido pela Companhia em comunicado ao mercado datado de 4.12.2013 (fls. 2.058), a metodologia de precificação da política de preços, ao fim e ao cabo, não contemplou reajustes automáticos de preço – o que demonstra que a Diretoria não apenas considerava como acatava as recomendações do Conselho sobre o tema.

49. De fato, na reunião seguinte, em 20.12.2013, a conselheira e diretora presidente M.G.F. "deixou claro que a Diretoria Executiva procedeu a vários ajustes na metodologia utilizada na política de precificação de diesel e gasolina referendada pelo Conselho de Administração, considerando as discussões no Colegiado sobre parâmetros como câmbio e seu repasse para os preços" (fls. 385).

50. Quanto à definição dos preços dos produtos, o parecer interno da Petrobras, também elaborado a pedido da administração da Companhia, é explícito ao indicar que o Conselho exercia "forte ingerência" sobre o tema, uma vez que se tratava – e ainda se trata – de "questão possivelmente das mais estratégicas para a Petrobras, da qual depende não só a geração de caixa da Companhia, como todo o planejamento financeiro que suporta a execução do Plano de Negócios".

51. Adiante, o parecer ilustra os diferentes meios pelos quais o Conselho de Administração pode se sobrepor à Diretoria Executiva no controle dos preços. Uma das formas disso acontecer – bastante pertinente para o exame da acusação – se verifica quando a Diretoria Executiva, sem formular expressamente um pleito nesse sentido, aponta a necessidade de aumento ao Conselho de Administração, que, contudo, não toma providência alguma. Assim dispõe o referido trecho:

> 58. Tem-se então que, embora o estatuto determine ser da competência da DE[6] aprovar a política e as estruturas básicas de preços dos produtos da PETROBRAS, o CA,[7] através da determinação da orientação geral dos negócios, de seu poder de fato sobre os Diretores, de seu acompanhamento dos resultados de desempenho e da fixação da política global de gestão estratégica comercial, limita a liberdade da DE estabelecer os preços dos produtos da Companhia, especialmente se a DE pleiteia alterações de preços ao CA e este não permite **ou, ainda, de forma indireta, quando a DE, mesmo sem pleitear expressamente um aumento de preço, demonstra os impactos negativos da situação e aponta a necessidade de aumento ao CA, que permanece inerte**." (grifou-se) (fls.1.724-1.725).

52. As provas dos autos corroboram a opinião retratada no parecer interno da Petrobras. Muito embora coubesse formalmente à Diretoria Executiva executar os reajustes dos preços dos combustíveis, o Conselho de Administração mantinha ampla ingerência sobre o tema, dada a sua relevância estratégica para a Companhia.

53. É o que se conclui a partir da análise das atas das sucessivas reuniões do Conselho de Administração, realizadas a partir de 29.11.2013. Nessa data, como já mencionado, o órgão colegiado "referendou" os princípios e objetivos da política de preços da Companhia, conforme abaixo reproduzido:

> **(a)** assegurar que os Limites estabelecidos no PNG 2013-2017 fossem observados em até 24 meses, considerando o crescimento da produção e reajustes de preço;
> **(b)** alcançar, em prazo compatível, a convergência de preços; e
> **(c)** não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico.

54. Na mesma oportunidade também foi decidido que a Diretoria Executiva deveria apresentar mensalmente os resultados e projeções dos indicadores financeiros, para que o Conselho avaliasse a eficácia da referida política – o que, de fato, passou a ocorrer nas reuniões mensais do Conselho.

---

[6] Acrônimo empregado para designar a Diretoria Executiva.
[7] Acrônimo empregado para designar o Conselho de Administração.

55. As respectivas atas retratam as discussões travadas entre os conselheiros acerca da probabilidade de alcance dos Limites no prazo previsto no PNG 2013-2017, considerando-se diversas variáveis, tais como o cenário macroeconômico enfrentado à época, principalmente a evolução da taxa de câmbio, a possibilidade de reversão da condição da Petrobras de importadora para exportadora líquida, o aumento da curva de produção, a realização de desinvestimentos e a redução de custos. Após avaliadas todas essas circunstâncias, o Conselho de Administração, por maioria, deliberou, repetidas vezes, orientar a Diretoria ora "a manter o acompanhamento, observando o comportamento das variáveis econômicas, especialmente a taxa de câmbio", ora "a manter a política de preços praticada" (fls. 382-592).

56. Considerando o contexto específico em que tais deliberações eram tomadas, a decisão de orientar a Diretoria "a manter o acompanhamento" ou "a manter a política de preços praticada" significava a ausência de recomendação de reajustar os preços.

57. A influência do Conselho de Administração fica evidente na reunião realizada em 18.7.2014. Nessa oportunidade, ao ser questionada pelo conselheiro M.R.C. acerca da razão pela qual a Diretoria não havia implementado reajustes de preço até aquele momento, a conselheira e diretora presidente M.G.F. respondeu "que **não havia sido autorizada** a efetuá-los" (fls. 532).

58. E de fato o que se verifica, a partir das informações dos autos, é que os únicos aumentos de preços efetuados após a aprovação da política de preços, em 29.11.2013, foram realizados pela Diretoria Executiva por orientação do Conselho de Administração. Assim ocorreu no primeiro reajuste, concomitantemente à divulgação da referida política, e no segundo, efetuado em 6.11.2014.

59. Em relação a este último reajuste, a leitura da ata da reunião do Conselho de Administração ocorrida em 31.10.2014 é bastante elucidativa.[8] O documento confirma que o aumento partiu de uma recomendação do presidente do órgão Guido Mantega. Também chama a atenção o cuidado da diretora presidente e conselheira M.G.F. em certificar-se de que deveria observar essa orientação – o que me parece ser mais uma evidência da ingerência do Conselho de Administração sobre os reajustes. É o que se vê no seguinte trecho:

[8] Referida ata foi acostada pela defesa (fls. 2.315-2.319/2.399-2.403), uma vez que a reunião ocorrera fora do recorte temporal estabelecido pela Acusação.

> "O Presidente do Conselho de Administração Guido Mantega comentou que as defasagens de preços da gasolina e do óleo diesel diminuíram, porém para que se obtenha uma melhora dos indicadores de endividamento e alavancagem é preciso passar um tempo com os preços acima da paridade a fim de recompor as defasagens do passado. **Recomendou à Diretoria Executiva que aumente, quando considerar conveniente ainda no ano em curso, os preços da gasolina e do óleo diesel** e que procure mantê-los acima do preço de paridade no futuro para chegar a um equilíbrio financeiro melhor. **A Conselheira e Presidente da Petrobras [M.G.F.] solicitou confirmação dessa orientação, e o Presidente do Colegiado confirmou** e sugeriu que a Diretoria Executiva observasse a data em que ocorrera o aumento em 2013." (fls. 2.317-2.318 – grifou-se).

60. Em suma, os elementos acostados aos autos são suficientes para demonstrar que o Conselho de Administração tinha ingerência sobre a definição e a condução da política de preços da Petrobras. Embora a Diretoria Executiva tivesse, formalmente, o poder de aumentar os preços, verifica-se que, na prática, o Conselho tinha a palavra final sobre o assunto.

61. Sendo assim, não podem os defendentes eximir-se de responsabilidade pelo fato de a Companhia ter permanecido sem reajustes de preços no período compreendido entre 29.11.2013 e 6.11.2014. Como restou evidenciado, teria bastado ao órgão emitir uma "recomendação" para que a Diretoria Executiva implementasse prontamente o aumento. Portanto, a ausência de reajustes no referido período também deve ser creditada aos defendentes que, formando a maioria dos votos do órgão, "orientaram" reiteradamente a Diretoria Executiva a simplesmente "manter o acompanhamento" ou "manter a política de preços praticada".

62. Vale deixar claro que não estou a dizer que a Diretoria Executiva não tinha poderes para reajustar os preços por conta própria, pois, como já mencionado, tal competência constava expressamente do art. 33 do Estatuto Social.

63. Aliás, embora a SEP tenha justificado a decisão de não imputar responsabilidades aos membros da diretoria, creio que essa questão poderia merecer outra análise, pois me parece que os diretores estavam em condições de realizar o aumento caso entendessem que, de fato, ele era imprescindível à consecução dos objetivos da Companhia. Entendo, dessa forma, que a ausência de reajustes no período de 29.11.2013 e 6.11.2014 também poderia ser atribuída à omissão dos diretores.

64. Nesse tocante, chama atenção a conduta da Diretora Presidente e conselheira M.G.F. Porque acumulava cargos em ambos os órgãos de administração da Companhia,

ela se encontrava em posição privilegiada para tomar medidas destinadas à efetivação dos reajustes. No entanto, o que se verifica nos autos é que ela não se valeu das suas prerrogativas de Diretora Presidente para deliberar os aumentos na esfera da Diretoria Executiva, tampouco votou para recomendar os reajustes no âmbito do Conselho de Administração. Com efeito, ela sempre aderiu à posição majoritária do órgão, no sentido de recomendar a manutenção da política de preços em curso. Tal fato, a meu ver, poderia, ao menos em tese, ter justificado a inclusão da referida administração no polo passivo deste processo, junto com os demais defendentes.

65. De todo modo, o que importa para os fins deste processo é que os Defendentes tinham ingerência sobre o tema e por isso têm responsabilidade pelo fato de a Companhia ter permanecido sem reajustes de preços no período compreendido entre 29.11.2013 e 6.11.2014, pois, na qualidade de membros do Conselho de Administração, acompanhavam regularmente a condução da política de preços e poderiam ter orientado a Diretoria Executiva a realizar os aumentos, caso considerasse tal providência apropriada.

IV. ANÁLISE DA CONFIGURAÇÃO DA INFRAÇÃO IMPUTADA AOS DEFENDENTES

66. Superadas as prejudiciais de mérito, passo então a analisar se, como sustentado pela SEP, os Acusados teriam induzido os investidores em erro, ao aprovarem planos de negócio e política de preços "*com o declarado objetivo de atingir níveis objetivos de endividamento em datas predefinidas, mas optar por conduzir a política de preços da Petrobras de maneira a tornar o cumprimento dessas metas improvável*" (fls. 2.084-2.086).

67. A meu ver, a imputação formulada desdobra-se em dois elementos que, se preenchidos, confirmariam a procedência da acusação. O primeiro diz respeito à suposta omissão dos Acusados, que, segundo a SEP, se desviaram intencionalmente do cumprimento das Metas Financeiras que eles mesmos haviam fixado no PNG 2013-2017 e reproduzido na política de preços divulgada em 29.11.2013. Isto porque não estavam dispostos a reajustar os preços dos combustíveis de maneira a viabilizar o atingimento das referidas metas.

68. Nessa direção, o Termo de Acusação destaca que "o conselho de administração estava propenso a tolerar o descumprimento dos prazos ou, ao menos, pretendia contar

com outras formas [que não o reajuste de preços] para buscar os Limites, como uma evolução favorável do câmbio, crescimento da produção de derivados, etc." (fls. 2.075).

69. O segundo elemento refere-se ao resultado alcançado por meio da conduta acima descrita. De acordo com a acusação, os administradores ora acusados teriam suscitado no público investidor expectativas que não pretendiam atender, induzindo-os em erro quanto à maneira pela qual a política de preços da Companhia era realmente conduzida.

70. Nos parágrafos seguintes, passarei a analisar se as provas dos autos comprovam a presença de ambos os elementos acima assinalados.

IV.1) A CONDUÇÃO DA POLÍTICA DE PREÇOS

71. No Termo de Acusação, a SEP afirma que a dissonância entre os objetivos publicamente declarados e aqueles efetivamente perseguidos pela Petrobras poderia ser constatada mais por meio "do conjunto dos fatos e da sequência de atas de reuniões do conselho de administração do que propriamente de um ou outro evento isolado" (fls. 2.067-2.068).

72. Nada obstante, a acusação destaca dois fatos específicos que fundamentaram sua conclusão, a saber **(i)** a demora injustificada na aprovação da política de preços e **(ii)** a ausência de reajuste nos preços dos combustíveis a despeito da probabilidade de descumprimento dos Limites.

A demora na aprovação da Política de Preços

73. Segundo a acusação, o Conselho de Administração teria levado, ao menos, 7 (sete) meses – de abril a novembro de 2013 – para aprovar a política de preços, o que teria gerado custos excessivos à Companhia, montando a um prejuízo de R$ 8,37 bilhões no segmento de abastecimento, no 2º e 3º trimestres de 2013, devido à defasagem de preços dos combustíveis no mercado doméstico.

74. Além disso, a SEP aponta que a referida política não continha, em realidade, nenhum elemento que a distinguisse da política até então vigente, com exceção do prazo de 24 (vinte e quatro) meses para cumprimento dos Limites determinados no PNG 2013-2017 – que previa originalmente o cumprimento até o fim do ano de 2014 –, o que não "justifica[ria] o conselho de administração ter reiteradamente adiado sua decisão, a um custo relevante para a Petrobras" (fls. 2.072).

75. Em outras palavras, a acusação critica o prazo consumido pelo conselho de administração para apreciar uma nova política de preços, em razão dos efeitos financeiros sofridos pela Petrobras decorrentes da defasagem de preços dos combustíveis.

76. Pelos motivos que passo a expor, entendo não assistir razão à tese acusatória.

77. Em primeiro lugar, partindo da conclusão da SEP de que "a política de preços da Petrobras não pode ser considerada ilegal à luz da Lei 6.404/76 apenas em razão de seus efeitos financeiros sobre a companhia e seus acionistas" (fls. 2.048), parece-me, de certa forma, contraditório questionar a suposta delonga do conselho em alterar a então vigente política de preços em virtude justamente de seus efeitos financeiros sobre a Companhia.

78. A meu ver, a crítica acerca dos efeitos financeiros que a política de preços produz sobre a Companhia acaba por confundir-se com a discussão sobre a própria legalidade dessa política. Isso porque uma vez que a área técnica admite que a Companhia poderia represar os preços a fim de atender aos fins públicos que justificaram sua criação – sendo, portanto, legal a política por ela praticada – parece ser também legítima a manutenção da política vigente a despeito dos efeitos financeiros dela decorrentes.

79. Nesse sentido, entendo que eventual constatação de que o Conselho de Administração teria dolosa e injustificadamente retardado a aprovação de nova política de preços não poderia, neste processo, ter como fundamento os efeitos financeiros suportados pela Companhia em razão da política então vigente.

80. Em segundo lugar, como assinalado pelas defesas (fls. 2.351-2.354), parece-me ter havido um equívoco no marco temporal definido pela acusação. É que, conforme sustentam, as discussões sobre a elaboração de uma política de preços surgiram apenas na reunião de agosto de 2013 – e não na de abril do mesmo ano –, por provocação de um dos conselheiros independentes, como assunto extra pauta.

81. De fato, compulsando as atas das reuniões do Conselho de Administração, verifica-se que, em abril de 2013, os conselheiros tomaram conhecimento de que o indicador de endividamento líquido/EBITDA estava em alta, tendo atingido o patamar de 2,32x ao final do 1º trimestre de 2013, e que a Diretoria Executiva estava considerando reajustes no diesel e na gasolina no mês de julho para evitar que tal indicador ultrapassasse o limite definido no PNG 2013-2017 (fls. 271). Nesse momento, não se discutiu a alteração da política de preços da Companhia.

82. Foi na reunião de 9.8.2013 que o conselheiro M.R.C. propôs "determinar à diretoria executiva que apresent[asse] um plano de adequação dos preços dos derivados que elimin[asse] as distorções atualmente existentes em prazo não superior a seis meses" (fls. 298).

83. Em razão de dúvidas quanto à competência para aprovação de política de preços, o Conselho de Administração sugeriu a elaboração de pareceres jurídicos sobre o tema, ficando a Diretoria Executiva responsável por apresentar na reunião seguinte as opiniões jurídicas obtidas (fls. 298).

84. Na reunião que se sucedeu, em 13.9.2013, o levantamento jurídico foi apresentado e o tema da política de preços foi debatido entre os conselheiros, com algumas sugestões acerca dos critérios adequados para a metodologia de precificação, ficando decidido, assim, que a Diretoria reapresentaria o assunto ao conselho.

85. Por sua vez, na reunião de 25.10.2013, após a apresentação referente aos resultados do 3º trimestre de 2013, foi apresentada ao Conselho de Administração – a despeito de o tema não constar da ordem do dia – a nova metodologia de precificação para a gasolina e o diesel aprovada pela Diretoria, que contemplava alguns ajustes sugeridos pelo Conselho na reunião de 13 de setembro (fls. 337).

86. Nessa ocasião, surgiram diversas discussões acerca do tema, sendo destacada a necessidade de maior reflexão sobre a questão. Guido Mantega "observou que o Colegiado não estava deliberando sobre a metodologia cuja avaliação precisa de discussão e amadurecimento, até porque tem grandes repercussões e que tal matéria não estava prevista na agenda" (fls. 337).

87. Por sua vez, Márcio Pereira Zimmermann "observou que há consenso de que a Petrobras precisa de nova metodologia de precificação de gasolina e diesel, que não sabia que o assunto seria deliberado e que surgiu dentro da apresentação das Demonstrações Contábeis, que não considerava que foi discutido aprofundadamente e que era preciso cautela para deliberação sobre um assunto de tamanha repercussão para a Companhia e o País" (fls. 338).

88. Após a Diretoria confirmar que era favorável à metodologia submetida à apreciação do Conselho e a diretora presidente M.G.F. afirmar que o conselho deveria tomar o tempo necessário para sua apreciação, José Maria Ferreira Rangel "manifestou sua posição favorável a que exista entendimento entre o Conselho de Administração e a

Diretoria Executiva em torno da nova política de precificação, porém num horizonte determinado, sugerindo como limite até a reunião de 13-12-2013" (fls. 338-339).

89. Jorge Gerdau Johannpeter "expressou que é favorável a haver um tempo, mas o mais curto possível, para que haja uma construção da nova política pela Diretoria Executiva e o Conselho de Administração (...) e que o mais importante é passar ao mercado alguma indicação sobre a metodologia" (fls. 339).

90. Luciano Galvão Coutinho também se manifestou no sentido de que "considerando que: a) a Diretoria Executiva precisou de meses para sua elaboração, e b) existem questões complexas a ponderar: acerca do ponto de partida, do intervalo e periodicidade e, ainda, pelo fato de a Petrobras ter posição dominante no mercado nacional, também foi favorável a que o Conselho de Administração tenha tempo para avaliação da proposta da Diretoria Executiva" (fls. 339).

91. Por fim, Sergio Franklin Quintella "manifestou que é benéfico ter prazo para a apreciação da nova política e registrou sua posição quanto à necessidade da existência de uma metodologia de precificação para a gasolina e o diesel (...) visando sinalizar ao mercado que a Companhia tem uma política de preço" (fls. 339).

92. Em vista de tais considerações, o Conselho de Administração deliberou, por maioria, manifestar-se na reunião seguinte – prevista para 22.11.2013 – por considerar necessário mais tempo para análise da metodologia de precificação apresentada pela Diretoria.

93. No mesmo dia da reunião foi divulgado aviso de fato relevante informando ao mercado que a Diretoria Executiva havia deliberado acerca de nova metodologia de precificação e que, após apresentar ao Conselho de Administração, este último teria determinado a elaboração de simulações adicionais, estabelecendo o termo de 22 de novembro para sua consideração. A reunião originalmente marcada para esta data acabou sendo realizada no dia 29.11.2013.

94. Então, em 29.11.2013, após diversas discussões entre os conselheiros acerca do cenário econômico da Companhia e da metodologia de precificação, tendo o conselheiro Luciano Galvão Coutinho destacado que "reajuste automático pela média móvel trimestral repassa volatilidade demais de forma exagerada", o órgão "referendou" os princípios da nova política de preços, determinando que a Diretoria Executiva

apresentasse mensalmente os resultados e projeções dos indicadores financeiros, para que o conselho pudesse avaliar a eficácia da referida política.

95. Em suma, diante da cronologia acima exposta, verifica-se que, a partir do momento em que os pareceres jurídicos ficaram prontos, o Conselho de Administração levou três reuniões para aprovar a política. Nesse período, a questão – reconhecidamente complexa – foi debatida entre os conselheiros, contando com interlocuções com a Diretoria, simulações das metodologias apresentadas e análise do cenário econômico.

96. Em vista disso, não há elemento objetivo algum que fundamente a opinião da acusação de que o órgão colegiado tenha retardado injustificadamente a decisão de aprovar a política de preços. Não vejo como afirmar, sem incorrer em um perigoso juízo subjetivo, que a realização de três reuniões tenha sido excessiva.

97. Não cabe a esta autarquia criticar, após o desenrolar dos fatos, o tempo levado para que determinado assunto – de inegável complexidade – fosse deliberado. Assistia aos conselheiros avaliar o tempo de que necessitariam para aprovar a matéria – até mesmo porque a decisão, além de desinteressada, deveria ser informada e refletida. Por essa razão, afasto o argumento da acusação.

A ausência de reajuste de preços

98. De outra parte, após examinar as atas das reuniões do Conselho de Administração realizadas no período compreendido neste processo, a SEP concluiu que os defendentes agiram intencionalmente de forma a inviabilizar ou, ao menos, tornar improvável o cumprimento das Metas Financeiras – endividamento líquido/EBITDA e alavancagem.

99. Isto porque as atas revelariam que os conselheiros, de forma reiterada, optaram por não promover reajustes nos preços dos combustíveis, a despeito das informações fornecidas pela Diretoria Executiva que indicavam a baixa probabilidade de retorno dos indicadores financeiros aos Limites, dentro do prazo de 24 meses estabelecido na política de preços (fls. 2.054, 2.059, 2.061, 2.063, 2.068, 2.072, 2.073, 2.074 e 2.075).

100. De fato, algumas circunstâncias que rodeiam o caso poderiam autorizar suspeitas sobre a sinceridade dos propósitos dos defendentes indicados pelo acionista controlador. Afinal, não se pode olvidar que o período em análise coincide, em grande medida, com o das campanhas eleitorais de 2014, podendo-se imaginar que a realização de reajustes, nesse momento, poderia suscitar reações negativas junto à população.

101. Nessa direção, mostra-se significativo que o Conselho de Administração só tenha orientado a Diretoria Executiva a reajustar os preços ao final de outubro, uma vez encerrado o segundo turno das eleições.

102. No entanto, a acusação não se vale de nenhuma dessas conjecturas ou suposições, valendo lembrar, aqui, que, antes de instaurar o presente processo sancionador, a SEP afastou a possibilidade de questionar a ilegalidade da política de preços em razão dos seus efeitos sobre o controle inflacionário, como havia sido ventilado por alguns investidores reclamantes.

103. A acusação, com efeito, não deduz a intenção dos defendentes em não querer cumprir as Metas Financeiras porque teria restado comprovado que eles estariam desviando as suas funções para atender algum objetivo político.

104. A conclusão da acusação, ao contrário, adveio da constatação de que eles se omitiram, reiteradamente, de promover reajustes nos preços, apesar das informações recebidas da Diretoria Executiva, que indicavam o improvável cumprimento das Metas Financeiras. Nas palavras da SEP, a leitura das atas das reuniões não deixaria "espaço para argumentação razoável em prol da tese de que a companhia estava sendo direcionada para cumprir os Limites nos prazos fixados".

105. A primeira observação que cabe fazer a esse respeito é que, diferentemente do afirmado pela acusação, não se pode concluir que o cumprimento da meta relativa ao endividamento/EBITDA tinha se tornado improvável ao final do período analisado pela SEP. Com efeito, tomando-se por base as atas das quatro últimas reuniões, tem-se que, segundo a projeção interna de câmbio da Petrobras, a probabilidade de realização da meta era de 99% em 13.6.2014, 98% em 18.7.2014, 97% em 8.8.2014 e 70% em 12.9.2014, caso os reajustes fossem realizados no teto.[9]

[9] Reajustes "pelo teto" nesse momento significavam reajustes de 8% para a gasolina e para o diesel, em outubro do mesmo ano. Os reajustes acabaram sendo realizados no início de novembro.

106. Ainda que se possa discutir a metodologia utilizada nas projeções internas de câmbio,[10] dadas as divergências apresentadas em relação ao boletim Focus,[11] fato é que ela era considerada tanto pela Diretoria Executiva como pelo Conselho de Administração como um elemento de informação válido para subsidiar as discussões sobre a política comercial e financeira da Companhia.

107. Desse modo, parece-me que os defendentes, que integravam o órgão colegiado, podiam basear-se nessas projeções para avaliar a probabilidade de cumprimento das Metas Financeiras da Companhia.

108. E sendo assim, não vejo como concluir, a partir dos mesmos elementos considerados pela acusação, que os defendentes teriam agido de maneira a inviabilizar o cumprimento da meta relativa ao endividamento/EBITDA da Companhia. Ao contrário, considerando o número indicado na reunião de 12.9.2014 – a última da série de reuniões examinada pela SEP – tem-se que eles poderiam legitimamente considerar provável o cumprimento da referida meta (70%).

109. Portanto, deixando-se de lado essa meta, resta examinar se, como afirma a acusação, os defendentes agiram intencionalmente de maneira a inviabilizar a segunda meta financeira, qual seja, o reenquadramento da alavancagem financeira no limite de 35% até dezembro 2015.

110. Nesse tocante, como já mencionado, a partir de novembro de 2013, a condução da política de preços da Petrobras passou a ser, regularmente, debatida pelos membros do Conselho de Administração. Em cada oportunidade, os conselheiros analisavam as projeções apresentadas pela Diretoria Executiva em conjunto com a Gerência de Desempenho Empresarial – que se baseavam em dois cenários de câmbio (Boletim Focus e metodologia interna da Petrobras) – e discutiam a trajetória esperada dos indicadores financeiros tendo em vista diversas variáveis, tais como a conjuntura macroeconômica, a curva de produção da Companhia, a realização de desinvestimentos, a redução de custos

[10] Em resposta ao questionamento de um conselheiro de como a projeção do câmbio Petrobras era calculada, o gerente executivo de desempenho empresarial da Companhia explicou que o modelo de projeção da Petrobras considera que fatores como o crescimento na exportação de *commodities* pelo Brasil, especialmente, petróleo, minério e alimentos e o crescimento da economia mundial e dos países centrais no horizonte de médio prazo, levaria à referida trajetória de taxa de câmbio, mas que o modelo não incorpora integralmente a volatilidade do câmbio no curto prazo. (fls. 589)

[11] O "boletim Focus" ou "relatório de mercado Focus" é uma divulgação semanal elaborada pelo Banco Central do Brasil a partir das expectativas de instituições financeiras e outros participantes do mercado. http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2013-Expectativas%20de%20Mercado.pdf.

e a inversão da posição da Petrobras de importadora líquida para exportadora líquida. As discussões eram marcadas por embates entre os conselheiros ora acusados e os demais membros do colegiado, que defendiam a realização imediata de reajustes nos preços dos combustíveis.

111. Depreende-se da cronologia dos fatos que, inicialmente, os conselheiros que formavam a posição majoritária dentro do colegiado contavam, sobretudo, com a valorização da moeda local e o crescimento da produção da Companhia para o atingimento das Metas Financeiras.

112. Assim, na primeira reunião que seguiu à divulgação da política de preços da Companhia, realizada em 20.12.2013, o conselheiro Luciano Coutinho ressaltou a "importância da reversão da posição da Companhia de importadora para exportadora líquida ao final de 2015" para o cumprimento das Metas Financeiras, visto que "a posição de exportadora líquida aliviará o desequilíbrio entre a geração de receitas em reais e em moeda estrangeira, o que aliviaria a Companhia por ter 60% de seus custos (CAPEX e OPEX) em moeda estrangeira".

113. Nessa mesma ocasião, a conselheira e diretora presidente M.G.F. "sinalizou uma visão otimista", entendendo que "esta combinação de preço e produção conduzirá a Companhia à queda dos indicadores de endividamento líquido e de alavancagem, já em 2014, e à queda das captações no mercado internacional, mais fortemente em 2015, quando também o fluxo de caixa passará a ser positivo" (fls. 388).

114. Na reunião de 25.2.2014, após nova consideração de Luciano Galvão Coutinho sobre a reversão estrutural da Companhia de importadora para exportadora líquida em 2015, a maioria do conselho de administração entendeu que "observada a política de preços, a convergência para os limites desejados poderá ser iniciada na medida em que suba a curva de produção em 2014 e 2015" (fls. 431).

115. Na reunião seguinte, ocorrida em 21.3.2014, Guido Mantega "observou que o cenário atual de câmbio elevado, que vem prejudicando o resultado da Petrobras, deverá ser invertido, refletindo o aumento da produção e a queda das importações da Companhia, e que a trajetória que vem sendo seguida é adequada e está dentro do possível no momento" (fls. 450). Nessa ocasião, a conselheira e diretora presidente M.G.F. "afirmou que o aumento da produção até 2016 está garantido pelos reservatórios (reservas) e pela entrada em operação das novas plataformas de produção" (fls. 450-451).

116. Na próxima reunião, de 25.4.2014, os conselheiros foram informados pela Diretoria Executiva que, segundo a projeção elaborada a partir do Boletim Focus, não haveria expectativa de o indicador referente à alavancagem financeira enquadrar-se no Limite estabelecido. Considerando-se a projeção interna do câmbio, a probabilidade de a meta ser alcançada seria de 14%.

117. No entanto, na mesma ocasião, o Gerente Executivo de Planejamento Financeiro e Gestão de Riscos salientou que a realização do PNG 2014-2018 – que havia sido aprovado na reunião de fevereiro de 2014 – proporcionaria melhoria dos indicadores financeiros da Companhia, tendo como premissas não apenas a convergência de preços como também a realização das reestruturações de modelos de negócios e os desinvestimentos. Ressaltou, ademais, que outra variável tão importante quanto a convergência de preço para o êxito do PNG 2014-2018 seria a realização da curva de produção (fls. 482-483).

118. A maioria do Conselho decidiu, novamente, orientar a Diretoria Executiva a manter a política de preços em curso. Os defendentes acompanharam o entendimento do Presidente do Conselho de Administração Guido Mantega, segundo quem "a deterioração cambial de 2013 provocada na economia mundial pelo Federal Reserva (FED) está na origem do afastamento dos preços da Petrobras da paridade cambial, porém que já está em curso a recuperação das economias emergentes e consequentemente do valor de suas moedas (...). Destacou que a Petrobras vem mantendo elevado nível de investimento e alcançará este ano o objetivo de 7,5% (+/- 1 p.p.) de aumento de produção de petróleo, que lhe possibilitará, na sequência, rentabilidade crescente". Ao final, recomendou que a Companhia continuasse realizando seus investimentos a fim de alcançar os objetivos definidos (fls. 479-480).

119. Assim, verifica-se que, em um primeiro momento, os Defendentes, que formavam a posição majoritária do Conselho, acreditavam que os indicadores financeiros da Companhia poderiam ser recuperados com base em determinadas premissas, quais sejam, a valorização da moeda local frente ao dólar e, sobretudo, o aumento da produção de petróleo, que permitiria à Companhia passar da condição de importadora para exportadora líquida – o que atenuaria os déficits incorridos pela Companhia com a importação de derivados de petróleo.

120. A meu ver, não há nos autos elementos suficientes que permitam desqualificar as opiniões dos defendentes e concluir que elas não eram razoáveis. Com efeito, não há

elementos que permitam afirmar conclusivamente que as decisões dos defendentes não eram tomadas de forma refletida e informada, considerando a sua expertise técnica sobre a matéria.

121. Além disso, a estratégia então adotada tinha a vantagem de conciliar o cumprimento das diferentes metas da política de preços. Com efeito, se os prognósticos se confirmassem, a Companhia teria conseguido, a um só tempo, enquadrar-se nos indicadores financeiros e evitar o repasse da volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico.

122. Também cumpre notar que a adoção dessa estratégia não representava uma divergência em relação ao que havia sido divulgado ao mercado, pois, no aviso de fato relevante de 29.11.2013, a Companhia havia esclarecido que contava não só com o reajuste de preços, mas também com o crescimento da produção de petróleo para alcançar os Limites no prazo de 24 meses.

123. No entanto, o que se verifica, nas reuniões seguintes, é que as projeções elaboradas pela Diretoria Executiva se mantiveram pessimistas ao passo que o nível de alavancagem financeira da Companhia continuava a deteriorar-se. Nas demonstrações financeiras relativas ao primeiro trimestre de 2014 foi informado que a alavancagem havia alcançado o índice de 39%. Nas referentes ao segundo trimestre, tal índice chegou a 40%.

124. À medida que o tempo passava aumentavam os sinais de que as premissas da estratégia então adotada – valorização da moeda local e crescimento da produção de petróleo – não se confirmariam, tornando, assim, os reajustes de preços necessários para a redução da alavancagem da Companhia.

125. Tanto é assim que, embora continuassem a destacar os efeitos favoráveis esperados da evolução favorável da produção e do câmbio, os Defendentes passaram a mencionar expressamente a importância dos reajustes para que a Companhia continuasse perseguindo as Metas Financeiras.

126. Nessa direção, na reunião de 13.6.2014, as projeções apresentadas pela Diretoria Executiva indicavam que não havia perspectiva de cumprimento da meta de alavancagem ao final de 2015.

127. Ao examinar as informações trazidas pela Diretoria Executiva, o Presidente do Conselho ponderou que “as cenarizações feitas indicavam que era possível que a

Companhia alcançasse os objetivos de endividamento e alavancagem estabelecidos pelo Colegiado para o final de 2015, com **determinados reajustes de preço** e aumento da produção, e que, portanto, sua sugestão era a manutenção da política praticada por estar adequada na direção dos resultados esperados" (fls. 511).

128. Por sua vez, a conselheira e diretora presidente M.G.F. deixou claro que o reajuste de preço era "necessário para o alcance dos valores fixados para os indicadores de endividamento e alavancagem nos 18 meses que [restavam] até dezembro de 2015".

129. Na reunião seguinte, ocorrida 18.7.2014, foi a vez do conselheiro Luciano Galvão Coutinho destacar "que **os reajustes de preço são necessários, virão e serão praticados**, porque a Companhia precisa ter seus índices de financiabilidade preservados" e que não se poderia aceitar a hipótese de não ocorrer reajustes (fls. 533).

130. Na reunião ocorrida em 8.8.2014, os conselheiros discutiram as demonstrações financeiras referentes ao 2º trimestre de 2014. Durante a apresentação feita pela Diretoria Executiva, destacou-se que "os aumentos das produções de petróleo (entrada de novos FPSos) e de derivados (entrada em operação da Refinaria Abreu e Lima – RNEST em 4-11-2014), o aumento da exportação de óleo e a menor dependência da importação de derivados serão as novas condições que irão levar à maior geração de EBITDA e à reversão dos indicadores de endividamento em 2015" e a melhoria na gestão, em virtude da "execução do Programa de Otimização de Custos Operacionais (PROCOP)" (fls. 559).

131. Na mesma reunião, a Diretoria Executiva informou que as projeções elaboradas indicavam, novamente, que não havia perspectiva de cumprimento da meta relativa à alavancagem financeira da Companhia.

132. O Presidente do Conselho voltou a expressar as suas expectativas quanto aos efeitos positivos que adviriam do crescimento da produção de petróleo e da melhora na conjuntura macroeconômica, destacando, nessa direção, que o comportamento recente do câmbio, marcado por maior volatilidade, "estaria sendo superada com o bom fluxo de entrada de capital externo, a melhora dos resultados do balanço de pagamentos do País, particularmente a conta petróleo com o aumento da produção interna da Petrobras, a reversão das expectativas negativas contra os mercados emergentes e a estabilização e recuperação da economia internacional" (fls. 562).

133. No entanto, consignou que "quando ocorrer o reajuste de preço, **a situação contábil e financeira da companhia ficará normalizada**" (fls. 561 – grifou-se). Em

sentido semelhante, o conselheiro Luciano Galvão Coutinho voltou a dizer que "os reajustes de preço são **necessários** e que ocorrerão no espaço de tempo que está sendo previsto" (grifou-se).

134. Disso tudo chama atenção o fato de os defendentes terem adiado, por sucessivas reuniões, a decisão de orientar a Diretoria Executiva a aumentar os preços dos combustíveis, apesar da persistente deterioração nos indicadores financeiros da Companhia, apesar das projeções negativas apresentadas pela Diretoria Executiva e apesar de reconhecerem, expressamente, a necessidade dos reajustes.

135. Tal decisão, como já mencionado, foi tomada apenas na reunião realizada no final de outubro de 2014. Nessa ocasião, o Presidente do Conselho Guido Mantega "comentou que as defasagens de preços da gasolina e do óleo diesel diminuíram, porém para que se obtenha uma melhora dos indicadores de endividamento e alavancagem é preciso passar um tempo com os preços acima da paridade a fim de recompor as defasagens do passado".

136. Desse modo, "recomendou à Diretoria Executiva que aumente, quando considerar conveniente ainda no ano em curso, os preços da gasolina e do óleo diesel e que procure mantê-los acima do preço de paridade no futuro para chegar a um equilíbrio financeiro melhor" (fls. 2.317-2.318).

137. Parece-me, portanto, que a acusação não está equivocada ao constatar que "o conselho de administração estava propenso a tolerar o descumprimento dos prazos" (fls. 2.075). Com efeito, há elementos suficientes para entender que o cumprimento da meta relativa à alavancagem financeira foi sacrificado.

138. No entanto, cumpre examinar essa decisão da maioria do Conselho em um contexto mais amplo, tendo em vista que a Petrobras é uma sociedade de economia mista, que persegue, além do fim lucrativo, objetivos de natureza pública.

139. Nesse sentido, note-se, novamente, que a política de preços divulgada em 29.11.2013 enunciava três objetivos a serem alcançados, sem estabelecer hierarquia entre eles, a saber: **(a)** assegurar que os Limites estabelecidos no PNG 2013-2017 fossem observados em até 24 (vinte e quatro) meses, considerando o crescimento da produção e reajustes de preço; **(b)** alcançar, em prazo compatível, a convergência de preços; e **(c)** não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico.

140. Tais objetivos, ressalte-se, eram conflitantes entre si. Se, de um lado, a perseguição dos Limites poderia exigir que se aumentassem os preços dos combustíveis de maneira a alinhá-los aos preços internacionais, de outro lado, o não repasse da volatilidade justificava, em sentido oposto, que esses reajustes não fossem realizados ou, ao menos, represados por certo período de tempo.

141. De modo semelhante, a já referida Lei nº 9.478 vincula o cumprimento da Política Nacional Energética a finalidades que podem revelar-se antagônicas. De uma parte, o art. 1º, inciso X, erige como objetivo a atração de investimentos na produção de energia, prestigiando, assim, a fixação de preços no mercado doméstico que sejam capazes de remunerar adequadamente o capital dos investidores. De outra parte, como já destacado neste voto, o inciso III do mesmo art. 1º considera a proteção dos interesses do consumidor quanto ao preço dos produtos como um objetivo igualmente importante.

142. Nesse contexto, o acionista controlador e os administradores tinham diante de si a tarefa de avaliar a melhor forma de conduzir a política comercial e financeira da Petrobras e decidir como equilibrar esses objetivos, inclusive, se entendessem necessário, fazendo um prevalecer sobre outro. Em outras palavras, sendo essa política dirigida, ao mesmo tempo, ao atingimento de finalidades que poderiam se mostrar conflitantes – atingimento de metas financeiras e não repasse da volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico – o Conselho de Administração poderia decidir qual das duas preponderaria.

143. Nesse sentido, a leitura das atas das reuniões do referido órgão evidencia que os Defendentes tomavam suas decisões sobre a política de preços da Petrobras tendo em conta não só as Metas Financeiras como também os demais objetivos assumidos pela Companhia.

144. Assim, na reunião ocorrida em 9.8.2013, o conselheiro Luciano Coutinho observou que "a política de preços deve ser mantida com visão de médio prazo, a fim de a Petrobras não transmitir a volatilidade cambial de curto prazo ao suprimento do País, como faria uma empresa exclusivamente importadora", bem como que "a Companhia deve ser avaliada sob a perspectiva de médio e longo prazos, quando se materializará a curva ascendente de produção que se refletirá favoravelmente nos indicadores de endividamento" (fls. 295).

145. Por sua vez, na reunião de 13.9.2013, o Presidente do Conselho Guido Mantega deixou claro que, na sua visão, a Petrobras deveria assegurar a estabilidade dos preços no

mercado doméstico, ainda que disso decorressem prejuízos financeiros. A esse respeito, "ponderou que em períodos de conjuntura favorável (queda do preço do petróleo e valorização do real), a Petrobras se beneficiou de sobrepreço, sem que tivesse sido questionada para restabelecer paridade internacional, e, como contraponto, propôs que a Companhia continuasse a praticar a metodologia de preços médios, com correções ao longo do tempo" (fls. 315). Além disso, observou que "a Petrobras encontra-se em um período de grande esforço de investimento, e o retorno ocorrerá com o tempo" (fls. 315).

146. Na reunião de 29.11.2013, quando foi aprovada a política de preços, o conselheiro Luciano Coutinho voltou a destacar a importância de não repassar volatilidade para o mercado doméstico, tendo em vista, notadamente, a posição estratégica ocupada pela Companhia no cenário econômico brasileiro.

147. Nesse sentido, o conselheiro ressaltou que "o repasse da volatilidade de preços da gasolina e diesel pela Petrobrás não é conveniente dada a sua posição como grande empresa nacional, com responsabilidade de suprir o mercado brasileiro e, sobretudo, porque o processo de estabilização da economia brasileira é historicamente recente e ainda vulnerável à memória inflacionária, que poderia ser estimulada pela pré-definição dos preços da gasolina e diesel" (fls. 357 e 359).

148. Na mesma ocasião, José Maria Ferreira Rangel destacou a "importância de se evitar que reajustes de preço da gasolina e do diesel realimentem a inflação e levem à indexação da economia, a fim de preservar o poder de compra dos trabalhadores" (fls. 360).

149. Na reunião de 8.8.2014, os defendentes voltaram a defender que a Companhia deveria se preocupar com a estabilidade dos preços, e não apenas com a paridade com os preços internacionais, ainda que isso pudesse comprometer os resultados da Companhia no curto prazo. Nesse sentido, o Presidente Guido Mantega ressaltou que "todos os anos houve reajuste de preço, porém quando há oscilações grandes do câmbio não é possível ter a paridade imediata, **e quem tem a visão de curto prazo não deveria se interessar pela Petrobras, pois é uma companhia com visão de médio e longo prazos**" (grifou-se).

150. Na mesma direção, o conselheiro Luciano Coutinho ressaltou que houve "períodos em que o preço situou-se acima da paridade internacional, e que naquele momento não teria sentido considerar que a companhia estava auferindo lucro excedente e a paridade se corrigiu no tempo" (fls. 564-565).

151. Por sua vez, Sergio Franklin Quintella destacou que "a Petrobras é uma sociedade de economia mista controlada pela União, e, portanto, de interesse nacional", não podendo "ser tratada como uma empresa privada com liberdade de ação. Tal fato não é desconhecido por seus acionistas brasileiros e estrangeiros, e inclusive está expresso nos relatórios anuais (Form 20-F) à SEC dos Estados Unidos." Manifestou ser importante que a Companhia praticasse preços realistas, mas que se este "não for ou não puder ser praticado no mercado, sobretudo por interesse nacional, particularmente nos períodos em que a conjuntura requeira uma administração mais rigorosa do preço da companhia, ou até que os novos investimentos passem a dar retorno, é favorável, como já propôs, ao uso temporário da conta petróleo" (fls. 565).

152. Em suma, os defendentes não estavam comprometidos apenas em perseguir as Metas Financeiras, mas também em assegurar a estabilidade dos preços no mercado doméstico, por meio do não repasse da volatilidade observada nos preços internacionais, conforme constava expressamente na política de preços divulgada ao mercado em 29.11.2013. E diante disso, ao que tudo indica, optaram por dar preferência à estabilidade dos preços no mercado doméstico, ainda que assumindo o risco de comprometer o atingimento da meta relativa à alavancagem financeira dentro prazo estabelecido.

153. Se esta decisão foi acertada ou não, trata-se de questão de mérito negocial que extrapola os limites da acusação, uma vez que se confunde, em grande medida, com a legalidade da própria política de preços. Se era lícito à Companhia adotar uma política que contivesse objetivos potencialmente conflitantes, não me parece possível concluir que a administração não pudesse, na condução dessa política, decidir qual deles deveria preponderar em determinado momento.

154. Vale lembrar que, antes da instauração deste processo sancionador, a SEP e a PFE examinaram as reclamações de investidores sobre a política de preços adotada pela Petrobras e, como já mencionado, concluíram que ela não poderia ser havida como ilegal. Prevaleceu o entendimento de que ela se inseria no fim público que a Companhia deveria seguir, nos termos do art. 1º, III, da Lei nº 9.478/1997, segundo o qual constitui objetivo da Política Energética Nacional a proteção do consumidor quanto a preço, qualidade e oferta de produtos. Além disso, tanto a PFE como a SEP ressaltaram que não caberia à CVM questionar o mérito da referida política, em razão da incidência da **business judgment rule**.

155. Desse modo, não cabe aqui examinar a legalidade da decisão dos defendentes de fazer preponderar o objetivo relacionado à estabilidade dos preços dos combustíveis no mercado doméstico sobre a perseguição das Metas Financeiras.

156. O que importa sublinhar – para os fins da acusação – é que a política de preços da Petrobras, aprovada em novembro de 2013, tinha fins diversos e não hierarquizados entre si, de tal modo que a análise da conduta dos defendentes deve ser feita tendo em conta o conjunto de objetivos assumidos, e não apenas um deles.

157. Seguindo essa perspectiva, não me parece possível afirmar, como faz a acusação, que "a Petrobras se desviou, de modo intencional, dos objetivos comunicados aos investidores", pois o não repasse da volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico constava expressamente como uma das finalidades da política de preços e também seria considerada pelos conselheiros em suas decisões, podendo, em caso de conflito, preponderar sobre as demais por certos períodos.

158. De todo modo, cumpre examinar se houve alguma falha informacional. Segundo o Termo de Acusação, os defendentes teriam induzido em erro os investidores, suscitando expectativas que não estariam dispostos a atender ao aprovarem planos quinquenais e uma política de preços com o declarado objetivo de atingir níveis objetivos de endividamento em datas predefinidas.

159. Assim, parece-me necessário passar à análise do elemento central da acusação – se a conduta dos defendentes teve por resultado induzir em erro os investidores.

IV.2) INDUÇÃO EM ERRO DOS INVESTIDORES

160. Como já exposto, na visão da acusação, a indução em erro teria sido provocada em razão de os conselheiros terem sinalizado ao mercado que estavam comprometidos com o cumprimento das Metas Financeiras, em datas predefinidas, embora não tivessem o propósito genuíno de buscá-las, já que não se mostravam dispostos a reajustar os preços dos combustíveis da forma necessária ao atingimento desses objetivos.

161. A acusação baseia-se nos seguintes documentos públicos da Companhia: **(i)** o PNG2013-2014, divulgado em 15.3.2013; **(ii)** o aviso de fato relevante de 29.11.2013 sobre a política de preços que havia sido aprovada pela administração da Companhia no mesmo dia; e **(iii)** o PNG2014-2018, divulgado em 25.2.2014. Todos esses documentos informaram ao mercado que a Companhia havia adotado determinados objetivos,

inclusive as metas relativas à redução do endividamento e da alavancagem financeira da Companhia.

162. A acusação dá especial destaque ao aviso de fato relevante de 29.11.2013 e ao PNG2014-2018. O primeiro porque, segundo a SEP, teria gerado no mercado uma expectativa de mudança na forma com que a administração da Companhia conduzia os reajustes de preços, no sentido de buscar com mais afinco o retorno dos indicadores financeiros aos Limites definidos. O segundo porque teria mantido o mercado em erro, sinalizando que a administração da Companhia continuava comprometida com o atingimento das Metas Financeiras.

163. A meu ver, contudo, há diversas razões que desautorizam as conclusões alcançadas pela acusação.

164. Inicialmente, cumpre notar que metas, projeções ou estimativas representam expectativas da administração quanto a fatos futuros e incertos, e não compromissos firmes. Os documentos públicos citados pela acusação – PNG2013-2017 e PNG2014-2018 – continham alertas nessa direção, esclarecendo os riscos relativos à concretização das metas ali indicadas, conforme segue transcrito abaixo:

> "Estas apresentações podem conter previsões acerca de eventos futuros. **Tais previsões refletem apenas expectativas dos administradores da Companhia** sobre condições futuras da economia, além do setor de atuação, do desempenho e dos resultados financeiros da Companhia, dentre outros. Os termos "antecipa", "acredita", "espera", "prevê", "pretende", "planeja", "projeta", "objetiva", "deverá", bem como outros termos similares, visam a identificar tais **previsões, as quais, evidentemente, envolvem riscos e incertezas previstos ou não pela Companhia e, consequentemente, não são garantias de resultados futuros da Companhia**. **Portanto, os resultados futuros das operações da Companhia podem diferir das atuais expectativas, e o leitor não deve ser basear exclusivamente nas informações aqui contidas**. A Companhia não se obriga a atualizar as apresentações e previsões à luz de novas informações ou de seus desdobramentos futuros. Os valores informados para 2013 em diante são estimativas ou metas." (fl. 85) (grifou-se).

165. Em relação à divulgação de qualquer projeção ou estimativa, o investidor forma as suas expectativas considerando os riscos de os objetivos anunciados não serem concretizados. E no caso da Petrobras não me parece que tenha sido diferente.

166. Em segundo lugar, cumpre notar que a Companhia divulgava trimestralmente os seus indicadores financeiros,[12] bem como anunciava, por meio de fato relevante, qualquer ajuste efetuado nos preços dos combustíveis. Desse modo, os investidores estavam em condição de acompanhar a trajetória dos indicadores e fazerem o seu próprio juízo sobre a evolução da situação financeira da Petrobras.

167. A terceira – e mais importante – razão é que me parece que a acusação não considerou que a política de preços, tal como divulgada ao mercado, buscava o atingimento de três objetivos diferentes e possivelmente antagônicos – e não apenas o objetivo relativo ao cumprimento das Metas Financeiras.

168. Com já mencionado neste voto, o aviso de fato relevante divulgado em 29.11.2013 esclareceu ao mercado que a política de preços tinha três objetivos, não hierárquicos entre si, a saber: **(a)** assegurar que os Limites estabelecidos no PNG 2013-2017 fossem observados em até 24 (vinte e quatro) meses, considerando o crescimento da produção e reajustes de preço; **(b)** alcançar, em prazo compatível, a convergência de preços; e **(c)** não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico.

169. Diante disso, depreende-se que a Companhia não promoveria de imediato a paridade dos preços domésticos com os internacionais; ao contrário, havia o risco de os preços locais permanecerem abaixo das referências internacionais por prazo indefinido dentro dos 24 (vinte quatro) meses estabelecidos na política.

170. Também pode ser entendido que a Companhia manteria a prática – adotada desde 2002 – de não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico, continuando, assim, a sofrer as perdas daí decorrentes, em prejuízo da recuperação dos seus indicadores financeiros e, em última instância, da sua lucratividade.

171. Esse ponto, já destacado neste voto, é especialmente importante: a política de preços anunciada ao mercado continha objetivos de natureza diversa, como sói acontecer nas sociedades de economia mista. De um lado, havia um fim tipicamente privado – a redução do endividamento e a consequente melhora na capacidade de geração de caixa da empresa – e de outro, um objetivo eminentemente público, qual seja, atender às expectativas do consumidor doméstico quanto à estabilidade dos preços dos combustíveis.

[12] Nas notas explicativas dos ITRs e das DFP.

172. Tais finalidades, como já exposto, se afiguravam antagônicas, de modo que caberia à administração da Companhia avaliar como seriam equilibradas ou decidir, conforme o caso, qual preponderaria sobre a outra em determinados períodos.

173. A propósito, convém notar que a Companhia mantinha seus investidores alertados de que seus objetivos públicos poderiam afetar negativamente os seus resultados operacionais e a sua posição financeira, dando destaque ao fato de que poderia ser orientada a atender os "requisitos de consumo dos brasileiros". É o que se lê no formulário de referência 2013, v. 1, apresentado em 9.5.2013:

> "**O governo brasileiro, na qualidade de nosso acionista controlador, poderá nos exigir o alcance de certas metas macroeconômicas e sociais que poderão ter um impacto negativo nos nossos resultados operacionais e posição financeira**.
> O governo brasileiro, na qualidade de acionista controlador, já alcançou, e poderá alcançar no futuro, alguns de seus objetivos macroeconômicos e sociais através de nossa companhia, conforme seja permitido por lei. A legislação brasileira exige que o governo federal detenha a maioria de nossas ações com direito a voto e, enquanto isto acontecer, o governo federal terá o poder de eleger a maioria dos membros de nosso Conselho de Administração e, através deles, a maioria dos membros da diretoria executiva que são responsáveis pela nossa gestão diária. **Como resultado, poderemos entrar em atividades que dêem preferência aos objetivos do governo federal brasileiro em vez de nossos próprios objetivos econômicos e empresariais**.
> Em especial, **continuamos a prestar assistência ao governo federal brasileiro para garantir que o suprimento e o preço do petróleo e derivados no Brasil atendam aos requisitos de consumo dos brasileiros**. Assim, podemos fazer investimentos, incorrer em custos e realizar vendas em condições que **poderão impactar negativamente em nossos resultados operacionais e posição financeira**. Antes de janeiro de 2002, os preços do petróleo e derivados eram regulados pelo governo federal, que ocasionalmente estabelecia preços abaixo dos predominantes nos mercados mundiais de petróleo. Não podemos assegurar que os controles de preço não serão restaurados no Brasil." (grifou-se)
>
> * * *
>
> "**Os preços internacionais do petróleo e derivados de petróleo são voláteis com impacto significativo sobre a companhia**. **Talvez não possamos ajustar nossos preços referente aos produtos vendidos no Brasil quando os preços internacionais do petróleo cru e derivados de petróleo aumentam ou quando o Real se desvaloriza frente o dólar norte-americano, o que poderia afetar negativamente nossos resultados operacionais.**
> A maior parte de nossa receita deriva, principalmente, das vendas de petróleo cru e derivados de petróleo no Brasil, e em menor extensão, de gás natural. Mudanças nos preços do petróleo cru geralmente resultam em mudanças nos preços de derivados de petróleo e gás natural. Historicamente, os preços internacionais do petróleo cru, derivados de petróleo e gás natural têm oscilado muito devido a vários fatores globais e regionais. **A volatilidade e a incerteza dos preços internacionais do petróleo cru, derivados de petróleo e gás natural podem persistir. Declínios substanciais ou**

> **extensos nos preços internacionais de petróleo cru poderão afetar adversamente nossos negócios, resultados operacionais e nossa condição financeira**, bem como o valor de nossas reservas provadas.
> **Nossa política de preços no Brasil pretende estar em paridade com os preços dos produtos internacionais no longo prazo, no entanto, não ajustamos necessariamente nossos preços para diesel, gasolina e outros produtos, para refletir a volatilidade dos preços do petróleo nos mercados internacionais ou movimentações de curto prazo no valor do Real. Com base nas decisões do governo federal na qualidade de nosso acionista controlador, nós temos e podemos continuar tendo períodos durante os quais nossos produtos não estarão em paridade com os preços dos produtos internacionais.**"

174. Parece-me, assim, que as informações disponíveis no mercado deixavam claro que o reajuste de preços para a convergência dos Limites poderia ceder ao objetivo de não repassar a volatilidade ao consumidor doméstico.

175. Assim, além das incertezas inerentes a qualquer meta ou estimativa, a política de preços da Petrobras trazia, em si, o risco de nem todas as metas serem perseguidas com a mesma intensidade, dada a possibilidade de a administração fazer uma preponderar sobre a outra.

176. De fato, no caso em análise, o que se verifica é que a Petrobras cumpriu, no prazo assinalado, dois dos três objetivos. A volatilidade dos preços internacionais não foi repassada ao consumidor doméstico e a convergência de preços foi alcançada ao final de 2014. Quanto às Metas Financeiras, as informações contidas nos autos autorizam concluir que elas não seriam cumpridas até o final de 2015, embora elas tenham sido substituídas por outras antes de findo o prazo, por ocasião da aprovação do PNG 2015-2019.[13]

177. A quarta razão que me leva a discordar da acusação, no que se refere ao induzimento dos investidores a erro, diz respeito ao suposto efeito que a divulgação da política de preços da Companhia, em 29.11.2013, teve no mercado. A meu ver, tal divulgação não gerou nem poderia gerar a expectativa de que a administração alteraria a sua política de reajuste dos preços dos combustíveis, passando a fazê-lo de maneira mais frequente ou intensa.

178. Nesse tocante, cumpre, inicialmente, contextualizar o anúncio da referida política. Como mencionado, em setembro de 2002, a Companhia alterou a sua política de preços, antes baseada na paridade com o preço de importação, passando a prever que

[13] A Companhia, nesse momento, já se encontrava sob nova administração.

poderia deixar de acompanhar, por certos períodos, os preços internacionais, de maneira a não repassar a volatilidade ao consumidor doméstico.

179. Desde então até os fatos apurados neste processo, a Companhia sempre informou aos investidores que a convergência deveria ocorrer no longo prazo, de forma que ela poderia incorrer em prejuízos caso os preços no mercado local fossem mantidos abaixo dos internacionais.

180. De outra parte, desde ao menos 2011,[14] a Petrobras divulgava, em seus planos quinquenais de negócios, estimativas dos níveis de endividamento e alavancagem. No PNG2013-2017, divulgado em 15.3.2013, a Companhia anunciou que o indicador relativo à alavancagem financeira não ultrapassaria 35%, mantendo-se no intervalo de 25 a 35% até o final do período. A seu turno, o indicador endividamento líquido/EBITDA passaria do limite de 2,5x em 2013, mas retornaria a esse limite a partir de 2014, encerrando em 2017 em 1,65x.

181. Como assinalado no Termo de Acusação, a partir de meados de 2013, em meio às notícias que destacavam a deterioração da situação financeira da Petrobras, começaram a surgir especulações de que a administração adotaria uma nova política de preços, de maneira a dar previsibilidade à convergência de preços e à geração de caixa da Companhia.

182. As expectativas se tornaram maiores ao final do mês de outubro quando a Companhia divulgou ao mercado que a Diretoria Executiva havia aprovado e apresentado ao Conselho de Administração uma nova metodologia que previa reajustes automáticos dos preços do diesel e da gasolina.[15]

183. É nesse contexto que a Companhia divulgou o aviso de fato relevante de 29.11.2013, noticiando ao mercado a política de preços que havia, naquele dia, sido aprovada pela Diretoria Executiva e "referendada" pelo Conselho de Administração.

184. Fato é que a política então enunciada frustrou todas as expectativas. Ao contrário do esperado, ela não previa nenhuma fórmula de reajustes automáticos. Além disso, reconhecia que os indicadores financeiros não retornariam dentro dos Limites nos prazos assinalados no PNG 2013-2017.

---

[14] V. http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/apresentacoes/plano-de-negocios-e-gestao.
[15] Aviso de fato relevante publicado em 25 de outubro de 2013, aditado, a pedido da SEP, por outro aviso de fato relevante em 30 de outubro.

185. Enquanto o Plano previa que a alavancagem não ultrapassaria o limite nos próximos cinco anos, o aviso de fato relevante informou que a administração esperava o retorno somente no prazo de 24 meses. Da mesma forma, o endividamento líquido/EBITDA somente voltaria ao limite de 2,5x no prazo de 24 meses, diferentemente do informado no Plano, que previa o reenquadramento do indicador ainda em 2014.

186. A única informação positiva, que se podia extrair do referido documento, dizia respeito à convergência dos preços domésticos com os internacionais. Até então a Companhia só havia informado que a paridade seria buscada no "longo prazo". Com o fato relevante, a Companhia deu mais concretude a esse horizonte temporal, informando que a convergência ocorreria em algum momento dentro do prazo de 24 meses.

187. Nesse ponto, mostra-se elucidativa a declaração de J.C.G.S., conselheiro de administração da Petrobras em período anterior a 29.11.2013, quando instado no presente processo a explicar a mudança da política de preços objeto do fato relevante:

> "Anteriormente [a 29.11.2013], a administração da empresa já buscava a convergência dos preços domésticos às referências internacionais evitando repassar a volatilidade destes ao consumidor doméstico, sem que existisse um prazo específico para alcançar o equilíbrio. O aprimoramento ocorrido foi o estabelecimento de um prazo máximo (24 meses) para a convergência dos preços no Brasil com as referências do mercado internacional, possibilitando uma maior previsibilidade à geração de caixa da Petrobras. A definição de um prazo máximo já vinha sendo debatida nas reuniões do conselho de que participei e registrada como sugestão de alguns de seus administradores. O prazo de 24 meses implementado a partir do referido Fato Relevante, ainda que extenso, estabeleceu um horizonte máximo para a convergência."

188. Em suma, o anúncio da política de preços sinalizava ao mercado que **(i)** a Companhia demoraria mais tempo para recuperar os seus indicadores financeiros e, por consequência, a sua capacidade de geração de caixa; **(ii)** os reajustes continuariam ser realizados da forma como vinha sendo feitos, ou seja, de forma casuística, por decisão *ad hoc* da administração; **(iii)** a Companhia poderia continuar a manter os preços domésticos abaixo das referências internacionais, de maneira a não repassar a volatilidade ao consumidor brasileiro; e **(iv)** a convergência seria realizada, mas levaria ainda algum tempo e, até lá, a Companhia poderia continuar a sofrer perdas com a comercialização de combustíveis.

189. Em vista disso, não me parece correta a leitura da acusação de que a divulgação da política poderia ter criado junto ao público investidor a expectativa de que algo

mudaria na condução dos reajustes dos preços dos combustíveis. E de fato, há diversas evidências a demonstrar que os investidores receberam a divulgação de forma negativa, compreendendo que ela significava, tão-somente, a continuidade do *status quo*.

190. Em primeiro lugar, as cotações das ações ordinárias e preferenciais da Companhia (PETR3 e PETR4) sofreram, no dia útil seguinte à divulgação da política e dos reajustes nos preços dos combustíveis, queda expressiva de, respectivamente, 10,37% e 9,20%,[16] o que pode ser lido como uma correção nas expectativas dos investidores dadas as incertezas que continuariam a cercar a condução da política de preços e a recuperação da situação financeira da empresa.

191. As notícias de jornal que seguiram à divulgação do fato relevante ilustram a reação do mercado:

> **Folha de São Paulo**
>
> "**Petrobras tem maior tombo diário na Bolsa desde 2008, com nova política de preços.** A Petrobras teve nesta segunda-feira (2) seu maior tombo diário na Bolsa desde a crise de 2008, diante da decepção do mercado com o reajuste da gasolina e do diesel anunciado na última sexta-feira e com a falta de detalhes sobre a nova política de preços da estatal. Os papéis mais negociados da companhia fecharam em queda de 9,21%, a R$ 17,36, enquanto os ordinários (menos negociados, com direito a voto) registraram desvalorização de 10,37%, a R$ 16,42. Foi a maior perda diária de ambos os papéis desde 12 de novembro de 2008, quando perderam mais de 13% cada." (Folha de São Paulo, online, 2.12.2013).[17]
>
> * * *
>
> Para o analista-chefe da XP Investimentos, William Alves, o reajuste nos preços dos combustíveis ficou abaixo do esperado e a falta de clareza sobre a nova política de preços da empresa preocupa. (...) Segundo Alves, a tese de investimento com relação a Petrobras não se modifica após a nova política de preços, "gerando um total desconforto com relação as ações". O analista recomenda a venda dos papéis e diz que as ações ordinárias da estatal tendem a sofrer mais, "pois não se vislumbra o retorno do pagamento de dividendos (parte do lucro distribuída aos acionistas) para esta classe de ações". (Folha de São Paulo, online, 2.12.2013).[18]
>
> * * *
>
> **O Globo**
>
> "**Gasolina sobe 4%.**

[16] Fonte: www.b3.com.br.
[17] Vide: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/12/1379679-petrobras-tem-maior-tombo-na-bolsa-desde-2008-com-nova-politica-de-precos.shtml
[18] Vide: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/12/1379504-acoes-da-petrobras-despencam-mais-de-6-apos-nova-politica-de-precos.shtml

Após longas e difíceis negociações com o governo, a Petrobras conseguiu aprovar ontem um reajuste de 4% nos preços da gasolina e de 8% no óleo diesel a partir de hoje em suas refinarias. O setor de distribuição e revenda prevê que o repasse será imediato para as bombas. (...) O aumento, contudo, não elimina a defasagem em relação aos preços internacionais, o que gera impacto negativo no caixa da Petrobras. Assim, a pressão por novos reajustes deve continuar. (...) Adriano Pires, do CBIE, acredita que o mercado ficará frustrado com o percentual concedido, pois esperava mais, 6% para a gasolina e 10% para o diesel.
- Não acredito que houve mudança alguma na política de preços dos combustíveis. O viés para os reajustes continua sendo o controle da inflação. A posição do ministro (Guido) Mantega (Fazenda) prevaleceu. Os aumentos continuam sem previsibilidade. Se a Petrobras tivesse autonomia, o reajuste seria maior." (O Globo, impresso, 30.11.2013).

* * *

"**Petrobras descarta reajuste automático da gasolina**.
Em resposta a um questionamento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Petrobras descartou ontem o reajuste automático de preços da gasolina. Em nota, a estatal informou que a decisão sobre os reajustes ficará a cargo da diretoria executiva. As ações preferenciais (sem voto) da petrolífera encerraram os negócios em baixa de 0,62%, a R$ 17,43. Os papéis ordinários (com voto) recuaram 0,9%, a R$ 16,55. (...)
- Na prática, nada mudou com o comunicado. Na segunda-feira, quando as ações ordinárias caíram 10%, o mercado já tinha entendido que os reajustes não seriam automáticos. Continuamos sem ter previsibilidade. O mercado não vai saber quando nem de quanto será um novo aumento - disse Marcelo Torto, analista-chefe da Ativa Corretora.
A Petrobras anunciou no fim de outubro uma proposta de reajuste automático de preços que seria submetida a seu Conselho de Administração. Mas a ideia enfrentou resistência no governo, especialmente do Ministério da Fazenda, que teme o efeito sobre a inflação. Segundo uma fonte da área econômica, a proposta de reajuste automático da estatal não tem qualquer chance de contar com o aval do governo. Segundo esta fonte, o governo analisará periodicamente a defasagem de preços e, ao autorizar reajustes de combustíveis, considerará, em primeiro lugar, a inflação." (O Globo, impresso, 5.12.2013).

* * *

"**Sem reajustes, Petrobras precisará captar US$ 25 bilhões.**
See you in 2015" ("Vejo você em 2015"). O título do relatório do Credit Suisse sobre a nova política de preços dos combustíveis da Petrobras, anunciada no último dia 30 junto com um reajuste da gasolina (4%) e do diesel (8%), abaixo da previsão do mercado, mostra o pessimismo geral de especialistas e economistas com relação à companhia no ano que vem. Sem recuperar a defasagem dos preços dos combustíveis nem reajustes automáticos, a Petrobras terá de aumentar seu endividamento para cumprir o programa de investimentos, avaliam especialistas. Conforme o relatório do Credit Suisse, a Petrobras terá de tomar financiamentos de US$ 25 bilhões em 2014 para executar seu programa de investimentos de, no mínimo, US$ 40 bilhões. Vinicius Canheu, um dos autores do estudo, destaca que, mesmo com essa captação, a estatal chegará ao fim do ano que vem com um caixa de US$ 12 bilhões, menos da metade

dos US$ 26 bilhões atuais. Esse volume de captação considera que o câmbio e os preços do petróleo se manterão estáveis, e que a produção nacional de petróleo crescerá 8% - afirmou Vinicius. Se o câmbio ficar em R$ 2,70, a necessidade de captação pode chegar a US$ 40 bilhões." (O Globo, impresso, 8.12.2013).

* * *

Estado de São Paulo

Reajuste e incerteza sobre fórmula derrubam ações da Petrobras. A frustração do mercado com o reajuste de combustíveis anunciado pela Petrobras e com a decisão de não divulgar detalhes sobre sua nova política de preços fez as ações da petroleira despencarem na Bovespa nesta segunda-feira. Na noite de sexta-feira, a estatal divulgou reajuste de preços nas refinarias de 4 por cento na gasolina e de 8 por cento para o diesel, já refletindo uma nova metodologia, em um momento em que sofre com um caixa apertado e alto endividamento. No entanto, a empresa disse que "por razões comerciais, os parâmetros da metodologia de precificação serão estritamente internos à companhia". Analistas do Citi Research, que esperavam um aumento de 5 por cento para a gasolina e de 10 por cento para o diesel, rebaixaram a recomendação da empresa de "compra" para "neutra". Analistas do Deutsche Bank também se mostraram insatisfeitos com o patamar do reajuste anunciado. "O aumento está abaixo do que a Petrobras precisa para fechar o 'gap' com os preços internacionais e acabar com perdas, e o mercado deve temer que essa pode ser a última elevação de preços até a eleição presidencial de 2014", afirmou o analista Marcus Sequeira, do Deutsche Bank, em relatório". (Estado de São Paulo, 2.12.2013).

192. Na mesma direção, outros relatórios de análise destacaram os efeitos negativos da política de preços sobre a esperada evolução da situação financeira da Petrobras:

Itaú BBA

"O aumento de preços anunciado certamente representa uma ajuda, mas não podemos nos esquecer de que a Petrobras já vem solicitando esta alteração há bastante tempo (o último aumento nos preços ocorreu em março), e que o montante está abaixo do consenso do mercado. Nossa expectativa é a de que a falta de transparência em relação à fórmula deve pesar sobre o desempenho da ação. A produção provavelmente deve aumentar em 2014 (7%), porém a incerteza quanto à paridade nos preços persiste, assim como o risco de aumento na alavancagem e de um enfraquecimento no balanço patrimonial." (Relatório Itaú BBA, de 1.12.2013).

* * *

Concordia

"(...) Outro fator desfavorável para a empresa foi a não divulgação da tão aguardada metodologia de reajustes dos combustíveis, fator que acabou deixando o mercado consternado, já que este era o principal ponto aguardado para o encontro do Conselho na sexta-feira. A expectativa era de uma divulgação mais esclarecedora e que permitisse maior previsibilidade em relação aos potenciais futuros reajustes. Os

parâmetros colocados não são novos e a periodicidade não foi apontada, desta forma, em nossa opinião, inexistiram avanços no sentido de uma menor intervenção na política de preços da companhia. Com isso, por ora, optamos por outras empresas do setor, mantendo nossa visão de longo prazo para os ativos PETR4" (Relatório Concordia de 2.12.2013).

* * *

Votorantim Corretora

"The way the fuel price methodology was approved does not change any investment case for Petrobras, which still depended on the government and macroeconomic assumptions to reach a more fair level of indebtedness. Therefore, we expect market to negatively react over Petrobras' shares today, since investors should continue to be apprehensive on this issue, and continue to worry about new government's interferences on Company management." (Relatório Votorantim Corretora, de 2.12.2013)

* * *

Santander

"A análise de um panorama binário radical para a metodologia de preços, discutida à exaustão junto a investidores globais durante nosso roadshow de 3 semanas, teve um final decepcionante na sexta-feira, com a concretização de um cenário desanimador e,portanto, com a probabilidade de uma pressão sobre as ações na segunda-feira, em nossa opinião. (...) Além disso, essa notícia pode dar vazão às seguintes preocupações: o fato de o governo continuar colocando os interesses do país na frente dos da Petrobras, apesar da tentativa bem sólida e pragmática da alta administração de ajustar tal mentalidade, e da posição fundamental bastante inexpressiva da empresa, ilustrada de forma penosa por meio dos resultados extremamente sofríveis relativos ao 3T13; uma Atualização do Plano Estratégico 2014-2018 (programado para o final de fevereiro/março de 2014) possivelmente sem mudanças significativas; uma dependência em curso do endividamento, mas cujo custo deve aumentar daqui para frente; colocando assim a questão recorrente de uma possível necessidade de oferta de ações." (Relatório Santander, de 3.12.2013).

193. Tampouco a divulgação do PNG2014-2018, que reiterou as metas estabelecidas no fato relevante de 29.11.2013, teve por efeito alterar a percepção dos investidores sobre a forma com a qual seriam conduzidos reajustes nos preços dos combustíveis da Petrobras – até porque continuava valendo todos os objetivos da política divulgado em novembro do ano anterior, ou seja, a convergência de preços seria alcançada até o final de 2015, e não de forma imediata, e os preços domésticos poderiam deixar de ser reajustados de maneira a não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico.

194. É o que evidencia os relatórios elaborados por analistas de valores mobiliários, como se vê abaixo transcrito:

Relatório HSBC

> The concerns underlying our investment case remain: government intervention, avoidance of increasing fuel prices in the domestic market, negative free cash flow expected over the next few years, and high balance sheet leverage. In addition, a 7.5% production growth for 2014e seems challenging for us, although not unreachable. We believe the current pricing policy exposes Petrobras to negative risks from BRL depreciation. Despite the negative impact from the Gas & Power business, we reinforce that the main drivers for our investment case are: 1) substantial fuel price increase boosting operational results, 2) production growth delivering management's guidance, and 3) better visibility of lower government's interference in management's decision. We believe all these points together will change investors' perspective dramatically over the investment case (Relatório HSBC, 12.3.2014).

* * *

> **JP Morgan**
>
> "**Challenging political and economic environment impairs refined products price adjustment**. Despite recent enthusiasm with potential price adjustment, we continue reluctant in factoring price adjustments into our models. Petrobras struggles to accommodate public and private interests, with its pricing strategy directly impacting the inflation index. For 2014, with persistent high inflation levels, estimated to rise to 7.1% by July, and presidential elections in October, we expect the government to delay any adjustments in fuel prices until next year." (Relatório JP Morgan, de 14.4.2014)

* * *

> **Ágora**
>
> "Em nossas projeções, assumimos ainda que em 2014 não haverá nenhum aumento nos preços da gasolina e do diesel, com a paridade com os preços internacionais sendo atingida ao longo de 2015" (Relatório Ágora, de 28.8.2014).

195. Ademais, os relatórios de análise passaram a apontar que o principal fator que poderia contribuir para a recuperação dos indicadores financeiros era a curva de produção de petróleo da Companhia – o que coincidia com a informação constante da política de preços divulgada em 29.11.2013 e, ainda, com a orientação então observada pelos defendentes nas reuniões do Conselho de Administração, conforme já visto acima.

196. É o que se vê por exemplo no seguinte relatório de análise elaborado após **conference call** de investidores com a Diretora Presidente da Companhia:

> **Itaú BBA**
>
> **A Sra. [M.G.F.] participou hoje do conference call do 1T14 da Petrobras, para reiterar o otimismo da companhia quanto às melhoras operacionais neste ano, incluindo o crescimento da produção e a redução de custos**. Tudo aponta para um

crescimento da produção de abril em diante, com a implementação bem-sucedida dos programas de ganhos de eficiência em Campos, combinados com aumentos da capacidade e ramp-ups. Os programas de redução de custos como o PROCOP parecem prosseguir com resultados acima das expectativas. Ela declarou também que os executivos da Petrobras continuam apresentando mensalmente ao Conselho o status da (falta de) paridade internacional, juntamente com o seu impacto sobre a relação dívida líquida / EBITDA. As expectativas são as de uma formula a ser aplicada ainda este ano (não está claro se isto significa implementar a fórmula ou administrar as condições para conseguir obter outro aumento de preços ad hoc, que vemos como provável após novembro). **Por enquanto, permanecemos muito mais confiantes no incremento da produção do que na aplicação de uma fórmula de ajuste de preços**. Mantemos a nossa recomendação de market perform e o valor justo do final de 2014 de R$ 22,30 / PETR4 (US$ 18,20 / PBRA) (Relatório Itaú BBA, de 12.5.2014 – grifou-se).

197. E ainda nessa direção:

Itaú BBA

"Mantemos a recomendação de "market perform" (desempenho em linha com o mercado) e o valor justo no fim de 2014 de BRL 22,3/PETR4 (USD 18,2/PBRA). Os números de produção de abril representam um revés que deve provocar revisões para baixo nas estimativas de produção do mercado. Nosso modelo atual, que ainda não foi atualizado com os dados de abril, presume crescimento da produção de 5,7% este ano, comparado à projeção oficial da empresa (guidance) de 7,5% (+/-1%). Ainda que as eleições continuem sendo o maior catalisador para movimentação na ação da Petrobras, vemos essas notícias como negativas, com potencial para pesar sobre o desempenho do papel. O crescimento da produção representa a principal melhora operacional esperada pelo mercado este ano, em vista da percepção de que reajustes de preços antes das eleições são improváveis (Relatório Itaú BBA, de 30.5.2014)"

* * *

Relatório HSBC

We still believe that the company has one of the best worldwide asset portfolios, but the potential for negative effects due to government intervention, might, in our view, keep some investors away from establishing new positions the stock. In addition, the company's 7.5% production growth guidance for 2014e seems challenging, although not unreachable. Petrobras remains negatively exposed to BRL depreciation, while we expect that the pricing policy issue will not be addressed in a conclusive way by the government before year-end. We believe production growth is the most important driver that management can control in 2014. Growth in production had been expected since 2010 and the 16% decline over the past three years has made investors more cautious when valuing Petrobras's wide reserves. We foresee 5.2% growth in 2014 against 7.5% from company guidance." (**Relatório HSBC, 12.3.2014**)

198. Em suma, os fatos acima expostos evidenciam que ao mesmo tempo em que os documentos públicos da Companhia – notadamente seus formulários de referência, os alertas constantes do PNG 2013-2017 e as notas explicativas das informações financeiras – informavam o mercado acerca da situação financeira da Companhia, dos riscos quanto ao não cumprimento das Metas Financeiras e da possibilidade de que a persecução de seus objetivos públicos pudessem afetar negativamente seus resultados, o fato relevante divulgado em 29.11.2013 trouxe ao mercado informações preponderantemente negativas sobre a política de preços então aprovada pela Companhia.

199. Como se viu, a política de preços aprovada naquela data continha três objetivos distintos – e não apenas o cumprimento das Metas Financeiras –, não hierárquicos e que poderiam ser, inclusive, antagônicos entre si. Ao contrário das expectativas do mercado, além de não contemplar reajustes automáticos dos preços dos combustíveis, a política de preços considerou o não repasse da volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico, não previu a paridade de preços no curto prazo e, por fim, reconheceu que os indicadores financeiros não retornariam aos Limites nos prazos originalmente estabelecidos no PNG 2013-2017.

200. A significativa queda na cotação das ações de emissão da Companhia no dia útil seguinte à divulgação, bem como as inúmeras críticas constantes nas reportagens jornalísticas e nas análises de mercado à forma de condução da política de preços pela Companhia, reforçam a percepção negativa com que os investidores receberam a referida informação, restando compreendido que aquela política significava, tão-somente, a continuidade do *status quo*.

201. Diante de tudo que se expôs – e, mais uma vez, sem que aqui se possa discutir a legalidade da política de preços praticada pela Companhia – entendo que não se sustenta a tese acusatória de que a conduta dos defendentes, com relação à condução da política de preços da Petrobras, tenha induzido em erro os investidores.

V. CONCLUSÃO

202. Assim, por todos os fundamentos expostos acima, voto pela absolvição de Guido Mantega, Miriam Aparecida Belchior, Francisco Roberto de Albuquerque, Luciano Galvão Coutinho, Márcio Pereira Zimmermann, Sérgio Franklin Quintella, Jorge Gerdau Johannpeter e José Maria Ferreira Rangel da acusação de descumprimento do artigo 155, caput, da Lei nº 6.404/1976.

203. Antes de encerrar este voto, gostaria de ressaltar que o presente caso perpassa questões jurídicas de grande importância que, contudo, não foram abordadas neste voto porque extrapolam os limites da acusação. Nada obstante, entendo que, em razão da sua relevância, este Colegiado deveria examiná-las no momento oportuno, com vistas a melhor orientar os participantes do mercado de capitais.

204. Caberia, notadamente, esclarecer o entendimento desta autarquia sobre os limites da discricionariedade de que goza o acionista controlador ou a administração para orientar as atividades da companhia para o atendimento do interesse público que justificou a sua criação, conforme estabelecido no art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976. Nesse tocante, cumpriria examinar se tal dispositivo se presta a justificar que a companhia seja utilizada para a condução de políticas públicas que lhe causem vultosas perdas financeiras, sem receber qualquer tipo de contraprestação ou compensação por parte do acionista controlador.

205. Há de se discutir, portanto, até onde vai a discricionariedade do controlador ou do administrador da sociedade de economia mista e em quais situações a priorização do interesse público sobre a lucratividade da companhia pode revelar-se abusiva ou desleal.

206. Na mesma direção, também poderia ser discutido a responsabilidade do acionista e da administração que, a pretexto de atender o aludido interesse público, acabam perseguindo objetivos diversos não declarados, como o controle inflacionário, em um manifesto desvio de função.

207. De outra parte, seria importante examinar o nível mínimo de detalhamento que deveria ser fornecido ao mercado sobre os objetivos de natureza pública que são perseguidos pela companhia. Nesse ponto, mostra-se especialmente importante que os investidores estejam em condição de avaliar, de forma precisa, os impactos desses objetivos sobre o desempenho comercial e a situação financeira da companhia.

208. Vale dizer a esse respeito que diversos aperfeiçoamentos já foram introduzidos no arcabouço legislativo após os fatos apurados neste processo, tais como os novos requisitos informacionais estabelecidos pela Lei nº 13.303, de 2016, o Programa Destaque em Governança das Estatais criado pela B3 e, ainda, os ajustes exigidos pela SEP, por meio do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº02/2016, de 29.2.2016, nas informações divulgadas por sociedades de economia mista em seus respectivos formulários de referência.

209. Nada obstante, caberia avaliar se essas medidas surtiram o efeito almejado ou se novos aperfeiçoamentos regulatórios se fazem necessários para assegurar aos investidores o nível de transparência desejável.

210. Em suma, todas essas questões me parecem especialmente importantes, mas, como extrapolam os limites da acusação, devem ser enfrentadas em outra oportunidade.

É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de dezembro de 2018.

Pablo Renteria

DIRETOR RELATOR