



# A ANATOMIA DA GOVERNANÇA DO GRUPO X

**WHITE PAPER**  
**2022**



**CFA Society  
Brazil**

# 01.

---

## Introdução

No período de 2006 a 2013, o empresário Eike Fürhken Batista se beneficiou do momento econômico vivenciado pelo país e pelo mundo para desenvolver diversos empreendimentos de grande porte, estimulado pelo consumo, elevados investimentos em obras de infraestrutura, facilidade no acesso ao crédito e subsídios setoriais.

O *boom das commodities* da primeira década do milênio favoreceu a ambos, Brasil e empresário, na medida em que contribuiu para estabilizar as contas públicas, compor reserva de divisas para o país passar de devedor a credor mundial, valorizar a moeda e atrair investidores internacionais, como se verá na **Seção 2 (Momento Econômico)**.

Aliás, é emblemático que o IPO (*initial public offering* ou oferta pública inicial) recordista do Grupo X, o da empresa petrolífera OGX, tenha ocorrido praticamente junto com a elevação do Brasil ao grau de investimento, em 2008, pelas agências de *rating* Standard & Poor's e Fitch. Assim como é sintomático que, anos mais tarde, a OGX tenha se tornado uma *penny stock* e a S&P rebaixado o Brasil a *junk bond*, respectivamente, em 2013 e 2015.

A história de Eike e seu grupo baseia-se num misto de senso de oportunidade, ousadia, euforia, inobservância de normas e de práticas de governança corporativa, em trajetória que é relatada na **Seção 3 (O Histórico do Empresário)**. As advertências inscritas no prospecto, na seção fatores de risco, do lançamento das ações de emissão da OGX, não deixam de ser indicadores de que o projeto estaria sujeito

---

“a conflitos de interesses em transações futuras com partes relacionadas”, inclusive com a possibilidade de “o Acionista Controlador favorecer outras empresas em detrimento de nosso negócio, e neste caso, nossa situação financeira e os resultados das nossas operações poderão ser afetados de modo adverso e significativo.”

Mais do que transparência sobre os riscos inerentes a um projeto petrolífero, arriscado por natureza, essa advertência, vista de hoje, soa quase como um roteiro para o curso percorrido pelas empresas.

Note-se que a interligação, ou sinergia, entre as diversas empresas do grupo - petróleo e gás, logística, construção naval, energia elétrica e mineração de ferro e carvão – que era a característica central dos projetos do empresário, apesar de não ser isoladamente um aspecto negativo, potencializava o risco envolvido nas várias pré-operacionais, conforme a **Seção 4 (Os Projetos)** que detalha as diversas empresas do Grupo X. Investir num projeto significava sujeitar-se aos resultados dos demais, direta ou indiretamente.

Paralelamente, as instâncias de governança também eram interligadas, na medida em que muitos profissionais acumulavam e/ou se revezavam nos assentos dos diversos conselhos de administração e das várias diretorias das empresas do Grupo X.

Para se ter uma ideia, considerando-se somente as quatro companhias do Grupo X que efetuaram IPO – MMX, MPX, OGX e OSX – Eike Batista era o presidente do Conselho de Administração de todas elas, acumulando<sup>1</sup> a função de Diretor Presidente na MMX. O seu pai, Eliezer Batista, também integrava o conselho de administração das quatro companhias (vide mais detalhes na **Seção 7, A Importância da Governança Corporativa**, e no **Anexo-I**).

Com relação aos conselheiros independentes, era comum a presença de ao menos um deles em mais de uma das companhias do Grupo X (em alguns casos, um mesmo conselheiro era considerado independente em três companhias do Grupo X)<sup>2</sup>. Aspecto adicional que chamava a atenção, apesar de não ser vedado pela regulamentação ou pelo Novo Mercado, era a presença de diretores executivos de algumas companhias nos conselhos de administração de outras<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> À época, o Novo Mercado não vedava a acumulação entre esses cargos pela mesma pessoa. Referida vedação foi inserida no Regulamento do Novo Mercado que entrou em vigor em 2011.

<sup>2</sup> É possível que a definição de conselheiro independente do Novo Mercado, vigente à época (que contemplava um rol mais prescritivo), tenha facultado essa acumulação. Adicionalmente, como praticamente todas as companhias eram pré-operacionais ou operavam há pouco tempo na época do IPO, talvez não tenha sido possível capturar a magnitude das relações negociais entre elas a ponto de identificar a perda de independência de tais membros.

<sup>3</sup> Conforme Anexo-I: o diretor geral da MMX era membro do conselho da MPX e da OGX, sendo também diretor presidente da OGX e diretor presidente e diretor de relações com investidores da OSX. O diretor financeiro e de relações com investidores da MMX era o diretor financeiro da MPX. O diretor jurídico da MMX era membro do conselho de administração da OGX e da OSX.

Outra instância de governança corporativa, o comitê de auditoria, apesar de ter existido como importante iniciativa, aparentemente, não teve uma atuação efetiva<sup>4</sup>. Da mesma forma, o conselho fiscal, embora previsto em estatuto social, nunca foi instalado (o que é permitido pela Lei das Sociedades por Ações, Lei nº 6.404 ou LSA).

Ainda com relação à administração, a existência de uma intrincada e complexa cadeia de remuneração dos administradores – incluindo os membros do conselho de administração – associada a planos de opção de compra de ações, de difícil compreensão e mensuração, pode ter contribuído como estímulo nocivo para determinadas decisões.

Dessa forma, não surpreende que o insucesso da petroleira tenha causado impacto nas demais empresas, já que todas mantinham alguma dependência com a OGX, cuja trajetória (relatada na **Seção 5, A OGX**) foi marcada por comunicação polêmica e gestão, no mínimo, questionável. Após o insucesso do projeto, o empresário foi condenado pela CVM e pela Justiça por manipulação de mercado, uso de informações privilegiadas, divulgação inadequada de fatos relevantes e informações financeiras que não retratavam a real situação da companhia, em processos sumarizados na **Seção 6 (Os Processos na CVM)**.

Na verdade, o caso do Grupo X mostra como a falta de efetividade ou a fragilização da governança pode levar rapidamente à destruição de valor das empresas, o que é o tema da **Seção 7 (A Importância da Governança Corporativa)**.

Por fim, a **Seção 8 (Considerações Finais)** traz ponderações e alguns questionamentos relativos à prevenção de casos semelhantes.

---

4

No caso da MMX, a existência do comitê foi divulgada no prospecto do IPO, com somente um conselheiro indicado (e, portanto, ele não foi instalado à época). Já nos prospectos das demais companhias do grupo que realizaram IPO, houve somente menção a sua existência.

# 02.

---

## O Momento Econômico

Quando a OGX estreou na Bolsa de Valores, em junho de 2008, o Brasil vivia um clima de otimismo eufórico, apesar de um cenário externo não tão favorável. Recém promovido a *investment grade* por duas das três principais agências de *rating* internacionais, a Standard & Poors e a Fitch (a Moody's se manifestaria em 2009), o país crescia em ritmo surpreendente desde a "década perdida" dos anos 1980. As exportações se mantinham elevadas, os juros em patamares de mínima histórica, o dólar e a inflação estabilizados e o crédito se mantinha em expansão. A bolsa de valores registrava quase 500 mil investidores pessoas físicas em comparação com os cerca de 250 mil de anos anteriores e o número de IPOs havia atingido a cifra recorde de 64 empresas em 2007.

Apesar do colapso do banco americano Lehman Brothers em setembro de 2008, a economia mundial crescia num ritmo superior a 4% a.a., na média, com inflação relativamente baixa. Esse dinamismo era proveniente de dois polos: os Estados Unidos, ainda vivendo forte expansão do crédito, apesar da crise do *subprime* que eclodiu em meados de 2007, do consumo e do investimento, e a China, em processo acelerado de industrialização, urbanização e formação de capital. Enquanto o primeiro exportava capitais atrás da rentabilidade mais atrativa dos países emergentes, o segundo importava *commodities* metálicas e agrícolas, além de petróleo.

No campo doméstico, a política econômica adotada à época contribuiu para reduzir a desconfiança dos mercados financeiros e dos empresários, na medida em que foi orien-

---

tada para controlar a inflação (quase 10% em 12 meses acumulados no início de 2003) e reduzir a dívida pública líquida (mais de 60% do PIB no final de 2002). A estabilização da inflação na faixa dos 4% a 4,5% a.a. e a redução da dívida pública líquida de 51,2% do Produto Interno Bruto (PIB), no final de 2002, para 46,49%, no final de 2006, permitiram ao Banco Central reduzir a taxa básica de juros de 25,5% a.a., em janeiro de 2004, para 11,75% a.a. em 2008, chegando a 8,75% no segundo semestre de 2009.

Este cenário favoreceu os investimentos em bolsa de valores. O Ibovespa saiu da casa de 11 mil pontos em 2002, chegou a praticamente 64 mil pontos em 2007, fechando em 37 mil no ano de 2008 – uma alta nominal de cerca de 240%. Em dólar, o índice apresentou uma evolução de mais de 400%, de 3.189 pontos para 16.067 pontos em 2008. Também incorporou contingente sem precedentes de novos investidores pessoas físicas, que representavam 85 mil em 2002, chegando a 600 mil em 2010. Os ingressantes foram recebidos por uma safra igualmente inédita de ofertas públicas distribuição de ações: 127 companhias realizaram IPOs no período compreendido entre 2004 e 2010.

O Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), criado com o objetivo de retomar o investimento estatal em infraestrutura, também significou uma guinada na política econômica, da austeridade para a ênfase no gasto público como principal indutor do crescimento da economia. Entre as obras que o governo se comprometeu a investir estavam projetos de infraestrutura social, urbana, logística e energética. Anunciado em janeiro de 2007, esse plano previa investimentos de R\$ 503 bilhões, até 2010, nas áreas de transporte, energia, saneamento, habitação e recursos hídricos. No final do ano de 2008, foi anunciado o aumento do montante de recursos destinado ao PAC que passou a ser de R\$ 656,5 bilhões. Em 2009, como forma de minimizar os impactos da crise financeira internacional, o governo federal anunciou outro aumento, da ordem de R\$ 140 bilhões, e quase dobrou o orçamento para mais de R\$ 1,1 trilhão, incluindo os valores previstos após 2010.

Configurava-se, assim, importante mudança de política por parte do governo. Se até então o modelo adotado considerava o crescimento como resultado possível de variáveis mais importantes, como taxa de juros, superávit primário e controle da inflação, a partir de 2007, a intenção essencial passou a ser o aumento da velocidade do crescimento eco-

nômico. A partir do PAC, o governo comprometeu-se a fazer com que o conjunto de decisões de seus ministros tivesse como norte perseguir um crescimento de 4,5 % do PIB em 2007 e de 5% nos anos seguintes.

O PAC 2<sup>5</sup> foi anunciado em 2011, sendo caracterizado pelo aumento dos recursos e por maiores aportes do Tesouro. Além desse programa, o governo adotou uma política de subsídios e investimentos em empresas privadas. Neste contexto, o empresário apresentou um conjunto de projetos voltados para a infraestrutura, principalmente nos setores de óleo e gás, mineração, portos e energia elétrica. Nessa época, o Grupo X teria levantado mais R\$ 10 bilhões, entre empréstimos e participações acionárias de bancos de natureza pública.

No final das contas, o PAC foi efetivo em aumentar o investimento público em infraestrutura. Porém, o gasto público como motor do crescimento econômico não se sustentou e conduziu o país à crise fiscal e à aceleração da inflação. O Produto Interno Bruto cresceu 2,73% em 2011, em contraste aos 7,6% de 2010. E na companhia de uma inflação próxima ao teto da meta, de 6,5% a.a.

Para combater a inflação e promover o crescimento, além de manter a moeda valorizada em termos reais, o governo passou a controlar os preços administrados pelo Estado, impôs a redução das tarifas de energia elétrica, reduziu os juros básicos<sup>6</sup>, expandiu ainda mais o gasto público, incrementou a oferta de crédito dos bancos estatais e desonerou tributos de setores considerados estratégicos. Batizado de “nova matriz econômica”, esse mix possibilitou que entre o terceiro trimestre de 2012 e o primeiro trimestre de 2014 a economia rodasse à taxa anualizada de mais de 2,5%.

O impulso, no entanto, durou pouco. A nova matriz logo se esvaiu e, no segundo trimestre de 2014, o PIB recuou 0,33%, comparado ao mesmo período de 2013. Nesse mesmo período, a inflação se manteve em patamar elevado, chegando em 2015 a acumular 10,67% no ano.

Em meio à deterioração do cenário e aos desafios operacionais, em outubro de 2013, a OGX pediu recuperação judicial. Com R\$ 13,3 bilhões em dívidas, os demais projetos também sofreram impactos, os benefícios estatais de crédito farto se esgotaram e o país caminhava para a maior recessão da sua história.

5

O foco abrangia investimentos no setor de transportes, de energia, de saneamento, prevenção em áreas de risco, mobilidade urbana e pavimentação e os chamados “investimentos cidadãos” (unidades básicas de saúde, unidades de pronto atendimento, creches e pré-escolas e quadras esportivas). Também avançava em programas sociais federais como o programa Minha Casa, Minha Vida e o Água e Luz para Todos. Segundo o Ministério do Planejamento, o montante a ser investido na segunda fase do projeto seria de R\$ 955 bilhões, até 2014.

6

A Selic chegou a 7,25% a.a. em outubro de 2012, até abril de 2013, quando começou a subir rumo aos dois dígitos

# 03.

## O Histórico do Empresário

Eike Batista deixou a faculdade de Metalurgia em Aachen, Alemanha, aos 22 anos, para participar da corrida do ouro na Amazônia nos anos 1970/1980. Tentou duas vezes explorar minas de ouro na Amazônia e não obteve êxito em ambas. Foi apoiado por seu pai, Eliezer Batista, executivo que dirigiu a Cia. Vale do Rio Doce<sup>7</sup> por duas vezes, empresa então estatal, e que liderou o maior investimento da empresa em Carajás, na região norte do país.

Os contatos do pai no mundo da mineração, no Brasil e no exterior, valeram seu ingresso no mercado de capitais canadense. Eike estreou na Bolsa de Toronto com a TVX – Treasure Valley Xploration. Não foi um sucesso no início, porém a multinacional anglo australiana, Rio Tinto, procurava um sócio brasileiro para a reserva Brasília, em Paracatu (MG). Eike se associou à empresa Rio Tinto de modo a TVX contabilizar sua parte na produção e nas receitas das minas da reserva Brasília, tornando-se uma das maiores mineradoras de ouro da América Latina.

Eike iniciou, então, uma campanha de expansão da TVX pelo mundo: Grécia, Chile, Peru, Equador, República Tcheca, Rússia, atraindo investidores. Articulou operações estruturadas de financiamento, como títulos conversíveis em ouro ou ações. Diante do insucesso, foi processado e perdeu as ações na Justiça canadense. Saiu do Canadá depois de levar as ações da TVX do ápice de 74 dólares, para 27 centavos, deixando investidores frustrados, algumas brigas judiciais e muito prejuízo para trás, segundo Malu Gaspar<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Cujas denominação foi alterada para Vale, em 2007.

<sup>8</sup> Em seu livro, “Tudo ou Nada – Eike Batista e a Verdadeira História do Grupo X”, de 2014.

No Rio, entre outros insucessos nos negócios com jipes, cosméticos e empresa de entregas, obteve financiamento do BNDES e um consórcio de bancos privados para comprar sua primeira usina termelétrica, em Pecém (CE), aproveitando-se da crise energética, o chamado “Apagão de 2001”. Em 2003, voltou ao ouro, comprando a reserva Pedra Branca da AngloGold, no Amapá, onde descobriu que, além do ouro, havia muito minério de ferro. Partiu, então, para a mineração de ferro, criando a MMX.

Foi durante o *road show* da mineradora que Eike decidiu procurar petróleo, quando o então CEO da MMX, Rodolpho Landim, ex-presidente da BR Distribuidora<sup>9</sup>, relatou que a Petrobras tinha uma taxa média de acerto na Bacia de Campos de 50% - bem melhor do que a taxa usual nas operações de ouro. Eike extrapolou a informação, válida para a Bacia de Campos: “Mostrei a meus investidores em óleo que as taxas de acerto nas áreas *offshore* no Brasil são altas: mais de 50%”, contou Eike no programa *Roda Viva*, em 30 de agosto de 2010.

E, dessa forma, começou a montar a OGX atraindo executivos da Petrobras, como o geólogo Paulo Mendonça, gerente executivo do Departamento de Exploração e Produção, e Luís Reis, seu gerente de contratos. Segundo relato de um ex-diretor da estatal à repórter Consuelo Dieguez, da *Revista Piauí*, os dois “sabiam não só das áreas onde havia mais petróleo, mas também dos preços que a Petrobras poderia oferecer para cada bloco, caso fossem a leilão.”

Eike se empenhava, também, em aprumar a MMX, que dispendera US\$ 200 milhões em direitos de lavra a fim de preparar a empresa para o IPO. A promessa de produzir oito milhões de toneladas de ferro em dois anos (o que Vale e CSN levaram cinco anos para extrair) demandava US\$ 3 bilhões, mas o lançamento rendera apenas US\$ 500 milhões. A venda de parte da mineradora para a Anglo American, então acertada, poderia ter sido a salvação. No entanto, posteriormente, a multinacional cobrou indenizações porque o minério do Amapá era pouco e ruim e o porto de Santana, onde era embarcado, só tinha capacidade para escoar um terço da produção. Além disso, o traçado do mineroduto Minas-Porto de Açu teve de ser refeito, assim como acordos com prefeituras e fazendeiros no trajeto do projeto. E mais: os contratos da MMX com a LLX permitiam à empresa de logística subir o preço do frete ano a ano. Como era uma

<sup>9</sup> Cujas denominação social foi alterada para Vibra, em 2021.

“coirmã”, ficava a impressão de que as companhias não enxergavam conflito de interesses nessa relação.

Enquanto os problemas se acumulavam, o empresário anunciava números nunca então divulgados pelas companhias. Em entrevista à XPTV, em 14 de abril de 2010, declarou que “a OGX tem US\$ 1 trilhão em petróleo em águas rasas” e pensava vender 20% para fazer uma “mega monetização”. Depois, em teleconferência com analistas e investidores anunciou que a bacia de Parnaíba (MA) teria de 10 a 15 milhões de metros cúbicos de gás, o equivalente a metade das reservas bolivianas. As ações da OGX e MPX naquele dia subiram respectivamente 2,1% e 6,7%, enquanto o Índice Bovespa fechou em baixa de 0,3%.

Nada disso constava dos Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado da OGX, o que levou a CVM e a Bovespa a solicitarem esclarecimentos ao empresário, uma ou outra vez.

Apesar de algumas altas nas cotações, crescia a desconfiança do mercado na concretização de tantos projetos do empresário bastante comunicativo.

As empresas tentavam controlar a desconfiança do mercado com anúncios sobre outros negócios. Assim, foi possível levantar recursos de investidores estrangeiros e nacionais para adquirir uma mina de ouro na Colômbia, a Ventana Gold. Batizada de AUX, o objetivo seria prospectar, estimar produção, montar projetos e oferecer ao mercado.

Só que nada disso adiantou ante a divulgação, em abril de 2011, de um aguardado relatório da empresa certificadora DeGolyer & MacNaughton sobre as possíveis reservas da OGX. A especialista avalizou apenas 700 mil barris de óleo, contra uma expectativa de mais de 4 milhões. Analistas começaram a escrutinar outros negócios do Grupo X e viram que, em vez das estimativas de 37 milhões de toneladas de ferro anunciadas, a MMX só estava produzindo 7,7 milhões. E, dessa forma, a descrença se disseminou.

Diante de tantos contratempos, atrasos nas obras, frustração de projeções, o empresário buscou outros canais de comunicação. Enquanto mostrava-se otimista aos investidores, entre os dias 7 e 13 de junho de 2013, alienou 56,2 milhões de suas ações da empresa por R\$ 75,4 milhões. Rumores de manipulação de mercado se espalhavam, reforçados pela suspeita de que o acionista controlador da

OGX e da OSX estava passando caixa da petroleira para a construtora de plataformas. Aparentemente, tal operação teria provocado a renúncia de três conselheiros independentes dos Conselhos de Administração de ambas as companhias, em repúdio ao evidente conflito de interesses.

No dia 30 de outubro de 2013, a OGX pediu recuperação judicial. O império e a fortuna avaliada entre US\$ 30 e 35 bilhões do 7º homem mais rico do mundo pela *Forbes* sumiram em dívidas e arrestos nas duas condenações na Justiça; a primeira de 2018, por corrupção e lavagem de dinheiro e a segunda, em 2019, por informação privilegiada e manipulação de mercado.

# 04.

## Os Projetos

Mini Petrobras, mini Vale, Roterdã dos Trópicos, Embraer dos Mares e Carajás do carvão. Assim, esbanjando exuberância e grandiosidade, o empresário se referia a suas diferentes empresas de óleo e gás (OGX), mineração de ferro (MMX), logística e portos (LLX), construção naval (OSX) e mineração de carvão (CCX). Valia-se de “uma reputação de empreendedorismo de sucesso com dois IPOs e transações comerciais de M&A significativas”<sup>10</sup>.

Para viabilizar o conglomerado de minas da MMX, ele vendeu 30% da LLX Minas-Rio por R\$ 1,3 bilhão para a Anglo American, em setembro de 2006. Em janeiro de 2008, foi divulgada a venda do restante das ações do Complexo Minas-Rio para a Anglo American por R\$ 5,3 bilhões. “Essas transações demonstraram ao mercado que os greenfields poderiam realmente ter muito valor”, avaliou o prof. Eduardo Franco Luzio.

O lançamento da MMX, em 2006, viabilizou a captação de um valor significativo (R\$ 1,1 bilhão). Depois vieram a MPX, de termoeletricidade, e a OGX, de exploração e produção de óleo e gás. A quarta oferta pública foi a da empresa de construção naval OSX. Outras duas empresas, a LLX, responsável pelo Porto de Açú e Sudeste, no estado do Rio, e a CCX, de mineração de carvão, na Colômbia, surgiram de cisões parciais, respectivamente, da MMX e da MPX.

<sup>10</sup>

Como descreve o prof. Eduardo Franco Luzio, da FEA/USP e do Insper, autor do profundo e detalhado estudo sobre o Grupo X (tese de livre-docência), intitulado *Os 50 Tons de Preto da OGX – Reconstrução do Histórico, Reflexões e Aprendizados Possíveis*, de 2019.

Cia.	Atividade	Operação (*)	Valores IPOs em Bilhões (**)
MMX	Mineração (minério de ferro)	IPO 20/07/06	R\$1,10
MPX	Termoeletricidade	IPO 12/12/07	R\$2,00
OGX	Explor. e Prod. (petróleo e gás natural)	IPO 11/06/08	R\$6,70
LLX	Logística portuária	Cisão da MMX em 28/07/08	Na.
OSX	Construção naval	IPO em 18/03/10	R\$2,50
PORTX	Logística portuária	Cisão parcial da LLX em 03/12/10	Na.
CCX	Mineração (carvão, Colômbia)	Cisão parcial da MPX em 25/05/12	Na.
<b>IPOs</b>			<b>R\$12,30</b>

(\*) Data do prospecto definitivo = registro da oferta pela CVM (quando aplicável).

(\*\*) Valores do Anúncio de Encerramento.

Fontes: Eduardo Franco Luzio – Os 50 Tons de Preto da OGX, website da B3 e prospectos definitivos dos IPOs.

As características dos projetos de capital intensivo, que demandavam investimentos iniciais relevantes e maturação lenta, teriam definido a estrutura de capital do Grupo X, fundada predominantemente na emissão de ações com distribuição pública e complementada por financiamento bancário, público e privado, de longo prazo<sup>11</sup>.

Além da conjuntura auspiciosa e do carisma do empreendedor, chamava atenção a sinergia entre as empresas divulgada nos diversos prospectos (ver tabela abaixo). “O minério de ferro da MMX será transportado para o Superporto Sudeste, de onde será exportado para todo o mundo. As chapas de aço produzidas pelas siderúrgicas instaladas no complexo industrial do superporto da LLX serão utilizadas pela OSX na produção de equipamentos *offshore*, afretados para a OGX para a sua produção de óleo e gás. O carvão das minas da CCX na Colômbia será transportado até as termelétricas da MPX localizadas ao longo da costa brasileira e no superporto da LLX, e a energia gerada será fornecida para as indústrias localizadas no complexo industrial. O gás natural produzido pela OGX pode suprir as térmicas da MPX localizadas no complexo industrial do superporto da LLX. O superporto da LLX poderá servir de base terrestre para a produção de óleo e gás da OGX. A MPX vai fornecer energia para a principal unidade operacional da MMX em Minas Gerais.”<sup>12</sup>

<sup>11</sup>  
Segundo os professores Thereza Cristina Nogueira de Aquino e Roberto Ivo da Rocha Lima Filho, da UFRJ, no trabalho *Efeito Spill Over* nas principais empresas do Grupo EBX. “A expansão que ocorreu no mercado de ações no Brasil no período de 2004 a 2010, num ambiente com alta liquidez, deu as condições para que o empresário conseguisse os recursos financeiros através do lançamento de ações, reduzindo seu custo de captação e dividindo os riscos do investimento com os novos adquirentes”, relatam.

<sup>12</sup>  
Eduardo Franco Luzio, em Os 50 Tons de Preto da OGX (Fonte original: Wikipedia\_Grupo X, acesso em 18/9/2017)

## Sinergias entre as Companhias do Grupo X

### Tese de Sinergias

<b>OSX</b>	<b>OGX</b>	OSX proveria navios, plataformas e serviços para OGX
<b>OGX</b>	<b>MPX</b>	OGX proveria gás natural para térmicas da MPX
<b>CCX</b>	<b>MPX</b>	CCX proveria carvão para térmicas da MPX
<b>LLX</b>	<b>OGX</b>	LLX proveria infraestrutura de portos para OGX
<b>LLX</b>	<b>MMX</b>	LLX proveria infraestrutura de portos para MMX e esta forneceria minério de ferro para siderúrgica no Porto de Açú
<b>MMX</b>	<b>OGX</b>	MMX proveria expertise em commodity trading para OGX
<b>LLX</b>	<b>MPX</b>	Usina termoelétrica no Porto de Açú forneceria energia para os empreendimentos

Fonte: Eduardo Franco Luzio – Os 50 Tons de Preto da OGX

### MMX

A companhia de mineração do Grupo EBX foi a primeira a realizar uma oferta pública primária de ações, em julho de 2006. Seu prospecto projetava a extração de 15 milhões de toneladas/ano<sup>13</sup>. A MMX propunha-se a operar três “sistemas integrados de mineração, beneficiamento, produção e logística” (Corumbá, Amapá e Minas-Rio), com planos de desenvolver jazidas de produção de minério de ferro, não apenas para exportação, como para sua transformação em pelotas, ferro gusa e semiacabados.

### MPX

A empresa de geração e comercialização de energia elétrica foi a segunda do Grupo a ser listada em bolsa. Captou R\$ 2 bilhões em dezembro de 2007, apresentando-se como “o maior projeto de geração de energia do Brasil”, cuja capacidade somaria 9.647 MW ou o equivalente a 9,2% da capacidade instalada de todo o Brasil.

A crise de 2008 afetou o preço das ações da MPX. Os investidores estrangeiros, que detinham 77,3% das ações em circulação da MPX após o IPO, reduziram suas posições para cerca de 38% em fevereiro de 2009. Não foi só a crise que afastou os investidores. Também pesou a postergação dos projetos de investimentos e as perspectivas de crescimento da MPX. A melhoria da economia brasileira em 2009 e a injeção de R\$ 2,6 bilhões do BNDES ajudaram, mas não o bastante para desanuviar as dúvidas sobre os planos da empresa. O mercado já sinalizava um certo desencanto com as empresas de Eike.

13

“...equivalentes a um terço da produção de Carajás em 2000”, anotou Luzio.

**OSX**

Depois do IPO da OGX (vide **Seção 5** para mais detalhes) em 2008, a OSX foi a quarta empresa do Grupo EBX a se listar em bolsa, em 2010. Foi criada para fornecer navios e plataformas *offshore*, fretamento e serviços de operação & manutenção (O&M) para a indústria petroleira, em particular para a OGX. O prospecto estimava uma demanda inicial de 48 unidades de produção para a OGX, nos 10 anos seguintes. O mesmo prospecto chamava a atenção para a dependência da empresa de seu único cliente – a OGX, igualmente em estágio pré-operacional e sujeita a seus próprios e elevados riscos de não encontrar óleo e gás suficientes para se manter ativa. O lançamento, em março de 2010, resultou numa captação de R\$ 2,5 bilhões, com um desconto de 20% no preço inicial da emissão em relação ao piso do intervalo apontado no prospecto preliminar da oferta, ou seja, entre R\$ 1.000,00 e R\$ 1.333,00. As ações foram emitidas a R\$ 800,00, com desvalorização no dia do início de negociação de 12,5%. Para Aquino e Lima, “essa emissão da OSX mostrou ao Grupo que a receptividade do mercado acionário estava se retraindo” e não foi suficiente para cobrir as necessidades de investimentos do empreendimento.

**LLX**

A empresa de logística do grupo foi criada em março de 2007 como cisão da MMX. Suas ações começaram a ser negociadas pouco antes da crise de 2008 e fecharam o ano com desvalorização de 86%. Mas se valorizaram novamente, 570% em 2009, graças à melhoria do cenário macroeconômico brasileiro, com aumento da produção industrial e do comércio externo, com conseqüente maior necessidade logística. Além disso, logrou captar junto ao BNDES R\$ 1,3 bilhão para a construção do Porto do Açú.

**CCX**

A operação de carvão na Colômbia tornou-se “independente” da MMX e abriu o capital em maio de 2012. Chamada de Carajás do carvão, compreendia três minas com capacidade total de 35 milhões de toneladas. O projeto incluía uma rede logística formada por uma ferrovia e um porto de águas profundas. A produção tinha início estimado para 2017, com investimentos totais de US\$ 5,5 bilhões. Entretanto, fechou o capital em janeiro de 2013, dada a queda de 30% do preço internacional do carvão, que deveria ser de US\$110 a tonelada para que a operação fosse viável, segundo a revista Exame.

No seu auge, o Grupo X chegou a valer R\$ 98,1 bilhões (US\$ 58,4 bilhões), em capitalização de mercado, sendo que a OGX, sozinha, respondia por 76% desse montante (R\$ 75 bilhões) – sem ter produzido um único barril de petróleo. Quando o primeiro poço esguichou menos óleo do que o projetado, a queda foi célere. E como a OGX era o *axis mundi* do Grupo X, levou consigo as demais empresas – mesmo aquelas cujos riscos e benefícios tinham pouca relação direta com óleo e gás. Tanto que a CCX foi vendida para a mineradora Yildirim, da Turquia, a OSX foi comprada pelo fundo de private equity norte americano Cerberus. O Porto Sudeste da LLX foi vendido para a trading holandesa de commodities Trafigura e ao fundo soberano de Abu Dhabi, o Mubadala – que comprou também o Porto de Açú, associado ao fundo norte americano EIG Global Energy Partners, formando a Prumo. A MPX, que se tornou a Eneva, passou a ser também controlada pela alemã E.ON, teve o seu controle diluído posteriormente, e hoje é a maior operadora de gás privada do Brasil. A MMX está em recuperação judicial. A OGX sobrevive como Dommo Energia S.A.

# 05.

---

## OGX — A “Mini Petrobras”

Em junho de 2008, a empresa fundada pelo empresário um ano antes, realizou a maior oferta pública inicial (IPO) primária de ações do Brasil até então, ao captar R\$ 6,7 bilhões (US\$ 4,1 bilhões). Contava apenas com 29 funcionários e nenhum poço de petróleo ou gás, mas havia arrematado 21 blocos para exploração e desenvolvimento de óleo e gás natural (O&G) na 9ª rodada de leilões da Agência Nacional do Petróleo (ANP), em 27 de novembro de 2007, por R\$ 1,5 bilhão (US\$ 806 milhões). No início de 2008, a OGX comprou 50% de outro bloco da petroleira dinamarquesa Maersk Oil & Gas.

Lançada na hora certa, com petróleo em alta, otimismo com a exploração no Brasil, ascensão de preços e volumes de negociação no mercado de ações, a OGX conseguiu captar, entre novembro de 2007 e março de 2012, R\$ 15,6 bilhões (US\$ 9,6 bilhões). Fundos soberanos, grandes fundos de pensão americanos e gestores de recursos internacionais investiram na OGX, assim como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e outros grandes gestores de recursos domésticos.

Além de recursos potenciais estimados em 10,8 bilhões de barris de óleo equivalentes (bboe), um de seus diferenciais residia nos técnicos contratados da Petrobras, com larga experiência em algumas das principais descobertas da estatal. Eike chegou a contratar cerca de 50 ex-funcionários da Petrobras, atraídos por um pacote de remuneração que jamais obteriam trabalhando na estatal.

Eike foi buscar também renomada consultoria internacional de petróleo que estimara, por ocasião do IPO, o portfólio da OGX em 4,835 bilhões de barris de óleo equivalentes (bboe) em Recursos Prospectivos Líquidos (RPL) de óleo e gás natural (GN). Em dois outros relatórios posteriores a consultoria elevou o RPL para algo em torno de 10 bilhões bboe.

Reforçando ainda mais a percepção da OGX como “mini Petrobras”, seu Conselho de Administração foi integrado por “notáveis”, como o lendário Eliezer Batista; Francisco Gros, ex-presidente do Banco Central e da Petrobras; o ex-ministro da Fazenda Pedro Malan (1995-2002); o já citado Luiz Rodolpho Landim; o ex-ministro de Minas e Energia, ex-presidente dos Conselhos de Administração da Petrobras, da BR Distribuidora e da Eletrobrás, e ex-senador Rodolpho Tourinho; o então responsável pelo banco de investimentos do UBS-Pactual Rodolpho Riechter (banco coordenador líder do IPO), e a ex-ministra do Supremo Tribunal Federal Ellen Gracie (que ainda não integrava o Conselho no momento do IPO).

À frente e acima de todos, o próprio Eike Batista, com experiência em mineração e em operações financeiras. Isto aliado a uma carteira de relacionamentos empresariais, políticos e financeiros. Para começar, a OGX exploraria petróleo na Bacia de Campos, a mais promissora, e gás na Bacia de Santos.<sup>14</sup>

A empresa fazia costumeiramente divulgações otimistas, como o Comunicado ao Mercado em que a OGX não dizia ter encontrado petróleo, e sim “uma coluna de hidrocarbonetos de aproximadamente 12 metros em reservatórios carbonáticos da seção albiana do poço OGX-18, prospecto denominado Ingá”.<sup>15</sup>

Em 26 de junho de 2012, os executivos da companhia reconheceram que a vazão de 5 mil bpd ficara abaixo dos 20 mil bpd previstos em setembro de 2011. Na data, o valor da ação caiu 39,7% em dois dias - de R\$ 8,37 para R\$ 5,05 no pregão de 28 de junho – como se fosse a descida de uma montanha russa iniciada logo após o IPO de 2008, dia em que a ação foi cotada a R\$ 11,31.

Em 30 de outubro de 2013, a OGX pediu recuperação judicial, com dívidas no montante de R\$ 13,3 bilhões.

14

A empresa estimava produzir em 2015, sete anos depois do IPO, 740 mil de barris de petróleo por dia (bpd) - quase 30% a mais do que os 570 mil bpd que a Petrobras lograra atingir, em 2007, aos 54 anos de sua fundação.

15

“Hidrocarboneto pode ser petróleo, mas pode ser qualquer coisa!”, esclareceu o prof. Eduardo Franco Luzio, em entrevista para este trabalho. “Esse tipo de informação era muito comum nas comunicações da OGX”, asseverou ele, acrescentando: “Curiosamente, o tão esperado primeiro óleo de Tubarão Azul (em 30 de janeiro de 2012) foi divulgado na forma de Comunicado ao Mercado e não de Fato Relevante.”

16

Desdobramento de ações.

Conforme mencionado na **Seção 4**, entre o IPO e a Recuperação Judicial, considerando somente as companhias abertas de Eike, o Grupo X chegou a totalizar R\$ 98,1 bilhões (US\$ 58,4 bilhões) em valor de mercado, no ano de 2010. A OGX representava, então, 76% do valor do grupo, com R\$ 75 bilhões, superada apenas por Ambev, Petrobras e Vale. E sem nenhum petróleo extraído de fato nas suas áreas de atuação.

### Evolução da OGXP3 (em R\$/ação pós *split*)<sup>16</sup>

Datas de Início e Fim	Períodos	Nº de Pregões	OGXP3 Início	OGXP3 Fim	Var. %
(1) 2006 a 25/06/08	Antecedentes e IPO	9	11,31	13,64	<b>20,60 %</b>
(2) 25/06/08 a 06/11/08	Correção depreciativa	102	13,64	2,54	<b>-81,40%</b>
(3) 06/11/08 a 04/11/10	Correção apreciativa	480	2,54	23,2	<b>813,10%</b>
(4) 04/11/10 a 08/08/11	Correção depreciativa	179	23,27	9,2	<b>-60,30%</b>
(5) 08/08/11 a 23/02/12	Correção apreciativa	128	9,2	18,21	<b>97,90%</b>
(6) 23/02/12 a 31/10/13	Correção depreciativa	405	18,21	0,13	<b>-99,30%</b>

Fontes: Eduardo Franco Luzio – Os 50 Tons de Preto da OGX, website da B3 e prospectos definitivos dos IPOs.

# 06.

## Os Processos na CVM

Provocada por acionistas minoritários da OGX, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) instaurou cinco Processos Administrativos Sancionadores (PAS) para apurar responsabilidades de Eike Fuhrken Batista, na qualidade de administrador e acionista controlador da OGX e da OSX, por práticas de *insider trading* na negociação de ações das duas companhias<sup>17</sup>. Foram também avaliadas práticas de manipulação de mercado, por conta de postagens no Twitter que teriam o propósito de incentivar investidores a manter posições das ações, evitando desvalorização dos papéis.

Em três deles o executivo foi condenado (i) por usar informações privilegiadas na Bolsa de Valores e manipular o preço das ações OGX; (ii) por não ter agido com cuidado e diligência ao manifestar concordância com a divulgação inadequada de Fatos Relevantes no período de 2009 a 2012; e (iii) por deixar de adotar as providências compatíveis com a relevância e natureza da matéria, de modo a assegurar que as demonstrações financeiras intermediárias que serviram de base para o preenchimento do Formulário 1º ITR/2013, evidenciassem tais informações relevantes para a compreensão da situação financeira e patrimonial da Companhia, mesmo tendo conhecimento das incertezas relacionadas à viabilidade econômica da exploração dos campos de petróleo Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia.

O que levou a Autarquia a julgar o empresário foram duas operações de venda de ações ordinárias das suas companhias, a primeira, da OSX, em abril e a segunda, da OGX,

<sup>17</sup>

Infração ao art. 155, §1º, da Lei 6.404/76, e ao art. 13 da Instrução CVM 358.

entre final de maio e início de junho de 2013, enquanto, pela sua conta pessoal no Twitter e mediante os Fatos Relevantes divulgados ao mercado, o controlador e a petroleira incentivavam os acionistas e investidores a manter o papel, omitindo a verdadeira dimensão das dificuldades, problemas e perspectivas que comprometiam o futuro das duas empresas, segundo acusação da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM.

Em 19.04.2013, a OSX divulgou Comunicado ao Mercado informando que havia atingido o patamar mínimo de 25% de ações em circulação estabelecido pelo Regulamento do Novo Mercado e, para tanto, o empresário alienou, na referida data, 9 milhões de ações de emissão da companhia pelo preço de R\$3,40, em um montante de R\$ 33 milhões<sup>18</sup>. Ainda assim, segundo a CVM, o controlador não poderia ter movimentado suas ações por ter conhecimento de informação relevante, desde 15.04.2013, quando a Diretoria da OSX se reuniu para discutir a modificação do Plano de Negócios da empresa, que alterou negativamente a perspectiva econômico-financeira do modelo de negócios original da companhia.

Quanto à OGX, o empresário alienou ações ordinárias, entre 24 de maio e 10 de junho de 2013, alegadamente para cumprir obrigações contratuais com o fundo soberano de Abu Dhabi. A Superintendência de Relações com Empresas (SEP) apurou, entretanto, que a administração da OGX e seu controlador estavam de posse de elementos que apontavam a existência de risco significativo de inviabilidade dos campos de petróleo Tubarão Tigre, Gato e Areia, pelo menos desde o final de 2012, quando a empresa contratou firma especializada para avaliar a viabilidade do desenvolvimento da produção dos campos, em conjunto com profissionais da petroleira.<sup>19</sup>

No Fato Relevante (FR) publicado às 9h da manhã do dia 1º de julho de 2013, a OGX comunicou que “a Companhia concluiu que não existe, no momento, tecnologia capaz de tornar economicamente viável o desenvolvimento dos campos de Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia”. Também advertia que as projeções divulgadas anteriormente não deveriam ser consideradas válidas, inclusive as que diziam respeito a metas de produção. Caso, como todos os demais acionistas, o acionista controlador tivesse esperado a divulgação do FR para decidir manter ou alienar suas ações,

18

Em resposta a ofícios solicitando sua manifestação quanto às operações realizadas por Eike Batista em 19.04.2013, a B3 informou que havia sido concedido prazo adicional à Companhia para o enquadramento do free float e deveria ocorrer em duas etapas: i. 23,36% até 19.9.2012 e ii. 25% até 19.3.2013 e que a companhia havia concluído a primeira, tendo solicitado novo prazo para a segunda, o que foi negado, de modo que o enquadramento residual teve de ser feito em 19.4.2013.

19

A razão disso é que havia uma “divergência expressiva” entre as projeções da Área de Exploração, francamente otimistas, e as da Área de Reservatórios da companhia, bem mais conservadoras. A conclusão desses estudos foi apresentada à Diretoria Executiva da OGX em 24.09.2012, sendo então informada de que o volume seria de 676 milhões de barris de óleo equivalente, com um volume recuperável de 49,5 milhões a 77,7 milhões, no cenário mais otimista. Porém, em qualquer cenário o chamado Valor Presente Líquido (VPL) para exploração dos campos era negativo. Tais volumes estavam extremamente distantes das projeções sustentadas pela OGX nos Formulários de Referência divulgados entre 12.11.2009 e 01.07.2013, a respeito do andamento das operações nos poços daqueles três campos. No FR datado de 13 de maio de 2010, as estimativas haviam sido fixadas entre 1,4 e 2,6 milhões bboe. Em 13.03.2013, foram reduzidas para entre 521 mil e 1,339 milhão de barris, o que não impediu a OGX de submeter à ANP a declaração de comercialidade dos 3 campos, segundo o mesmo FR.

20

Daquele mesmo FR, o relator dos processos, o diretor Henrique Machado, grifou, a referência de que “as primeiras análises da área reservatórios, ainda em 2011, já sinalizavam volumes e compartimentação muito diferentes da interpretação inicial”. Assinalou também que o estudo da Schlumberger fora citado diversas vezes ao longo do texto indicando que as análises dessa empresa teriam confirmado o modelo da Área de Reservatório da OGX, os quais sinalizavam “uma redução significativa do fator de recuperação, inicialmente estimado em torno de 20%, para algo inferior a 10%”. Além disso, estimava um volume recuperável de cerca de 80 milhões de barris no caso mais otimista (fator de recuperação de 12%) e de 50 milhões no cenário mais provável (recuperação de 7,3%). Por fim, destacou que o FR admitia ter o projeto resultado em um Valor Presente Líquido (VPL) negativo de 1 bilhão de dólares.

21

A defesa, por seu lado, sustentou que a inclusão de notas explicativas sobre as incertezas relacionadas à viabilidade econômica dos campos de Tubarão Tigre, Gato e Areia colocaria em risco interesse legítimo da OGX e também da OSX (como admite a Instrução 358 da CVM que trata da divulgação de FRs), uma vez que desqualificaria o projeto de exploração em curso antes mesmo de serem obtidos os resultados

ele teria recebido algo próximo a R\$ 70 milhões, e não os R\$ 197 milhões. Ou seja, a antecipação da venda das ações significou um ganho de mais de 60%.<sup>20</sup>

Outro problema enfrentado pela OGX era a presença de gás contaminante (sulfeto de hidrogênio) presente nos reservatórios, que levou à contratação da empresa Rameshini Associates Technology & Engeneering (RATE), e que, em fevereiro de 2013, concluiu que o projeto demandaria equipamentos de grandes dimensões e, conseqüentemente, altos custos, motivo pelo qual foi sugerido que fossem buscadas outras tecnologias a fim de viabilizar o projeto. Esta análise foi incluída no documento com base no qual a administração da OGX tomou a decisão de declarar a inviabilidade dos campos e publicar o FR de 01.07.2013, que, posteriormente, serviu de base para o pedido de recuperação judicial da OGX.

Para a SEP, assim como para o relator, essas informações deveriam ser do conhecimento do acionista controlador, pelo menos a partir de 15.04.2013, quando ocorreu a reunião em que se discutiu a atualização no plano de negócios da OSX, pelo simples motivo de que o empresário era o controlador das duas e presidente do Conselho de Administração da OSX. Também deveriam ter constado das informações financeiras e balanço das duas companhias “para a compreensão da situação financeira e patrimonial, em um caso, da OGX e, no outro, da OSX”, cujo único cliente era justamente a petroleira do mesmo grupo empresarial, entendeu o relator.<sup>21</sup>

No processo da OSX, o Diretor Pablo Renteria votou pela absolvição do empresário, acatando os argumentos da defesa, de que a venda das ações em 19.04.2013 obedecia ao enquadramento do *free float* e que não teria ficado comprovado o intuito malicioso do acusado de aproveitar-se do vencimento da obrigação perante a B3 para utilizar indevidamente informação privilegiada. Lembrou também que a companhia já teria requerido a prorrogação do prazo à B3 por três vezes, tendo sido negado na última, e entendeu que aos administradores é lícito optar pela não-divulgação de Fato Relevante quando não há oscilação atípica ou vazamento de informações. O Colegiado da CVM, porém, decidiu, por maioria, condenar o acusado Eike Fuhrken Batista a pena de multa no valor de R\$ 21 milhões.

No processo<sup>22</sup> que apurou a responsabilidade de Eike Fuhrken Batista (na qualidade de administrador e acionista controlador da OGX e da OSX) por suposta utilização de informações privilegiadas, Eike foi sancionado com multas no valor de R\$ 536,5 milhões. Também foi inabilitado pelo prazo de sete anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM.

Neste caso, o diretor Henrique Machado considerou como circunstâncias agravantes a prática reiterada da conduta irregular, os antecedentes do acusado, o elevado prejuízo a investidores e acionistas, a expressiva vantagem auferida pelo infrator e o dano causado à imagem e à credibilidade do mercado de capitais.

No processo<sup>23</sup> para apurar as responsabilidades de Eike Fuhrken Batista, como presidente do Conselho de Administração, por, tendo conhecimento, ao menos a partir de 15.04.2013, das incertezas relacionadas à viabilidade econômica da exploração dos campos, deixar de adotar as providências compatíveis com a relevância e natureza da matéria, de modo a assegurar que as demonstrações financeiras refletissem essa situação, foi condenado ao pagamento de multa no valor de R\$ 350 mil, por infração ao disposto no art. 142, III, e art. 153 da Lei 6.404/76.

No processo<sup>24</sup> para apurar as responsabilidades de Eike Fuhrken Batista e Luiz Eduardo Guimarães Carneiro (na qualidade de membros do conselho de administração da OSX) pela não adoção de providências para que as demonstrações financeiras evidenciassem informações relevantes para compreensão de sua situação financeira e patrimonial<sup>25</sup>, Eike Batista foi multado em R\$ 200 mil.

Ele foi absolvido no processo<sup>26</sup> referente à mineração de carvão na Colômbia.

definitivos dos estudos e projeções que ocorriam em paralelo. Mesmo reconhecendo “interesse legítimo” ser um conceito bastante subjetivo, o relator contestou que a informação relevante, no caso, não se enquadrava nesse conceito, já que não era informação de cunho concorrencial ou cuja revelação pudesse atrapalhar interesses da companhia em concluir um negócio específico ou o desenvolvimento de um produto, conforme estabelecido em julgamentos precedentes da CVM. O relator esgrimiou, ainda, a “falta de coerência” da administração da OGX que “decide revelar estimativas otimistas a partir de 2010, com base em estudos preliminares, ainda que não tivesse absoluta certeza do real valor das reservas, levando os investidores a acreditar que aqueles números eram possíveis e prováveis, e decide não revelar os números negativos alegando o interesse legítimo da companhia”. E aduziu: “Em verdade, o interesse legítimo a ser tutelado é o do investidor em obter informações verdadeiras, completas, consistentes e que não o induzam a erro, não sendo dado a administração de uma companhia aberta apresentar informações financeiras incorretas a fim de não revelar a depreciação de seus ativos”, argumentou.

22

PAS 19957.000594/2015-72  
(RJ2014/578)

23

PAS 19957.000591/2015-93  
(RJ2014/12838)

24

PAS 19957.001153/2015-98  
(RJ2015/1421)

25

Infração ao disposto nos arts. 142, III e V, e 153 da Lei 6.404/76

26

PAS 19957.001920/2015-69  
(RJ2015/1954)

# 07.

---

## A Importância da Governança Corporativa

A análise do Grupo X evidenciou, além de infrações às normas e às leis vigentes, a fragilidade, a ineficácia e até mesmo a inobservância de práticas consagradas de governança corporativa.

Conflitos de interesse, inclusive decorrentes da acumulação de cargos, participação cruzada de conselheiros e diretores em companhias do grupo, remuneração baseada em desempenho também aplicável aos membros do conselho de administração, falhas graves de transparência e desrespeito aos direitos dos acionistas minoritários foram situações relativamente comuns que ilustram a referida inobservância.

O acionista controlador sempre alardeou a transparência e a adesão da OGX às melhores práticas de governança corporativa, frisando, por exemplo, o ingresso no Novo Mercado. No entanto, o empresário e vários diretores de suas empresas abertas foram condenados a multas pela CVM por terem sido coniventes com a “divulgação inadequada de fatos relevantes” no período de 2009 a 2012 e por “deixar de adotar as providências compatíveis com a relevância e natureza da matéria”, permitindo que fossem omitidas das demonstrações financeiras “informações relevantes para a compreensão da situação financeira e patrimonial da companhia”, mesmo sabendo como era duvidosa a viabilidade econômica da exploração petrolífera dos campos da OGX.

Os prospectos das ofertas alertaram para a possibilidade de interesses do acionista controlador conflitarem com

---

interesses das suas próprias companhias. Como detalhe adicional, pode-se acrescentar a opacidade da situação das finanças do Grupo X, na medida em que as empresas pertenciam à *holding* EBX<sup>27</sup>, controlada por dois veículos *offshore* – a Centennial Asset Mining Fund (CAMF) e a Centennial Asset Brazil Equity Fund (CABEF) – menos transparentes ainda.

Nesse sentido, cabe lembrar que o parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404 disciplina o Princípio do Interesse Social, segundo o qual o voto do acionista deve estar em consonância com os interesses da companhia, respeitando os interesses dos acionistas (minoritários e majoritários), dos trabalhadores, da comunidade na qual a companhia exerce sua atividade econômica, congregando esses interesses à manutenção da empresa como unidade produtiva.

No que tange à administração das companhias do Grupo X, a sobreposição de administradores entre elas e a política de remuneração baseada fortemente em planos de opção de compra de ações, além de terem propiciado campo fértil para o surgimento de conflitos de interesse, deixaram de funcionar como importante sistema de freios e contrapesos, tão caro às boas práticas de governança corporativa.

A esse respeito, conforme mencionado na **Introdução** do estudo, vale lembrar que considerando-se somente as quatro companhias do Grupo X que efetuaram IPO – MMX, MPX, OGX e OSX – Eike Batista era o presidente do Conselho de Administração de todas elas, acumulando a função de Diretor Presidente na MMX. O seu pai, Eliezer Batista, também integrava o conselho de administração das quatro companhias. Com relação aos conselheiros independentes, era comum a presença de ao menos um deles em mais de uma das companhias do Grupo X (em alguns casos, um mesmo conselheiro era considerado independente em três companhias do grupo). Ainda, era possível identificar a presença de diretores executivos de algumas companhias nos conselhos de administração de outras. Por exemplo, o diretor geral da MMX era membro do conselho da MPX e da OGX, sendo também diretor presidente da OGX e diretor presidente e diretor de relações com investidores da OSX. O diretor financeiro e de relações com investidores da MMX era o diretor financeiro da MPX. O diretor jurídico da MMX era membro do conselho de administração da OGX e da OSX (para mais informações, vide **Anexo-I**).

<sup>27</sup>

EBX Brasil S.A. foi companhia aberta com registro na CVM entre 2009 e 2014.

Adicionalmente, é possível apontar para a necessária expertise, tendo-se em vista a existência de empresas pré-operacionais com riscos geológicos, aonde o risco de execução é crucial<sup>28</sup>. A participação de conselheiros, em especial, a de independentes em companhias de capital aberto se coloca como camada relevante de fiscalização da atuação da diretoria, porém, não se pode subestimar a necessária experiência, ao menos de parte dos integrantes desse órgão, no setor de atuação das empresas.

No caso da OGX, a existência de um conselho de administração composto por 10 membros, sendo sete conselheiros independentes ditos “notáveis”, dentre os quais empresários, ex-ministros de estado e ex-ministro do Supremo Tribunal Federal, não garantiu uma atuação eficiente e independente para questionar o plano estratégico da diretoria executiva e a sua execução. Tendo em vista o dever fiduciário dos conselheiros de agir no interesse da companhia, legalmente previsto como deveres de diligência, lealdade e de informar, torna-se importante a experiência, ao menos de parte deles, no setor de atuação da empresa para poder questionar os planos estratégicos da diretoria executiva, mesmo que favoráveis do ponto de vista de uma remuneração baseada em planos de opção de compra de ações.

Por outro lado, o fato de pessoas bem qualificadas e reputadas em outras áreas de atuação terem aceitado integrar o conselho de administração da OGX conferiu credibilidade aos investidores e ao mercado em geral sobre a seriedade e, por assim dizer, a viabilidade da companhia.

A OGX contava com um Comitê de Auditoria, composto por três membros do próprio Conselho de Administração, de acordo com os seus formulários de referência. Tal prática, apesar de em linha com vários códigos de governança e recomendações internacionais, não se demonstrou eficaz no caso concreto. Adicionalmente, no caso da OGX e outras empresas do grupo, os acionistas não dispunham de canal institucional de acesso e fiscalização da administração da companhia, como por exemplo, o conselho fiscal, que apesar de previsto no seu estatuto social, não foi instalado.<sup>29</sup>

À luz de todo esse contexto, não se pode olvidar o papel dos investidores. A despeito do crescente engajamento de alguns gestores, historicamente, a indústria como um todo ainda não se faz presente no relacionamento mais próximo com companhias e na participação em assem-

28

Eduardo Franco Luzio, em *Os 50 Tons de Preto da OGX*.

29

Há a leitura de alguns agentes do mercado de que, na medida em que o Comitê de Auditoria assessora o Conselho de Administração e, na prática, se subordina a este, a sua “função fiscalizadora” fica prejudicada, enquanto que o Conselho Fiscal – órgão subordinado à Assembleia Geral de Acionistas - que tem como objetivo precípuo o de fiscalizar as ações da administração (apesar da participação de membros eleitos pelo acionista controlador), sendo independente dos demais órgãos da empresa, se apresenta como uma melhor opção ao efetivo exercício de tal direito/ obrigação. Entretanto, diante dos vários aspectos mencionados anteriormente, em especial, a composição e sobreposição de membros em alguns órgãos de governança das companhias do Grupo X, não seria adequada ou mesmo precisa uma comparação entre tais órgãos à luz do caso do Grupo X.

bleias. No Brasil, ainda é incipiente essa atuação do chamado *stewardship*, que em outros países permite que se aperfeiçoem práticas de governança e de divulgação de informações. Há algumas explicações para essa lacuna comportamental, mas talvez a principal esteja relacionada ao próprio estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ainda caracterizado por companhias com controladores definidos ou acionistas de referência, sendo algumas avessas a um relacionamento mais próximo com os investidores.

Por fim, também não se pode omitir o fato de que o mercado de capitais não dispõe de capacidade suficientemente adequada de *enforcement*, apesar do ambiente regulatório e autorregulatório ter evoluído no país. As companhias listadas em alguns segmentos especiais da B3, como o Novo Mercado, preveem a câmara arbitral para solução de conflitos, o que acaba acarretando uma certa onerosidade e, muitas vezes, inibindo pequenos acionistas de fazerem uso deste instrumento. Já o poder judiciário, outro canal para se questionar violações ou abusos, não dispõe da mesma celeridade das ocorrências no mercado de capitais e ainda demanda especialização sobre os temas desse ambiente.

# 08.

---

## Considerações Finais

O presente estudo de caso não pretendeu exaurir todos os aspectos e fatores que levaram à derrocada do Grupo X, afetando vários *stakeholders* e a imagem do mercado de capitais brasileiro, entre outros. Da mesma forma, não se teve por objetivo identificar culpados.

Como acontece de tempos em tempos – vide Parmalat, Siemens, Volkswagen, Enron e WorldCom, para mencionar alguns casos internacionais – tais situações, usualmente denominadas “escândalos corporativos”, prestam-se à reflexão e à proposição, por exemplo, de avanços na regulação e nas práticas de governança corporativa.

É fato que desde o primeiro IPO do Grupo X (MMX em 2006), a regulação avançou em relação à oferta de ações de emissão de companhias pré-operacionais com a alteração da ICVM 400 em 2014. De acordo com a instrução alterada, num IPO de companhia pré-operacional, as ações somente poderão ser ofertadas a investidores qualificados e a negociação fica restrita a tais investidores pelo prazo de 18 meses a contar do encerramento da oferta.

Em relação aos IPOs do Grupo X, destaca-se ainda a atuação dos chamados *gatekeepers* externos - bancos de investimento, assessores legais e auditor independente. Como eram todos qualificados pelo próprio mercado como de “primeira linha”, talvez possam ter induzido os investidores, e até mesmo alguns convidados para integrar a administração das companhias, a erro.

Com relação à autorregulação, o Novo Mercado avançou e, em 2011, houve a inserção da vedação à acumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa.

Em 2014, entrou em vigor o Regulamento de Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários (Regulamento de Emissores da atual B3) que, entre outros, passou a prever hipóteses de indeferimento de listagem, situações que poderiam demandar informações adicionais e a possibilidade de acionamento da Comissão de Listagem diante de pedidos de companhias pré-operacionais. Vale mencionar que a Comissão de Listagem, composta por membros internos e externos à Bolsa, também não tem o condão de efetuar uma análise material – isto é, verificar a viabilidade do negócio das companhias – mas seria um escrutínio adicional do qual exigências sobre informações ou mesmo questionamentos sobre a composição da administração, por exemplo, poderiam ter surgido.

Na última revisão do Novo Mercado, cujo regulamento entrou em vigor em 2018, foram inseridas obrigações relativas à fiscalização e controle, como auditoria interna, *compliance* e a instalação de comitê de auditoria, com especificação de composição do órgão, atribuições e algumas vedações para endereçar potenciais conflitos de interesse. Nesse mesmo processo, a definição de conselheiro independente passou a contemplar um rol de presunções absolutas e outro de presunções relativas, deixando a cargo do próprio indicado e dos demais administradores a avaliação da efetiva independência. Ainda com relação à composição da administração, foi incluída no regulamento a obrigação de elaboração e divulgação de política de indicação.

A esse respeito, conselhos de administração com “notáveis” certamente conferiram credibilidade ao Eike e a seus empreendimentos. Dessa forma, além do necessário cuidado, por parte do acionista controlador e dos próprios administradores para a indicação de renovação de mandato ou de novos administradores, cabe destacar a importância de reflexão e questionamentos pelos próprios convidados a integrar a administração das companhias.

E o papel dos investidores? Poderiam ter tentado se aproximar da administração das companhias para questioná-la e estimular melhores práticas? Ou para levar a própria administração das companhias do Grupo X a avaliar globalmente o risco no qual se estava incorrendo?

30

Expressão cunhada, em 1996, por Alan Greenspan, ex-presidente do Federal Reserve.

A despeito de todos os aspectos abordados no presente estudo, ainda resta a pergunta: e se a OGX tivesse conseguido extrair todo o petróleo esperado? Aparentemente, o desfecho do Grupo X teria sido diferente e provavelmente, mesmo diante das falhas graves de governança, talvez poucos identificariam ou levantariam voz diante dos riscos presentes.

Nesse caso, alguém teria alertado ou se incomodado com a potencial “exuberância irracional”?<sup>30</sup>

---

# Anexo I

## **MMX - Composição da Administração**

(Fonte: Prospecto Definitivo do IPO/2006)

---

### **Conselho de Administração**

	<b>Cargo</b>
Eike Fuhrken Batista	Presidente
Eliezer Batista da Silva	Presidente Honorário
Michael Stephen Vitton	Conselheiro
Jose Luiz Alqueres	Conselheiro Independente
Samir Zraick	Conselheiro Independente
Raphael de Almeida Magalhaes	Conselheiro Independente
Hans-Juergen Mende	Conselheiro Independente
Peter Nathaniel	Conselheiro Independente
Gilberto Sayão	Conselheiro Independente

### **Diretoria**

	<b>Cargo</b>
Eike Fuhrken Batista	Diretor Presidente
Luiz Rodolfo Landim	Diretor Geral
Rudolph Ihns	Diretor Financeiro e de Relações com Investidores
Adriano José Negreiros Vaz Netto	Diretor Administrativo
Dalton Nosé	Diretor de Operações
Joaquim Martino Ferreira	Diretor de Mineração
Paulo Carvalho de Gouvêa	Diretor Jurídico
Ricardo Antunes Carneiro Neto	Diretor de Projetos

---

## **MMX - Composição da Administração**

(Fonte: Prospecto Definitivo do IPO/2007)

---

### **Conselho de Administração**

	<b>Cargo</b>
Eike Fuhrken Batista	Presidente
Eliezer Batista da Silva	Conselheiro
Flavio Godinho	Vice-Presidente
Luiz Rodolfo Landim Machado	Conselheiro
Marcelo Adler Cheniaux	Conselheiro
Luiz do Amaral de França Pereira	Conselheiro Independente
Rafael de Almeida Magalhães	Conselheiro Independente
Rodolpho Tourinho Neto	Conselheiro Independente
Samir Zraick	Conselheiro Independente

### **Diretoria**

	<b>Cargo</b>
Eduardo Karrer	Diretor Presidente e de Relações com Investidores
Rudolph Ihns	Diretor Financeiro
Bruno de Rossi Chevalier	Diretor Jurídico
Marcus Bernd Temke	Diretor de Implantação e Operações
Paulo Monteiro Barbosa Filho	Diretor de Novos Negócios
Xisto Vieira Filho	Diretor de Comercialização de Energia e Regulação

---

## **OGX - Composição da Administração**

(Fonte: Prospecto Definitivo do IPO/2008)

---

### **Conselho de Administração**

	<b>Cargo</b>
Eike Fuhrken Batista	Presidente
Eliezer Batista da Silva	Presidente Honorário
Francisco Gros	Vice-Presidente
Luiz Rodolfo Landim	Conselheiro
Paulo Carvalho de Gouvêa	Conselheiro
Rodolfo Riechert	Conselheiro
Brian Begley	Conselheiro
Cláudio Sonder	Conselheiro Independente
Pedro Sampaio Malan	Conselheiro Independente
Rodolpho Tourinho Neto	Conselheiro Independente

### **Diretoria**

	<b>Cargo</b>
Luiz Rodolfo Landim	Diretor Presidente
Marcelo Faber Torres	Diretor Financeiro e de Relações com Investidores
Paulo Mendonça	Diretor de Operações e de E&P

---

## **OGX - Composição da Administração**

(Fonte: Prospecto Definitivo do IPO/2010)

---

### **Conselho de Administração**

### **Cargo**

Eike Fuhrken Batista	Presidente
Eliezer Batista da Silva	Vice-Presidente
Paulo Manuel Mendes de Mendonça	Conselheiro
Flavio Godinho .	Conselheiro
Paulo Carvalho de Gouvêa	Conselheiro
Leonardo Moretzsohn	Conselheiro
Luiz do Amaral de França Pereira	Conselheiro Independente
Samir Zraick	Conselheiro Independente
Raphael Hermeto de Almeida Magalhães	Conselheiro Independente

### **Diretoria**

### **Cargo**

Luiz Rodolfo Landim Machado	Diretor Presidente e de Relações com Investidores
Roberto Monteiro	Diretor Financeiro
Luciano Medrado Cruz Porto	Diretor Jurídico
Eduardo Costa Vaz Musa	Diretor de Engenharia, Afretamento e Desenvolvimento
Luiz Eduardo Guimarães Carneiro	Diretor de Operações

---

## Expediente

---

### **Associação de Investidores no Mercado de Capitais**

Fábio Henrique de Sousa Coelho  
Patrícia Pellini  
Arelli Matos

### **Cargo**

Presidente- Executivo  
Consultora de Advocacy  
Gerente de Comunicação

### **CFA Society Brazil**

Marcia Sadzevicius, CFA  
Flavio Papelbaum, CFA  
Ana Siqueira, CFA  
Gustavo Herkenhoff Moreira, CFA  
Everton Rodrigues

### **Cargo**

Presidente  
Vice Presidente  
Líder da Comissão ESG  
Membro do Conselho  
Diretor Executivo

---

## **Agradecimentos**

Luiz Felix Cavallari Filho  
Eduardo Luzio

Consultor de Advocacy  
Professor na USP, INSPER e FIPE  
Tese de livre-docência, FEA/USP, 2019: " Os 50 Tons de Preto da OGX: Reconstrução do Histórico, Reflexões e Aprendizados Possíveis".

Renato Vetere

Consultor Jurídico  
VDV Advogados



**CFA Society  
Brazil**