

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM nº RJ2013/10579

- Acusado: Eduardo Imanichi Munemori
- Ementa: Suposta utilização indevida de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado. Absolvição.
- Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:
1. **Absolver** o acusado **Eduardo Imanichi Munemori** da imputação de negociação com *units* de emissão da Renova Energia S.A., de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, em suposta infração ao artigo 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/02, c.c. o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76.
 2. Comunicar o resultado desse julgamento à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº 06/2014, para as providências que aquela Procuradoria julgar cabíveis no âmbito de sua competência.

A CVM interporá recurso de ofício da decisão absolutória ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

Presente a advogada Daniella Maria Neves Reali Fragoso, representante do acusado, Eduardo Imanichi Munemori.

Presente a Procuradora-federal Luciana Silva Alves, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Relator, Luciana Dias, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 10 de março de 2015.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2013/10579

- Acusado:** Eduardo Imanichi Munemori
- Assunto:** Negociação com uso de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado (infração aos artigos 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/02, c.c. o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76).

Diretor-relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Relatório

I – Do Objeto

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, em face de Eduardo Imanichi Munemori ("**Acusado**", ou "**Eduardo Munemori**"), na qualidade de membro do Conselho de Administração da Renova Energia S.A. ("**Renova**", ou "**Companhia**"), em razão de negociação de *units* de emissão da Companhia de posse de informação privilegiada (fls. 261/279)¹.

II – Dos Fatos

2. Em 04.01.11, a Renova emitiu Comunicado ao Mercado, informando a aprovação de financiamento para os seus quatorze parques eólicos, contratados no 2º leilão de reserva de dezembro de 2009, junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e ao Banco do Nordeste do Brasil – BNB, no valor de R\$904,6 milhões, representando aproximadamente 77% do total de investimentos previstos de R\$1,17bilhão (fls.10).

3. Em 06.01.11, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI² solicitou à Renova informação detalhada sobre a cronologia dos eventos que antecederam a divulgação do referido Comunicado, bem como a lista das empresas e pessoas que participaram das negociações que resultaram na concessão dos financiamentos (fls. 16 e 17).

4. Em 17.02.11³, a Renova informou que foi a maior vendedora do primeiro leilão de comercialização de energia voltado exclusivamente para fonte eólica ("LER 2009"), quando se comprometeu a comercializar 270MW, por meio dos parques eólicos que estavam em construção no estado da Bahia (fls. 22/37).

5. O investimento para a implantação dos parques eólicos seria de aproximadamente R\$1,17 bilhão, e 73% deste montante seriam destinados à aquisição de aerogeradores. Em razão deste investimento, a Companhia apresentou cartas-consultas, em 06.01.10, ao BNDES e, em 11.06.10, ao BNB, solicitando financiamento de R\$880 milhões, na modalidade *Project Finance*.

6. Como foram realizadas diversas reuniões com os representantes das instituições⁴, além de contatos telefônicos ou informais de frequência diária, não é possível, em relação aos prestadores de serviço contratados para assessorar a Companhia, apontar data específica para cada uma das negociações e da aprovação dos financiamentos, razão pela qual indica apenas a pessoa de contato de cada instituição.

7. A SMI⁵ solicitou à corretora S. cópia e respectivos anexos da ficha cadastral do investidor *Southern Solutions LLC* ("**Southern**") e cópias e transcrições das gravações relativas às ordens de compra e venda de *units* da Renova emitidas por este investidor, no período de 28.12.10 a 30.03.11. A corretora informou que em decorrência da implantação da nova plataforma de gravação, em agosto de 2010, e

por conta de falhas ocorridas no leitor de DVD/RAM, não foi possível realizar a audições dos arquivos (fls. 42/119).

8. Em 09.05.13, a SMI⁶ solicitou a Eduino Munemori, membro do Conselho de Administração da Renova, à época da divulgação do Comunicado ao Mercado, que confirmasse se entre os meses de julho de 2010 a março de 2011, a Explora Investimentos Gestão de Recursos Ltda. ("**Explora**") era a responsável pela gestão dos investimentos e pela emissão de ordens do investidor Southern, assim como dos fundos Explora Long Ações FIA e Explora Long Short 30 FIM (fls. 122 e 123).

9. Caso a resposta fosse afirmativa, ele deveria informar as qualificações dos respectivos gestores, bem como dos responsáveis pela elaboração das estratégias de investimento, e pelas operações realizadas com *units* pelo investidor Southern nos dias 28, 29 e 30.12.10, 03.01 e 30.03.11, esclarecendo as razões para a realização das referidas operações.

10. A SMI ainda questionou se durante o período em que foram realizadas as operações a Explora ou algum de seus membros (i) recebeu indicação ou informação sobre a Renova, proveniente de pessoa a ela vinculada, profissional de mercado ou instituição; (ii) teve contato profissional ou pessoal com algum funcionário, executivo ou acionista da Renova, e (iii) se era Conselheiro de Administração da Renova à época das operações.

11. Em 27.05.12, em resposta, Eduardo Munemori e Steven Iveson afirmaram que a Explora era responsável pela gestão dos investimentos do Southern e dos fundos mencionados, e que Eduardo liderava a equipe de gestão e era o responsável pelas estratégias de investimento destes investidores (fls. 125/127).

12. Identificaram a Renova como bom investimento no seu setor, pois possuía portfólio competitivo de projetos eólicos, que atingia TIRs de 20% a 25%, em razão da sua localização geográfica, dos contratos firmados com fornecedores de equipamentos, e dos diferenciais competitivos. Acreditavam ser necessário o crescimento da geração de energia, diante do desbalanceamento entre o crescimento econômico do país e os projetos anunciados, o que criaria oportunidades para a Companhia celebrar novos contratos em leilões do governo ou no mercado livre.

13. Ressaltaram que as *units* da Renova integram o portfólio dos fundos geridos pela Explora desde a abertura do capital, ocorrida em 12.07.10, e que, ao adquirirem o papel para o Southern, o valor justo seria de R\$36,00, baseado em modelo de fluxo de caixa descontado e projetos já contratados. Caso a premissa de crescimento se concretizasse, o valor justo passaria a ser de R\$60,00 por *unit*, justificando, assim, a sua aquisição. Destacaram que o Southern e os fundos de investimento ainda mantinham posição nas *units*.

14. Em razão da relevância dos investimentos realizados na Renova, membros da Explora mantiveram contato direto com funcionários e acionistas da Companhia, em especial com D.F., DRI, R.H., CFO, e R.D., CEO, para discutir informações públicas da Renova, mas não receberam sugestões de investimento ou informação privilegiada. Eduardo Munemori, na qualidade de Conselheiro de Administração da Companhia, eleito em 04.10.10, manteve contato regular com os demais membros do Conselho, participando de reuniões do órgão.

15. A GMA-1, no Relatório de Análise nº 14/13, consignou que a Renova realizou, em julho de 2010, sua Oferta Pública Inicial – IPO, com oferta de 107 milhões de *units*, compostas por uma ação ordinária e duas preferenciais, ao preço unitário de R\$15,00, quando captou R\$106,7 milhões (fls. 01/09).

16. A partir de 13.07.10, as *units* começaram a ser negociadas no mercado secundário e, logo após, o volume e a cotação começaram a perder força, quando no final do mês de agosto houve recuperação até os níveis próximos ao do IPO, seguida de nova queda.

17. A partir do final do mês de setembro, as *units* apresentaram tendência de alta⁷, movimento que se manteve até a divulgação do Comunicado ao Mercado, em 04.01.11, às 09h50min (antes da abertura do pregão), informando sobre a aprovação de financiamento para os seus parques eólicos.

18. Não se comprovou que administradores da Companhia ou pessoas que participaram das reuniões com o BNDES tenham negociado com as *units*. A Tabela 2, às fls. 4, demonstra a concentração de comitentes por volume financeiro, no período de 22.09.10 (data em que houve mudança de padrão no número de negócios realizados em bolsa) a 05.01.11 (pregão subsequente à divulgação do Comunicado ao Mercado), e dentre os comitentes estão o Southern e os fundos Explora Long Ações FIA e Explora Long Short 30 FI Multimercado.

19. O Southern operou justamente antes da divulgação do Comunicado ao Mercado, somente na ponta de compra, entre 28.12.10 e 03.01.11, e realizou parte de seus lucros no mês de março de 2011. Já os fundos operaram entre agosto e outubro de 2010, majoritariamente na ponta compradora (Tabelas 3,4 e 5 às fls. 05 e 06).

20. A trajetória de alta atípica observada na cotação e no volume financeiro, principalmente nos dias 30.12.10 (10,1% de alta e 6,5 vezes o volume negociado em 29.12.10) e 03.01.11 (5,2 vezes o volume negociado em 29.12.10), ensejaria a suspeita de vazamento de informações.

21. A análise também destaca, em relação ao Southern, o momento em que as compras foram realizadas, a vinculação do gestor de investimentos e responsável pela estratégia, Eduardo Munemori, com a Renova, bem como a afirmativa de que houve contatos entre pessoas da Explora e da Companhia, antes da divulgação do Comunicado ao Mercado.

22. Em 18.06.13, a SEP⁸ solicitou a Eduardo Munemori que informasse sua relação com o Southern e com o sócio deste, a North Capital Holding LLC, e também que enviasse a cópia do contrato mantido entre a Explora e o investidor estrangeiro (fls.130).

23. Na mesma data, a SEP⁹ requereu da Renova informações sobre as datas em que ela foi informada sobre a aprovação dos financiamentos, da assinatura dos contratos e quando os Conselheiros tomaram ciência da aprovação (fls. 132).

24. Em 25.06.13, Eduardo Munemori afirmou não possuir ligação direta com o Southern ou com o seu sócio North Capital Holding LLC. Que é diretor da Explora, responsável pelas atividades de administração de carteira de títulos e valores mobiliários. A Explora é administradora e gestora de ambas as sociedades citadas, que são veículos de investimento de fundo de investimento estrangeiro. Afirmou, também, que o referido fundo de investimento estrangeiro possui estratégia de investimentos similar à do Explora *Long Term Short Plus 60 FIM*, também gerido pela Explora (fls. 134/144).

25. Afirmou que não há contrato de prestação de serviços entre o Southern e a Explora, mas esta foi nomeada administradora do investidor, nos termos do Contrato de Sociedade de Responsabilidade Limitada do Southern, com "*poderes para nomear diretores, para conduzir as atividades e negócios da Sociedade (...) e poderes de conduzir negócios em seu nome*", sem a previsão de qualquer remuneração (cláusula 6ª), apesar de a Explora ser remunerada com taxa de administração de 2% e de *performance* anual de 20% (fls. 136/144).

26. Adicionalmente, a Renova informou que os diretores R.D., R.F., R.H., L.E.F. e N.F. tiveram conhecimento da aprovação do financiamento pelo BNDES em 28.12.10, e pelo BNB em 03.01.11. O contrato com o BNDES foi firmado em 05.05.11. Como a Companhia desistiu de contratar com o BNB, outro contrato foi assinado com o BNDES em 06.12.11. Os membros do Conselho de Administração, por sua vez, tiveram conhecimento dos contratos firmados com o BNDES em 04.01.11 e 05.10.11 (fls. 145 e 146).

27. Em 16.07.13, a SEP¹⁰ solicitou ao Presidente do Conselho de Administração e Diretor Co-Presidente, R.D., que fornecesse as informações que serviram de subsídios para a deliberação tomada na reunião do Conselho de Administração de 27.12.10, especialmente em relação à origem dos recursos para financiamento das atividades contratadas. Solicitou, também, cópias das atas da citada reunião e das reuniões realizadas nos dias 08, 10, 15 e 17.12.10; da minuta e do contrato firmado com o BNDES e da carta-consulta endereçada a este Banco (fls. 149 e 150).

28. Em 25.07.13, a Renova apresentou os documentos solicitados, ressaltando que, em relação à cópia da pauta de que trata o art. 19, §1º, do Estatuto Social, tal obrigação não existia à época e, portanto, tal documento não foi elaborado, mas somente a ata de reunião do Conselho de Administração. No tocante às atas das reuniões de 8, 10, 15, 16 e 17 de dezembro de 2010, realizadas entre o BNDES e a Companhia, elas também não foram elaboradas (fls. 152 e 153).

29. Adicionalmente, R.D., Presidente do Conselho de Administração, afirmou que todos os Conselheiros presentes à reunião do Conselho, de 27.12.10, foram informados sobre a necessidade de se contratar obras civis e eletromecânica para a construção dos parques eólicos, em razão de obrigações assumidas nos Contratos de Energia de Reserva – CER, firmados com a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica – CCEE, que previam a obrigação de se iniciar o suprimento de energia de 01.07.12.

30. Acrescentou que os Conselheiros já tinham conhecimento das tratativas para a obtenção dos financiamentos com o BNDES e BNB, como também sabiam que nove SPE, das quatorze vencedoras do leilão, teriam seu projetos analisados pelo BNDES.

31. Os conselheiros tiveram conhecimento da aprovação dos financiamentos pelo BNDES nas seguintes datas: (i) R.D.¹¹, R.A.¹² e N.F.¹³, em 28.12.10, e (ii) G.D.C., C.J.T.C., M.F.P., Eduardo Munemori e R.B.¹⁴, em 04.01.11 (fls. 206 e 207).

II – Da Acusação

32. A SEP destaca que a análise elaborada pela GMA-1¹⁵ apontou indícios de uso de informação privilegiada nas operações com as *units* da Renova, realizadas pelo investidor Southern, nos dias 28, 29 e 31.12.10 e 03.01.11, às vésperas da divulgação do Comunicado ao Mercado, em 04.01.11. Eduardo Munemori, membro do Conselho de Administração da Renova, era quem geria os investimentos do Southern.

33. O Comunicado ao Mercado informou a aprovação de financiamentos obtidos pela Renova junto ao BNDES e ao BNB, para a realização das obras dos 14 parques eólicos contratados no LER 2009. Os trâmites para a obtenção destes financiamentos se iniciaram quando foram protocolizadas as cartas nas instituições financeiras, em 06.01.10 e 16.06.10. No decorrer do ano de 2010, várias reuniões foram realizadas entre os administradores da Renova, pessoas ligadas ao BNDES e ao BNB, consultores e escritórios de advocacia. A última reunião com o BNDES, antes da divulgação da aprovação do financiamento, aconteceu em 17.12.10, quando foi analisada a Minuta do Contrato de Financiamento.

34. Eduardo Munemori estava presente na reunião do Conselho, realizada em 27.12.10, que deliberou, por unanimidade, pela "*(i) celebração, nesta data, de contratos de Fornecimentos de Equipamentos e Prestação de Serviços de Instalação Integrada de Sistemas de Distribuição e Transmissão de Energia Elétrica, Engenharia e Construção Civil sob regime de Empreitada Parcial a Preço Global, e seus respectivos acordos de interação a serem celebrados por suas controladas e a Construtora Queiroz Galvão S.A. e Mercurius S.A.*" ("**Serviços de Engenharia**"). A Companhia justificou a necessidade de celebração dos contratos nessa data, por ser requisito exigido pelo BNDES para a contratação do financiamento (fl.226).

35. A SEP deu destaque ao e-mail enviado por I.T.H., vice-presidente do Banco S., assessor financeiro da Renova, a L.A.S.O., gerente de Fontes Alternativas do BNDES, em 28.12.10, às 16h38min, cujo conteúdo, a seguir transcrito, sugere que já era do conhecimento do emitente que naquele dia seria realizada reunião da diretoria do BNDES para deliberar sobre a concessão do financiamento à Renova (fls. 209 e 210):

I.T. (16h38): [...] *Pergunta rápida: quando vocês informam a empresa do resultado da reunião de diretoria?*

L.A.) (16h45): *Ivan, a reunião já acabou. Estou tentando saber o resultado, mas, ainda não consegui. Assim que souber, informa (sic) a todos.*

36. Apesar de a Companhia afirmar que os Conselheiros não membros da diretoria só souberam da aprovação do financiamento por meio do Comunicado ao Mercado, em 04.01.11, registre-se que todas as pessoas com que Eduardo Munemori manteve contatos para realizar os investimentos da Southern já sabiam da aprovação do financiamento desde 28.12.10.

37. Assim, embora o financiamento ainda não tivesse sido aprovado, a convocação da reunião do Conselho para a contratação de serviços de engenharia constitui indício de que a aprovação era considerada bastante provável pela diretoria, especialmente porque (i) o Vice-Presidente do Santander, assessor financeiro da Companhia, sabia que a reunião para aprovação de financiamento ocorreria no dia 28.12.10; (ii) todos os Conselheiros estavam cientes das negociações com o BNDES, e (iii) os Conselheiros sabiam que nove das quatorze SPes, vencedoras do LER 2009, já estavam sob análise no BNDES.

38. A SEP também enfatiza que não há histórico de investimentos do Southern nas *units* da Renova antes de 28.12.10 e após 03.01.11. O investidor, portanto, por intermédio de Eduardo Munemori, comprou 77.800 *units*, no valor total de R\$1.705.654,00, somente no período compreendido entre a confirmação da contratação dos serviços de engenharia e a divulgação dessa contratação, juntamente com a aprovação do financiamento pelo BNDES.

39. O Southern obteve lucro de R\$324.220,00¹⁶, ao vender, em 30.03.11, 29.000 *units* pelo preço médio de R\$33,10, obtendo rentabilidade de 51% em três meses. Manteve, ainda, em carteira, 48.800 *units*.

40. A Explora confirmou que a remuneração paga pelo Southern por seus serviços era composta por parcela variável atrelada ao desempenho dos investimentos – 20% de taxa de *performance* anual – o que, no entender da SEP, seria incentivo à obtenção de ganhos financeiros com o uso de informações ainda não divulgadas ao mercado.

41. Por fim, a SEP concluiu que Eduardo Imanichi Munemori, na qualidade de Conselheiro de Administração da Renova, infringiu o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, c.c. o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/02, por negociar *units* de emissão da Companhia de posse de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado, no período compreendido entre 28.12.10 e 03.01.11.

IV – Da Manifestação da PFE-CVM

42. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE-CVM) entendeu estarem preenchidos os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/08 (fls. 282-287)¹⁷.

V – Da Comunicação ao Ministério Público

43. Diante de indícios de crime de ação penal pública, e nos termos do artigo 10, inciso I, da Deliberação CVM nº 538/08, em face do disposto no artigo 12 da Lei nº 6.385/76, a CVM oficiou a Procuradoria da República no Estado de São Paulo (fls. 295)¹⁸.

VI – Da Defesa

44. Em 21.02.14, o Acusado apresentou defesa arguindo que o Termo de Acusação foi formulado a partir de informações incompletas, com a adoção de premissas equivocadas, e que a acusação não deve prosperar, pois não observou a ausência de informação, conhecimento e utilização de eventual informação relevante (fls.341/391).

Ausência de informação relevante:

45. O Acusado destaca que a acusação se pautou nos seguintes fatos para concluir que a informação era relevante: (i) a Administração da Companhia teria expectativa de impacto positivo, como se extrai do e-mail de D.F.¹⁹; (ii) a Companhia encontrava-se em situação pré-operacional e dependia do financiamento para iniciar a construção dos parques eólicos; (iii) o financiamento correspondia a mais de duas vezes o patrimônio líquido da Companhia; e (iv) a análise da cotação das ações no período indicaria eventual vazamento.

46. O Acusado afirma que o e-mail mencionado pela acusação apenas traduz a opinião isolada de um funcionário da Companhia, não integrante da Administração, e, por óbvio, não pode ser considerado como a opinião desta última.

47. Afirma que a Administração nunca considerou a informação como relevante, como detalhado pelo DRI, responsável primário pela divulgação²⁰; *"o financiamento já era previsto para ocorrer de longa data, uma vez que os parques eólicos foram contratados em dezembro de 2009"*; que a contratação do financiamento *"em momento algum tinha o potencial de afetar as cotações ou decisões de investimento da Renova"*; e que *"o financiamento dos 14 parques do 2º leilão, por se tratar de ato secundário e meramente operacional, não se enquadra, no meu ponto de visto, como uma das hipóteses de fato relevante e sim de comunicado ao mercado, como foi feito à época."*

48. Sobre o fato de a Renova ser considerada empresa em fase pré-operacional, esclarece que embora os parques eólicos fossem importantes, a Companhia já produzia energia por intermédio de pequenas centrais elétricas. A perspectiva de obtenção do financiamento para a construção do parque já havia sido divulgada, absorvida e precificada pelo mercado²¹. As negociações com *units* da Renova, desde o IPO, partiam da premissa de que o financiamento seria obtido.

49. O Acusado observa ainda que a acusação utiliza como argumento de relevância o fato de que o valor do financiamento corresponderia a mais de duas vezes o patrimônio líquido da Renova. Apesar de reconhecer que um acréscimo patrimonial desta proporção pode representar informação relevante, no presente caso não há que se falar em acréscimo patrimonial, mas, sim, em financiamento, recursos que devem ser restituídos pela Companhia.

50. No entender do Acusado, a divulgação da informação não teria gerado impacto sobre as cotações. Argui que após a divulgação do Comunicado, em 04.01.11, antes da abertura do pregão, as alterações nas cotações teriam sido insignificantes, como restaria demonstrado em tabela acostada às fls. 359. Conclui que possivelmente por esse motivo a acusação teria procurado identificar oscilações em datas anteriores, nos dias 30.12.10 e 03.01.11, mas, ao se analisar as variações tidas como atípicas, conclui que não houve vazamento de informação.

51. O Acusado alega que a Renova realizara seu IPO poucos meses antes, em julho de 2010, portanto, é duvidoso aferir um padrão comportamental de negociação, de modo a identificar desvios significativos na atuação do investidor. Em diversos dias os volumes negociados foram extremamente reduzidos, em patamares inferiores a R\$10 mil, a exemplo de alguns pregões de novembro e dezembro de 2010, como se evidencia na tabela de fls. 360. A seu ver, com este "histórico" de negociação (se é que poderia se utilizar esse termo com poucos meses de negociação), um único investimento, no valor de R\$1 milhão, ou mais, realizado por um investidor institucional, resultaria numa elevação substancial de volume.

52. Para o Acusado, os reduzidos volumes de negociação devem ser ponderados. Os preços de fechamento nos dias em que foram negociados volumes de R\$ 4 mil ou R\$ 6 mil não seriam referência precisa para a percepção do valor da Companhia, visto que variações de R\$1,00, ou R\$2,00 na cotação teriam impacto ínfimo sobre os negócios. Nesse contexto, a análise da relevância da oscilação da cotação não poderia ser feita sem considerar a evolução das cotações das *units*, que passaram a ser negociadas no mercado secundário, em 13.07.10, por preços que variaram de R\$13,00 a R\$15,00. Desde então, suas cotações apresentaram crescimento constante até o final do ano, quando foram cotadas entre R\$20,00 e R\$22,00 e, posteriormente, continuaram a se valorizar.

53. A cotação média no ano de 2010 foi de R\$16,34 e o desvio médio das cotações de R\$2,21. A oscilação considerada atípica pela acusação, de 10,19%, ocorrida entre 19 e 30.12.10, teria correspondido à variação no preço de apenas R\$2,10, valor inferior à diferença média mencionada. O gráfico de fls. 362 demonstra que mesmo quando alterações pontuais são representadas em média móvel (20 pregões), resta demonstrado o movimento ascendente das dotações desde o IPO até abril e maio de 2011.

54. Neste sentido, o Acusado argumenta que, em situação de constante ascensão de preços, um aumento de R\$2,00 não pode ser considerado indício de uso de informação privilegiada, sobretudo quando aumentos semelhantes já haviam ocorrido, e aumentos mais significativos foram observados pouco tempo depois. Ao se observar o comportamento das ações em período mais recente, verifica-se, no início, constantes aumentos nos volumes negociados e oscilações maiores que as descritas pela acusação, sendo os mais significativos nos dias 02.11 e 09.12.

55. O Acusado contesta a acusação, quando esta afirma que os dois dias em que os volumes negociados foram mais significativos, foram aqueles em que o *Southern* atuou (30.1.10 e 03.10.11), pois as operações do *Southern* se destacaram em razão do baixo volume operado²².

56. Por fim, o Acusado afirma que a reunião do Conselho de Administração, realizada em 27.12.10, não tratou de informação relevante e que, ainda que tivesse tratado, tal informação teria sido prontamente divulgada ao mercado. A informação

principal – que chegou ao conhecimento do Conselho de Administração e que supostamente foi indevidamente utilizada – consistia na obtenção do “enquadramento para análise dos projetos do BNDES”, como informado pelo Presidente do Conselho, informação esta já disponibilizada pela Renova ao mercado, por ocasião do IPO.

Ausência de conhecimento de eventual informação relevante:

57. O Acusado afirma que a expectativa de reunião no BNDES para deliberar acerca do financiamento, fato que seria de conhecimento do assessor financeiro, tampouco poderia ser levada em consideração para avaliar a sua conduta, em virtude do que já foi demonstrado nos autos, bem como porque ele sequer tinha conhecimento de que havia a expectativa de aprovação do empréstimo. Ademais, não foi copiado no e-mail citado pela acusação. Ainda assim, mesmo que, hipoteticamente, se pretendesse identificar na reunião do Conselho de Administração indício de que haveria aprovação pela diretoria, tal fato não serviria para questionar a sua conduta, já que a reunião foi devidamente divulgada ao mercado.

58. O Acusado destaca que a Renova, ao ser questionada sobre as pessoas que participaram das negociações para a obtenção do financiamento, não mencionou o seu nome (fls. 22 a 37).

59. Apenas membros do Conselho de Administração que contemporaneamente exerciam cargos na Diretoria da Renova tiveram ciência da aprovação do financiamento pelo BNDES. Os demais Conselheiros, incluindo o Acusado, somente foram informados, assim como os demais acionistas e o mercado, pelo Comunicado ao Mercado de 04.01.11. Resta evidenciado que o Conselho de Administração não acompanhou a aprovação do financiamento em tempo real, fato reconhecido pela própria Acusação, como consta do item 39²³ do relatório (fls. 274).

60. A Companhia juntou, com o intuito de esclarecer os fatos, cópias de e-mails trocadas entre o BNDES e integrantes da Renova, e neles não consta o e-mail do Acusado, o que comprova que somente teve ciência dos fatos objeto da acusação em 04.01.11. Reporta ao PAS CVM nº 19/06 (“Caso Goldman Sachs”), onde o acusado foi absolvido por não ter sido possível comprovar seu acesso à informação privilegiada (fls. 372 e 373).

61. Sobre o e-mail enviado por I.T. (Vice-Presidente do Banco S.) a L.A.S.O. (Gerente de Fontes Alternativas de Energia do BNDES), às fls. 274, o Acusado afirma que a única conclusão que se pode extrair do seu conteúdo é que até mesmo o funcionário do BNDES, responsável pelos projetos, desconhecia o resultado da reunião até aquele momento. O fato de o representante do assessor financeiro da Renova ter alguma expectativa quanto à ocorrência da reunião no BNDES não significa que o Acusado tivesse a mesma expectativa, e não há nos autos qualquer prova que pudesse levar a tal conclusão.

62. O Acusado alega que o fato de o Conselho de Administração ter deliberado sobre determinados contratos com fornecedores e prestadores de serviço, na reunião de 27.12.10, véspera do dia em que o BNDES deliberou pela concessão do financiamento, também não significa que os Conselheiros tinham ciência de sua aprovação. De qualquer maneira, a ata da reunião do Conselho de Administração foi divulgada no mesmo dia de sua realização, via IPE, às 18h39min, conforme se verifica no site da CVM. Assim, a informação que o Acusado detinha sobre a aprovação dos contratos pelo Conselho de Administração foi divulgada na mesma data, eliminada assim qualquer assimetria informacional (fls. 374 e 375).

63. No tocante aos contatos mantidos por representantes da Explora com administradores da Renova, o Acusado considera tal atitude usual, pois a regular *interface* entre investidores e emissores é benéfica ao mercado, diante da obrigação que as companhias têm de realizar reuniões anuais com os seus acionistas. O Acusado esclareceu que não houve discussão de informações que não fossem públicas, razão pela qual entende que não há nada de irregular, *per se*, nesses encontros. Não julga adequado presumir que o DRI sempre irá transmitir informações confidenciais a qualquer pessoa com quem mantenha contato. Admitir tal postura seria impor um “período de silêncio perpétuo” a todas as companhias abertas, o que seria inadmissível.

64. Neste sentido, o fato de ter havido contato entre pessoas que detinham informação privilegiada não é suficiente para sustentar uma acusação de uso indevido da informação, ainda mais considerando que o investimento nas *units* da Renova eram de longo prazo.

65. O Acusado lembra que a Explora gera recursos de terceiros por meio de diversos fundos de investimento, e que, especificamente em relação aos investimentos realizados em *units* da Renova, destaca a significativa participação do Santa Bárbara Fundo de Investimento em Participações em seu capital social. Assim, a participação da Explora na gestão da Renova constitui obrigação regulamentar, pois o art. 2º da Instrução CVM nº 391/03²⁴ estabelece que fundos de investimento em participações devem participar das decisões das companhias investidas, inclusive com a indicação de membros para o Conselho de Administração, razão pela qual foi indicado como membro do Conselho de Administração, condição que não lhe permite utilizar-se de informação privilegiada.

Ausência de utilização de eventual informação relevante:

66. O Acusado defende que não teria havido uso de informações ainda não divulgadas, e que a acusação deveria ter considerado também as negociações realizadas por todos os “veículos” por ele geridos. Ao assim agir, ficaria demonstrado o equívoco da premissa acusatória de que não teria havido negociações com *units* antes de 28.12.10, ou depois de 03.01.11, pois ocorreram inúmeros negócios antes daquela data, desde o IPO, tanto pelo *Southern* quanto pelos demais “veículos” e negócios depois daquela data. Atualmente, o *Southern* e os demais veículos mantêm

relevante posição em Renova, em quantidade superior àquela analisada pela acusação.

67. Como foi ele o Acusado, e não o Southern, a acusação não poderia ter apreciado somente as operações realizadas por este investidor, mas deveria ter analisado as operações realizadas por todos os demais "veículos" que ele gere por intermédio da Explora. Ele exerce a gestão de um grupo de fundos de investimento, cujos integrantes²⁵ investem na Renova desde o seu IPO e mantêm, atualmente, as *units* em suas carteiras.

68. O estudo elaborado pela Explora, em 07.10.10, Doc. 3, às fls. 435/449, demonstra que a decisão de investimento foi adotada antes do suposto fato relevante não divulgado. Verifica-se que, antes do dia 28.12.10, quatro "veículos", além do *Southern*, realizaram, em conjunto, ao longo de cerca de três meses (julho, agosto e outubro de 2010), vinte e sete negócios com *units* da Renova (fls. 451, Doc. 04). A tabela demonstra que antes das aquisições questionadas pela acusação, os "veículos" geridos pela Explora já detinham 391.850 *units*, e as aquisições questionadas representara menos de 20% dos investimentos realizados.

69. O Acusado reafirma que a estratégia de investimento sempre foi de longo prazo, independentemente da divulgação de informações eventuais. Tal postura evidencia-se pela divulgação do Comunicado ao Mercado, em 08.04.11, onde se informou a aquisição de participação relevante na Renova, ocasião em que os fundos geridos pela Explora passaram a deter 5,9% do capital social da Companhia (5.484.963 *units*). As 77.800 *units* questionadas pela acusação correspondiam, assim, a apenas 1,4% da atual participação no capital da Companhia.

70. O Acusado argumenta que as provas por ele trazidas aos autos demonstram que a acusação construiu a tese acusatória baseada em falsas premissas, pois restou comprovado que as operações investigadas não foram atípicas, mas, sim, a continuidade de um plano de investimento nos papéis da Renova, que se iniciou em 12.07.10, e ainda perdura.

71. O Acusado se reporta à decisão exarada no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/09, julgado em 03.04.12, quando se considerou, dentre outros argumentos igualmente aplicáveis ao presente caso, que a acusada havia demorado um mês para começar a se desfazer de sua posição, concluída três meses depois. Neste caso, ainda que transcorridos mais de três anos das negociações, a Explora não se desfez de suas posições (fls. 385 e 386).

72. Cita outro precedente, o voto do Diretor Marcelo Trindade, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/04, julgado em 28.06.06, do qual se extrai o entendimento de que a manutenção de posições após a negociação figuraria indício da ausência de uso de informação privilegiada (fls. 385 e 386).

73. Descartado o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, torna-se irrelevante discutir eventual lucro nas operações. O *Southern* adquiriu as *units* pelo preço médio de R\$21,92, preço este muito próximo daquele praticado na data de divulgação do Comunicado ao Mercado. Ressalta que, naquela data, o *Southern* alienou 29.000 *units*, mas outros fundos sob a gestão Explora (Tropical e FIA) adquiriram a mesma quantidade, o que o leva a concluir que não houve desinvestimento nos papéis de emissão da Renova.

74. Observa que as negociações não foram significativas, pois representaram 11% do patrimônio do *Southern*, também composto por valores mobiliários de emissão de outras companhias abertas brasileiras.

75. Por todo o exposto, não se pode falar em violação da lei ou da regulamentação pelo Acusado, pois o volume negociado pelo investidor não era incompatível com o volume negociado antes e depois do período abordado pela acusação, ao contrário, teriam sido menores, circunstância já reconhecida pela CVM em diversos precedentes, dentre eles o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/08²⁶ (fls.387 e 388).

76. Relembra que diversos precedentes da CVM²⁷ exigem a presença de indícios múltiplos, veementes, consistentes, convergentes e graves, como condição para ensejar condenação em processos administrativos sancionadores.

77. Afirma, também, que a acusação não teria logrado comprovar qualquer ação ou omissão passível de sanção e, por esse motivo, pretende condená-lo com base em "pretenso conjunto de indícios", formulados a partir de informações incompletas, e pede o reconhecimento da improcedência da acusação formulada, com o arquivamento do presente processo administrativo sancionador. Protesta, ainda, pela posterior produção de provas e juntada de documentos.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 10 de março de 2015.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

¹ O Termo de Acusação também imputou responsabilidade ao DRI da Renova por infração ao art. 3º da Instrução CVM nº 358/02, c.c. o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76, por não ter divulgado a notícia sobre a aprovação do financiamento por meio de Fato Relevante ao Mercado em 04.01.11. Consoante faculta a legislação aplicável, o acusado apresentou proposta de celebração de Termo de Compromisso, a qual foi aceita pelo Colegiado em reunião de 18.11.2014.

² Ofício/CVM/GMA-1/Nº002/11.

³ Foi concedida, por meio do Ofício/CVM/SMI/GMA-1/Nº004/11, dilação de prazo para manifestação anteriormente requerida.

⁴ Anexos I e II, com a qualificação dos participantes destes encontros, às fls. 25-37.

⁵ FAX/SMI/GMA-1/180/12 e FAX/SMI/GMA-1/026/13.

⁶ Ofício/CVM/GMA-1/Nº 38/13.

⁷ Como é possível observar através da análise da Tabela 1 e Gráfico 1 (fl.002).

⁸ Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº400/13.

⁹ Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº401/13.

¹⁰ Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº476/13.

¹¹ Por meio de e-mail enviado por L.A.L., do BNDES.

¹² Por meio de e-mail enviado por R.D.

¹³ Por meio de e-mails trocados entre a equipe que atuou na obtenção dos financiamentos.

¹⁴ Todos, por meio de Comunicado ao Mercado.

¹⁵ Relatório de Análise GMA-1/nº14/13.

¹⁶ $29.000 \times (R\$33,10 - R\$21,92) = R\$24.220,00$; sem considerar taxas de corretagem e outros custos de transação.

¹⁷ MEMO nº 120/2013/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU.

¹⁸ Ofício/CVM/SGE/Nº06/2014.

¹⁹ Conforme seguinte trecho (fl.215):

"Caso queiram fazer um comunicado ao mercado, estamos prontos para fazê-lo amanhã, **depois do fechamento do mercado.**

[...]

Peço apenas a gentileza de **não comentarem o assunto** antes de nossa formalização da aprovação do financiamento ao mercado.

[...] podemos aguardar o início do ano **caso acreditem que o impacto da notícia possa ser maior.** (grifos SEP).

²⁰ Observa que o DRI, caso tivesse entendido relevante a informação, poderia ter determinado a restrição à negociação, como estaria previsto pela Política de Negociação da Renova.

²¹ Acresce que tal informação seria reforçada pela afirmação de que, mesmo antes do IPO, áreas de *research* de instituições financeiras renomadas já estariam considerando a construção do parque, a partir da premissa de obtenção do financiamento, em suas análises. Lista trechos dos relatórios do Banco Merrill Lynch de Investimentos S.A. e do Banco Santander S.A. (fls. 352 e 353).

²² Em 30.12.10: R\$208.630,00 (volume *Southern*) e R\$1.463.863,00 (volume total). Em 03.01.11: R\$1.157.370,00 (volume *Southern*) e R\$1.170.690,00 (volume total).

²³ "39. Ainda segundo a Companhia, os Conselheiros de Administração que não faziam parte da diretoria souberam da aprovação do financiamento do BNDES por meio do Comunicado ao Mercado, divulgado em 04.01.2011 antes da abertura do mercado. Entre eles, o Sr. Eduardo Munemori."

²⁴ "Art. 2º - O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração."

²⁵ Entre os principais investidores estão: Southern Solutions LLC, Tropical Solutions LLC, Explora Long Short 60 FIM, Explora Long Ações FIA, Santa Bárbara FIP e Explora Oportunidades Master FIA.

²⁶ Discorre acerca da habitualidade possuída pelo acusado em questão de operar nos patamares observados ao momento da acusação e com o mesmo tipo de operação, além do fato de, depois do fato relevante divulgado, ter mantido o seu volume de operações, não modificando significativamente seu padrão de negociação no período em que a acusação entendeu que era detentor de informação privilegiada.

²⁷ Destaca trechos dos PAS números 22/91, 10/08, 19/09, RJ2002/2405, 13/09 e RJ2009/13459.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2013/10579

Acusado: Eduardo Imanichi Munemori

Assunto: Negociação com uso de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado (infração aos artigos 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/02, c.c. o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76).

Diretor-relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Voto

1. Eduardo Imanichi Munemori, membro do Conselho de Administração da Renova Energia S.A., e responsável pela área de gestão da Explora Investimentos Gestão de Recursos Ltda., foi acusado de utilização indevida de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado, em infração ao disposto no art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/02, c.c. o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76.

2. A acusação baseou-se no fato de que o Southern Solutions LLC, investidor cujos recursos eram geridos pela Explora, sob a responsabilidade do Acusado, comprou 77.800 *units* de emissão da Renova, nos dias 28, 29 e 30 de dezembro de 2010, e no dia 03 de janeiro de 2011, pelo valor total de R\$ 1.705.654,00.

3. Sustenta a acusação que o Acusado, ao decidir pelas compras em nome do Southern, tinha conhecimento prévio da informação divulgada no Comunicado ao Mercado de 03.01.11, sobre a aprovação dos financiamentos requeridos ao BNDES e BNB, conclusão que chegou a partir dos seguintes fatos e suposições: (i) o Acusado, na reunião do Conselho de Administração, de 27.12.10, teve conhecimento da contratação dos serviços de engenharia, requisito para o BNDES aprovar o financiamento; (ii) R.H., R.D., D.F. e L.E.F. receberam a notícia da aprovação do financiamento em 28.12.10; (iii) há indícios de que as pessoas envolvidas na operação de financiamento sabiam que a reunião da diretoria do BNDES que aprovaria a operação seria realizada em 28.12.10, e (iv) o Acusado possuía informações ainda não divulgadas ao mercado, no mínimo, em relação à contratação dos serviços de engenharia.

4. Com relação à atuação do investidor Southern, a acusação afirma que: (i) não há histórico de negociações com as *units* antes ou depois do período investigado (28 de dezembro de 2010 a março de 2011); (ii) havia a expectativa de retorno positivo para o investimento diante da notícia divulgada, o que efetivamente ocorreu, e (iii) diante da existência da taxa de *performance*, havia incentivo para que a Explora obtivesse lucro anormal com a operação, na qual obteve um retorno de 51% sobre o capital investido, em apenas três meses.

5. Inicialmente, consigno que a CVM, tal como ocorre com o Poder Judiciário e, inclusive, com o Supremo Tribunal Federal – STF, reconhece plenamente que a prova indireta ou indiciária é hábil a comprovar o uso de informação privilegiada, como assentou em seu voto o Diretor Marcos Pinto, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/05:

"4.2. Em minha opinião, o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada, mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida.

4.3. A necessidade de identificar um informante dentro da companhia, inspirada no direito norte-americano e muito criticado por lá, não foi acolhida no nosso sistema jurídico. Entre nós, basta que o acusado tenha negociado com informação relevante não divulgada ao mercado para que se caracterize a infração.

4.4. O art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, introduzido na reforma de 2001, deixa isso bem claro:

Art. 155 (...)

§4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

4.5. Como se vê, o dispositivo legal não exige que o informante seja identificada; basta que a pessoa que negociou no mercado "tenha tido acesso" a uma informação que seja relevante e que ainda não tenha sido divulgada ao mercado pelos canais próprios."

6. Em outras oportunidades, a CVM¹ também externou o seu claro entendimento no sentido da plena validade da prova indiciária, por ser ela equivalente a qualquer outro meio de prova, dado o princípio do livre convencimento do julgador, cuja decisão será obrigatoriamente motivada. Não há no sistema brasileiro hierarquia das provas e todas têm o mesmo valor. O importante a ser considerado pelo julgador é que os indícios sejam convergentes e suficientes para sustentar uma condenação, como afirmou o Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/94, julgado em 15.04.04:

"{A} existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado."

7. Igualmente, o direito penal, inclusive por força do disposto no art. 239 do Código de Processo Penal, admite a denominada prova indiciária com única base para a condenação, como se extrai das seguintes decisões do STF.

"EMENTA: HABEAS-CORPUS. Tráfico de entorpecente. Indícios. Inexistência de causa para condenação. Artigos 157 e 239 do CPP. Os indícios, dado ao livre convencimento do Juiz, são equivalentes a qualquer outro meio de prova, pois a certeza pode provir deles²."

"1. O princípio processual penal do favor do rei não ilide a possibilidade de utilização de presunções hominis ou facti, pelo juiz, para decidir sobre a procedência do ius puniendi, máxime porque o Código de processo penal prevê expressamente a prova indiciária, definindo-a no art. 239 como "a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras

circunstâncias.” Doutrina (LEONE, Giovanni, Trattato di Diritto Processuale Penale. V.II. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1901, P.161-162) Precedente (HC 96062, Relator(a): Min. Marco Aurélio, Primeira Turma, julgado em 06.10.2009, Dje-213 DIVULG 12.11.2009 PUBLIC 12.11.2009 EMENT VOL-02382-02 PP-00336). 2. O julgador pode, através de um fato devidamente provado que não constitui elemento do tipo penal, mediante raciocínio engendrado com supedâneo nas suas experiências empíricas, concluir pela ocorrência de circunstância relevante para a qualificação penal da Conduta.”³

8. Recentemente, nos autos da Ação penal nº 470, o Ministro Luiz Fux, do STF, destacou a possibilidade de utilização da prova indiciária, citando expressamente os casos de *insider trading*:

“No mesmo diapasão é a prova dos crimes e infrações no mercado de capitais. São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de insider trading (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de fato relevante): a baixa das ações, a frequência com que são negociadas, ser o acusado um neófito em operação de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existente entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação.

9. De pronto, destaco que assiste razão à acusação quando afirma que o Comunicado divulgado pela Renova, no dia 03.01.11, continha informações relevantes e desconhecidas do mercado. Afinal, foi informado que a Companhia “*obteve aprovação de financiamento para seus 14 parques eólicos contratados no 2º leilão de reserva de dezembro de 2009 (LER 2009) junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) e ao Banco do Nordeste (BNB). O volume financiado consolidado alcança R\$904.6 milhões e representa aproximadamente 77% do total de investimentos previstos de R\$1.170bilhão*” (fls. 10).

10. Assim, não acato os argumentos do Acusado que objetivam descaracterizar a relevância da informação divulgada pela Companhia, sob a justificativa de que os parques eólicos foram contratados em 2009 e a necessidade de financiamento já era prevista; portanto, de conhecimento público, pois tais fatos não são suficientes para descaracterizar a relevância da informação.

11. Diferentemente do que sustenta o Acusado, a aprovação do financiamento não foi um ato secundário, meramente operacional, muito pelo contrário, a aprovação era condição indispensável para a obtenção dos recursos que seriam investidos nas obras de construção dos parques eólicos, cuja execução era inegavelmente relevante para a continuidade operacional da Companhia, como bem retratam os valores divulgados por Comunicado.

12. O que se sabia, até então, era que a Renova, carente dos recursos necessários para efetivar os investimentos, aguardava a decisão da instituição financeira sobre o seu pedido de financiamento, mas nem o mercado (acionistas e demais investidores), nem a própria Companhia, tinham a certeza de que o pleito seria aprovado, especialmente diante da complexidade de uma operação que estava sujeita à decisão de terceiros.

13. Feitas essas considerações, passo a analisar se assiste razão à acusação quando afirma que o Acusado negociou de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, conclusão extraída exclusivamente de provas indiciárias.

14. O primeiro conjunto de provas na qual a acusação se apoia refere-se ao desenrolar das negociações mantidas pela Renova com o BNDES para a obtenção de financiamento necessário para a construção dos parques eólicos. O Comunicado divulgado ao mercado, informando a concessão do financiamento por esta instituição financeira, foi o ato que demarcou, no entender da acusação, a fronteira entre informação sigilosa e pública.

15. A primeira prova seria a participação do Acusado na reunião do Conselho de Administração da Renova de 27 de dezembro, que decidiu pela realização das obras para construção dos parques eólicos, condição indispensável para a aprovação do financiamento, circunstância que lhe teria permitido antever que o BNDES aprovaria o empréstimo requerido pela Companhia (fls. 158 e 159).

16. A segunda prova seria o e-mail enviado pelo vice-presidente do Banco S., instituição que assessorava a Renova, a servidor do BNDES, no dia 28 de dezembro, onde o primeiro questiona sobre em que momento o resultado da reunião seria informado à Companhia, e este último afirma que a reunião acabara, mas não sabia qual fora a decisão adotada. A partir desta mensagem, a acusação inferiu que o Acusado sabia que a reunião no BNDES seria realizada naquela data (28 de dezembro) e a decisão seria pela concessão do empréstimo.

17. A terceira prova resultaria do fato de que o Acusado afirmou que mantivera contatos com D.F., R.H. e R.D., diretores da Renova, pessoas que foram cientificadas, em 28 de dezembro, da aprovação do financiamento, o que para a acusação comprovaria que estes diretores repassaram a informação para o Acusado, ainda naquela data.

18. Esses acontecimentos, narrados pela acusação, não se constituem em provas indiciárias capazes de me convencer que o Acusado detinha a informação que o BNDES aprovaria, no dia 28 de dezembro, o financiamento que lhe fora requerido pela Renova, e dela se utilizou para negociar com as *units* de emissão da Companhia.

19. O fato de o Acusado, na qualidade de conselheiro, ter participado da reunião do Conselho da Renova que aprovou a realização das obras de engenharia não me parece suficiente para concluir que ele seria capaz de prever, a partir da sua participação no evento, que a diretoria do BNDES se reuniria no dia seguinte, e ainda prever que a instituição aprovaria a concessão do empréstimo pleiteado pela Companhia. As informações que subsidiaram os conselheiros na tomada de decisão – financiamento pleiteado ao BNDES e enquadramento de nove SPEs para análise de viabilidade dos projetos – já constavam do item 9.2 do Formulário de Referência elaborado por ocasião do IPO da Companhia, portanto, de conhecimento público.

20. Além disso, consoante destacado pelo Acusado em sua defesa, a ata da citada reunião do Conselho de Administração da Renova, de 27 de dezembro, foi divulgada no mesmo dia de sua realização, via IPE, às 18h39min, conforme se verifica no site da CVM. Nesse sentido, a informação que o Acusado detinha sobre a contratação dos serviços de engenharia – e que, segundo a Acusação, constitui indício de que a

aprovação dos financiamentos era considerada bastante provável pela diretoria – também era de conhecimento público, eliminada assim qualquer assimetria informacional.

21. Da mesma forma, entendo que a mensagem trocada entre o representante do banco que assessorava a Renova e o servidor do BNDES não se caracteriza com fonte de informação privilegiada para o Acusado, pois, além de não existir nos autos nenhuma evidência de que ele tenha tido conhecimento de tal documento (e-mail), as palavras nele contidas não transmitiam nenhuma certeza sobre a decisão que o banco adotaria sobre o pleito da Companhia. Também o fato de o assessor da Renova demonstrar interesse sobre o trâmite do processo, por si só, não me autoriza a concluir que o Acusado fora informado sobre a realização da reunião e sobre a decisão adotada.

22. Por último, o reconhecimento pelo Acusado de que mantinha contatos com diretores da Renova não é suficiente para se inferir que tais administradores lhe repassaram a informação da aprovação do financiamento ainda em 28 de dezembro, data em que souberam da decisão do BNDES.

23. Ao afirmar que mantinha contato com diretores da Renova, o Acusado se referia a conversas sobre assuntos públicos de interesse da Companhia, nunca sobre assuntos sigilosos ainda não divulgados ao mercado, e ao mencionar os encontros com os diretores não especificou as datas em que eles ocorreram. A acusação é que concluiu que eles teriam ocorrido após a aprovação do financiamento pelo BNDES, daí ter inferido que houve a transmissão da informação relevante. Afora isto, em se tratando de pessoas que ocupavam cargos no conselho e na diretoria, soa razoável admitir que eles conversassem sobre negócios relacionados à companhia que administravam.

24. Além destes fatos, não posso desprezar, na formação da minha convicção, as informações prestadas pela Renova ao ser questionada pela SMI4 sobre quais pessoas a ela ligadas tiveram conhecimento da concessão do empréstimo antes da divulgação ao mercado, que, em resposta, não mencionou o nome do Acusado como um daqueles que tiveram acesso à informação sigilosa (fls. 22/37).

25. Ao ser novamente instada sobre a aprovação do financiamento, desta vez pela SEP⁵, a Renova informou que os diretores R.D., R.A., R.H., L.E.F. e N.F. tomaram conhecimento do dia 28 de dezembro de 2010, e novamente não indicou o Acusado como receptor da informação (fs. 145 e 146).

26. A SEP⁶, interessada em saber quando os membros do Conselho de Administração tiveram conhecimento da concessão do financiamento, foi informada de que os conselheiros, dentre eles o Acusado, tomaram ciência por meio do Comunicado ao Mercado, no dia 04 de janeiro de 2011, excetuando os conselheiros R.D. e R.A., que, por também ocuparem cargos de diretores, tiveram ciência no dia 28 de dezembro, como anteriormente esclarecido (fls. 224/228).

27. O segundo conjunto de provas no qual se sustentou a acusação foi o histórico comportamento do Acusado nas negociações realizadas com as *units* emitidas pela Renova. Nesse sentido, a acusação destaca o fato de que o investidor Southern não

havia negociado com estes papéis nem antes e nem depois dos dias 28, 29 e 30 de dezembro de 2010.

28. A acusação ainda acrescentou que, ao fazer jus à taxa de *performance*, a Explora era incentivada a obter lucro anormal nas negociações com os títulos integrantes das carteiras geridas, o que a motivara a vender parte das *units* em março e obtido rentabilidade de 51% num curto espaço de tempo.

29. Rebato, de início, a presunção da acusação de que, no caso concreto, a taxa de *performance* cobrada pela Explora teria sido incentivadora do uso da informação relevante em operações visando ao lucro que ela denominou de "anormal". Recordo, dada a sua importância para o caso, que a Instrução CVM nº 409/04⁷, vigente à época dos fatos, e a Instrução CVM nº 555/14⁸, que a substituiu, discorrem detalhadamente sobre a constituição da taxa de *performance* e a forma como deve ser cobrada.

30. Da leitura destes normativos emerge que a taxa de *performance* é um instrumento legítimo, posto à disposição dos cotistas como uma das formas de remuneração, e que, inclusive, pode funcionar como um incentivo para que o gestor almeje uma maior rentabilidade para as carteiras administradas, respeitando, obviamente, os limites de riscos previstos nos regulamentos dos fundos e na regulação regente da matéria. Assim, e no contexto do caso concreto, a presunção adotada pela acusação não se sustenta. Com efeito, não obstante as crescentes preocupações, aqui e em outros países, com casos envolvendo a atuação de administradores ou gestores de investimentos voltada à ilícita obtenção de vantagens para si ou para clientes, não consigo concluir que a remuneração por taxa de *performance* mencionada pela Acusação seja suficiente para caracterizar a ocorrência de *insider trading*, eis que esse fato por si só ou mesmo em conjunto com os demais elementos carreados na peça acusatória não caracterizam, segundo entendo, prova indiciária apta a isso.

31. A acusação também se apoiou no fato de que o investidor Southern não havia negociado com as *units* nem antes e nem depois dos pregões investigados, a sugerir que a decisão do Acusado de investir nestes papéis resultou exclusivamente da informação relevante que detinha.

32. Entretanto, compulsando as provas que compõem os autos, constato que a acusação se limitou a analisar a atuação do Acusado exclusivamente na qualidade de responsável pela gestão da carteira do investidor Southern, ignorando a sua atuação como gestor de outras carteiras que também estavam sob a sua responsabilidade, na condição de responsável pela área de gestão da Explora.

33. Ao adotar tal critério, concentrando sua análise exclusivamente na atuação do Southern, a acusação se utilizou de uma premissa falsa, que conseqüentemente resultou numa conclusão equivocada sobre a atuação do Acusado ao negociar as *units* da Renova.

34. De imediato, destaco que o Southern, diferentemente do afirmado pela acusação, já era possuidor de 176.250 *units* que foram adquiridas quando da abertura do capital da Renova, em 12 de julho de 2010. Além de este investidor já possuir esta quantidade de *units*, em data anterior àquelas sob investigação, constato que nos meses de agosto e outubro daquele ano, as carteiras dos investidores Tropical⁹, OP¹⁰,

FIA¹¹ e PLUS¹², todas geridas pela Explora e pelo Acusado, realizaram operações de compra em vinte e cinco dias (total de 228.900 *units*) e de venda em dois dias (total de 13.300 *units*), cujo saldo, somado às aquisições do Southern, resultou numa quantidade de 391.850 *units* detidas por essas carteiras¹³.

35. A quantidade adquirida por estas carteiras (391.850) corresponde a cinco vezes a quantidade adquirida pelo Southern (77.800), sob a suspeita de uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Tais aquisições, como se pôde comprovar, se iniciaram na abertura do capital da Renova (em julho de 2010) e tiveram sequência durante os meses de agosto e outubro daquele mesmo ano, no transcorrer de vinte e cinco pregões.

36. Além destas operações, o FIA e o Santa Barbara FIP, este último igualmente gerido pelo Acusado, realizaram operações em seis dias entre 31 de janeiro e 31 de março de 2011, período posterior àquele objeto de investigação. O Santa Barbara FIP, em dois negócios, adquiriu 430.000 *units*, enquanto o FIA, em dezessete negócios, adquiriu 32.231 *units*, e num único negócio, vendeu 3.000 *units*, e, como se vê, ambos atuaram majoritariamente na ponta compradora¹⁴.

37. Ao analisar as operações realizadas pelas carteiras geridas pela Explora, sob a responsabilidade do Acusado (Tropical, OP, FIA, PLUS e Santa Barbara FIP), concluo que a sua atuação não se caracteriza como prova indiciária hábil para comprovar que ele atuou como *insider* nas operações com as *units* da Renova, diferentemente do que concluiu a acusação.

38. A meu sentir, as operações realizadas antes do final de dezembro de 2010 e início de janeiro de 2011 (período suspeito) denotam claramente que o Acusado sistematicamente adquiria *units* para as diversas carteiras que geria, comportamento que não é diferente daquele adotado ao adquirir os papéis para o investidor estrangeiro em datas próximas à divulgação do Comunicado ao Mercado.

39. Do mesmo modo, as operações realizadas por FIA e Santa Barbara também contradizem a tese acusatória de que o Acusado objetivava obter lucro ao comprar *units* em dezembro e janeiro, em nome do Southern, pretensão que teria se concretizado com a obtenção de um lucro de R\$324.220,00, após vender 29.000 *units*, em 30 de março.

40. Afirmo que os negócios do FIA e Santa Barbara desmontam o argumento da acusação, porque estes dois investidores adquiriram no mesmo mês de março um total de 462.231 *units*: o Santa Barbara comprou 430.000, pelo preço unitário de R\$26,00, no dia 22, e o FIA comprou 6.500, ao preço unitário de R\$33,10, no dia 30, aliás, no mesmo dia em que o Southern realizou a venda de parte de sua carteira.

41. Ora, não me parece cabível utilizar como prova indicaria contra o Acusado a venda de 29.000 *units* realizada em março, quando neste mesmo mês, atuando em sentido contrário, ele adquiriu uma quantidade muito maior de papéis (462.231), alguns no mesmo dia em que as vendas foram concretizadas. Creio que este não é o comportamento esperado de um investidor que objetiva obter ganhos com o uso de informação relevante, afinal, os valores investidos para adquirir as *units* foram significativamente maiores do que os obtidos com a venda.

42. Cabe ressaltar ainda que os fundos geridos pela Explora atingiram posição relevante no capital da Renova, correspondente a 5,9% do capital total, fato que foi objeto de divulgação por Comunicado ao Mercado, em 08 de abril de 2011, data na qual o Diretor de Relações com Investidores da Renova foi informado que o Santa Barbara FIP firmara, em 21.01.11, acordo de acionista com o controlador da Companhia, atos que demonstram serem eles investidores de longo prazo, que deram ampla transparência aos objetivos dos seus investimentos, atitudes que não se espera do investidor que negocia com o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (fls. 464/466).

43. Assim, por todo o exposto, voto pela Absolvição de Eduardo Imanichi Munemori da acusação de ter negociado com as *units* de emissão da Renova Energia S.A., de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

44. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício/CVM/SGE/nº06/2014, para as providências que julgar cabíveis no âmbito de sua competência.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 10 de março de 2015.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

¹ PAS CVM nº 24/05, julgado em 07.10.08; PAS CVM nº 15/04, julgado em 07.07.09/ PAS CVM nº 13/09, julgado em 13.12.11; PAS CVM nº 11/09, julgado em 03.04.12; PAS CVM nº RJ2011/3665, julgado em 03.04.12 e PAS 23/1-, julgado em 04.11.14.

² STF, 2ª Turma, HC70.344/RJ, Relator Ministro Paulo Brossard, DJU 22.10.1993.

³ STF, 1ª Turma, HC 113.118/SP, Dje 16.04.2012.

⁴ Ofício/CVM/GMA-1/nº002/11, às fls. 16/17.

⁵ Ofício/CVM/SEP/GEA-3/nº401/13, às fls. 132.

⁶ Ofício/CVM/SEP/GEA-3/nº527/13, às fls.22.

⁷ Seção II – Da Remuneração – artigos 61 a 63.

⁸ Seção II – Remuneração – artigos 85 a 88.

⁹ *Tropical Solutions* LLC.

¹⁰ Explora Oportunidades Master FIA.

¹¹ Explora Long Ações FIA.

¹² Explora Long Short 60 FIM.

¹³ Dados apresentados pelo Acusado em sua defesa.

¹⁴ Dados obtidos junto à Bovespa Supervisão de Mercados – BSM, por solicitação do Diretor-Relator, por intermédio da Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 (fls. 467 a 478).

Manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/10579 realizada no dia 10 de março de 2015.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Pablo Renteria
DIRETOR

Manifestação de voto da Diretora Luciana Dias na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/10579 realizada no dia 10 de março de 2015.

Eu também acompanho o voto do Relator, Senhor Presidente.

Luciana Dias
DIRETORA

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/10579 realizada no dia 10 de março de 2015.

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu pela absolvição do acusado, nos termos do voto do Diretor-relator.

Encerro a Sessão, informando que a CVM interporá recurso de ofício da decisão absolutória ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira
PRESIDENTE