



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

420ª Sessão

Recurso 13.410

Processo 10372.000025/2016-12

Processo na primeira instância CVM IA-2009-11

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDO: HOOKIPA INVESTMENTS LLC

RELATOR: SÉRGIO CIPRIANO DOS SANTOS

ADVOGADO: MARCELO BELTRÃO DA FONSECA - OAB/SP 186.461-A

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. Negociação com informação privilegiada. *Insider* secundário. Índícios insuficientes. Recurso não provido.

ACÓRDÃO CRSFN 259/2018

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por unanimidade, com base no voto do Relator, conhecer do recurso de ofício em relação a HOOKIPA INVESTMENTS LLC e, pela imputação de utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, **negar-lhe provimento**, confirmando a decisão de arquivamento determinada em primeira instância.

Participaram do julgamento os Conselheiros João Batista de Moraes, Thiago Paiva Chaves, Ana Maria Imbiriba Corrêa (art. 19, §3º), Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Impedida a Conselheira Adriana Cristina Dullius. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Euler Barros Ferreira Lopes, que reiterou o parecer escrito que consta nos autos para opinar pelo não provimento do recurso.

Brasília, 11 de dezembro de 2018.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 21/12/2018, às 07:51, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1540202** e o código CRC **FCACDFF7**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 13410

Processo 10372.000025/2016-12

Processo na primeira instância CVM IA-2009-11

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: HOOKIPA INVESTMENTS LLC

RELATOR: SÉRGIO CIPRIANO DOS SANTOS

RELATÓRIO (*)

1 DO OBJETO

1. A Hookipa Investments LLC foi acusada utilizar informação privilegiada nas operações realizadas pela mesma com *units* ESTC11, em violação ao disposto no §4º do art. 155 da Lei n.º 6.404/76 c/c §1º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002.

2 DA ACUSAÇÃO

2. Através da PORTARIA/CVM/SGE/Nº 256 (fl. 01), de 21.10.2009, foi instaurado o Inquérito Administrativo CVM nº 11/2009 visando à apuração:

“de eventual utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, em operações realizadas com ações de emissão da Estácio Participações S/A. agrupadas em “units” e negociadas sob o Código – ESTC11, no ano de 2008”.

3. Em 11.05.2008 foi divulgado fato relevante (fl. 23) informando a celebração de Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças, por força do qual a Moena Participações S.A., sociedade controlada pela GP Investimentos S.A., adquiriu 20% do capital social da Estácio Participações S.A.

4. Em decorrência de oscilação atípica das ações da Estácio Participações S.A., tanto em termos de preço como de volume, foi efetuada análise que resultou no RELATÓRIO DE ANÁLISE GMA-1 Nº 24/08 (fls. 06/22), de 12.09.2008, que sugeriu a abertura de inquérito administrativo.

5. O relatório final desse inquérito (fls. 2856/2907) foi apresentado em 17.12.10, com a seguinte conclusão:

153. De acordo com os fatos relatados neste IA, foram encontrados diversos indícios no sentido de que comitente Hookipa Investments LLC atuou em violação ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 358/02, que assim dispõem:

Lei nº 6.404/76

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.

Instrução CVM nº 358/02

Art. 13 Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§ 1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados. (Grifo nosso)

154. Com efeito, de acordo com os dispositivos referidos, qualquer pessoa, seja ela administradora ou não de uma companhia, que venha a utilizar uma informação ainda não pública, para negociar no mercado de capitais em benefício próprio ou de terceiro, deverá responder pela prática de *insider trading*.

155. Há, como se sabe, a necessidade de restar devidamente demonstrado que o acusado negociou com informação relevante não divulgada ao mercado, agindo, portanto, em detrimento dos demais atuantes do mercado de capitais.

156. Nesse sentido, há que se considerar que os esclarecimentos prestados, seja nos depoimentos, seja por escrito, não foram suficientes para afastar a convergência dos indícios e provas existentes, e que levam à conclusão de que o comitente em análise, Hookipa Investments LLC, valeu-se de informação ainda não divulgada ao mercado para realizar as operações em comento.

157. Assim, os indícios e provas convergentes, sem excludentes são:

1 - o início das aquisições coincide plenamente com o período suspeito e as aquisições se deram em volumes significativos e atípicos, fazendo com que a participação do comitente representasse 89% do volume total negociado no dia 22.04.08;

2 - quanto aos fundamentos apresentados como justificativa do investimento durante os depoimentos realizados, não foi apresentado qualquer fundamento relevante na primeira oportunidade de manifestação. A justificativa apresentada tardiamente, como visto nos parágrafos 102 a 104, não se sustenta diante da análise dos documentos colhidos ao longo da instrução do presente IA e dos

depoimentos prestados, bem como diante das ordens solicitadas aos intermediários, que comprovam uma dinâmica diversa da que foi sustentada, especialmente em relação às operações do dia 18.04.08;

3- as aquisições foram realizadas com preços limitados justamente ao preço base da transação societária em curso, conforme explicitado nos parágrafos 132 a 139;

4 - além de não ter sido possível comprovar a autoria do relatório de análise apresentado, não se pode olvidar que Cláudio Bahbout e Alexandre Perez, primeiramente, alegaram não se recordar da decisão de investimento e, em seguida, alegaram que esta teria decorrido de análise, apócrifa e descontextualizada, atribuída à Cláudio Bahbout, que além de não ter se recordado da mesma quando inquirido por esta Autarquia, declarou não ser o responsável pelo acompanhamento de valores mobiliários emitidos por companhias brasileiras; e

5 - a existência de relações interpessoais dos sócios executivos e não executivos da 3G Capital Partners, ex-associados da GP Investments, com executivos e outros membros da equipe da GP Investments.

158. São diversos, portanto, os indícios convergentes no sentido de que a aquisição de units da Estácio foi realizada com base em informações que o comitente Hookipa Investments LLC detinha e que ainda não eram públicas.

....

168. Desta forma, considerando o conjunto sério e convergente de indícios relatados nestes autos e resumidos nos parágrafos 111 a 152 tem-se que as operações de compra de *units* ESTC11, foram realizadas pelo comitente Hookipa Investments LLC com a utilização de informação privilegiada, inclusive com alinhamento no tempo e na essência com as tratativas em curso, resultando em lucro para o comitente no valor de R\$ 11.615.602,00, conforme demonstrado no quadro a seguir.

Quadro 13:

Lucro obtido com as compras realizadas antes da divulgação do Fato Relevante

169. Portanto, o comitente Hookipa Investments LLC deve ser responsabilizado por violação ao disposto no §4º do art. 155 da Lei n.º 6.404/76 c/c §1º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002.

3 DA DEFESA

6. A Hookipa Investments LLC apresentou em 11.03.2011 defesa (fls. 2946/3010), da qual destacamos os seguintes pontos:

- A Hookipa Investments LLC é sociedade sediada no estado americano de Delaware, constituída pela 3G Capital, esta geria um valor próximo a US\$4 bilhões na época das negociações com as *units* da Estácio. O valor aplicado nessas units representava “menos de 0,02% dos ativos sob gestão da 3G Capital e cerca de 5% do total de investimentos da 3G à época, no Brasil”;
- Havia fundamentos econômicos para a aquisição da ESTC11, em outubro de 2007, quando o preço da mesma era de R\$18,90, a equipe de pesquisa do UBS Pactual elaborou relatório de análise indicando a compra desse papel, indicando um preço alvo de R\$38,00;
- A primeira compra foi efetuada em 10.04.2008, e após o anúncio ao mercado da negociação com a Moena não se iniciou um súbito e rápido processo de venda de

toda a sua posição, a primeira venda só ocorreu trinta dias após a divulgação do Fato Relevante, e a venda de toda a posição demorou três meses;

- Existiam diversos outros fatores que também colaboram para a elevação dos preços da ESTC11: expectativa do Brasil se torna *investment grade*, recomendações de compras de papéis do mesmo setor, distribuição de *units* da Anhanguera, cenário otimista para o crescimento do setor educacional no Brasil,
- Não há provas da utilização de informação privilegiada, sendo que a acusação tenta suprir essa deficiência “alegando a existência de relações interpessoais entre os sócios executivos e não executivos da 3G CAPITAL, ex-associados da GP INVESTIMENTOS, e executivos e outros membros da equipe da GP INVESTIMENTOS”;
- O ordenamento jurídico brasileiro não admite o uso de indícios para comprovar a ocorrência de infração no caso de *insider* secundário;
- Quanto ao indício 1, que considera que as aquisições coincidiram plenamente com o período suspeito, a defesa ressalta que as aquisições só se iniciaram 40 dias após o início do período suspeito.

4 DA DECISÃO CVM

7. Em 03.04.2012 este processo foi julgado, com a Diretora-relatora Luciana Dias opinando pelo afastamento das preliminares suscitadas pela defesa e, no mérito, apresentado o seguinte voto:

13. No mérito, estou convencida de que os argumentos trazidos aos autos pela defesa são suficientemente sólidos para infirmar os indícios apontados pela Acusação, conforme passo a analisar a seguir.

i) Indício 1.

14. A Acusação argumenta que a Hookipa não teria operado anteriormente com as Units, tendo iniciado suas operações somente em abril de 2008, durante o Período Suspeito. Sustenta que o timing das operações realizadas pela Hookipa seria um indicativo de utilização de informação privilegiada. Segundo a Acusação, o início das aquisições da Hookipa coincidiria com o Período Suspeito e os volumes de aquisições teriam sido significativos e atípicos.

15. Ainda segundo a Acusação, as compras realizadas pela Hookipa antes da divulgação do Fato Relevante corresponderiam a mais do que o dobro das aquisições realizadas depois de referida divulgação. Isso consistiria em uma estratégia de aquisições em período curto de tempo, poucos dias antes do Fato Relevante.

16. Eu concordo com a Acusação no sentido de que o timing e a habitualidade das operações são elementos muito importantes tanto na individualização de suspeitos, quanto na efetiva caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada. No entanto, acredito que neste caso concreto, há argumentos fortes que não permitem a consideração desses indícios.

17. Em primeiro lugar, as ações de emissão da Estácio começaram a ser negociadas na Bovespa em 30.07.2007, ou seja, cerca de 8 meses antes do início do Período Suspeito. Concordo com a defesa que, diante de um período curto de tempo como esse, a análise da habitualidade com que a Hookipa operava com ações de emissão da Estácio fica comprometida.

18. Em segundo lugar, quanto ao timing, há pelo menos dois elementos que me convencem de que tal indício não deve ser considerado: (i) a Hookipa continuou adquirindo

ações ESTC11 após a divulgação do Fato Relevante. Na verdade, quase 50% do total das compras ocorreram após 12.05.2008; e (ii) a Hookipa só começou a se desfazer de sua posição 1 mês após essa data e só se desfez completamente dela em 14.08.2008 - 3 meses após o Fato Relevante.

19. Obviamente, um comportamento como este nem sempre estaria livre de ser considerado típico de insider. Mas, no contexto de minha avaliação sobre o conjunto proposto pela acusação, essa tipicidade fica muito diminuída e me leva a concluir que os argumentos da defesa são suficientes para afastar esse indício.

ii) Indício 2.

20. A Acusação alega que os seguintes elementos constituiriam indício de utilização de informação privilegiada pela Hookipa: (i) a não apresentação de fundamentos econômicos para a realização das operações nos depoimentos dos Srs. Cláudio Bahbout e Alexandre Perez; (ii) a incongruência das justificativas apresentadas posteriormente com os documentos colhidos e os depoimentos prestados; e (iii) o padrão de ordens solicitadas aos intermediários.

21. Acredito que os esclarecimentos prestados pelos Srs. Cláudio Bahbout e Alexandre Perez e pela defesa não são incongruentes. De fato, diante dos fundamentos econômicos apresentados e dos esclarecimentos prestados, parece razoável que as operações da Hookipa naquele momento fizessem parte de um processo contínuo de aquisição de ESTC11. Estes mesmos esclarecimentos poderiam, mesmo assim, ter menos peso se os indícios relacionados ao timing das operações fossem fortes o suficiente para retirar ou reduzir sua credibilidade.

22. Também me parece plausível o argumento de que o setor educacional era bastante atraente aos investidores naquele momento, em especial, as ações da Estácio. A grande procura na distribuição pública primária das units da Anhanguera demonstrava o aquecimento do setor. Havia vários relatórios de análise recomendando a aquisição de papéis de companhias do setor de educação^[11]. As ações ESTC11 estavam 56% mais baratas do que quando do IPO da Companhia, 8 meses antes, e o IBOVESPA havia se valorizado 19% no mesmo período. Foram apresentados, portanto, fundamentos econômicos para a decisão de investimento que considero suficientes para afastar esse indício, diante das circunstâncias do caso.

23. Especificamente sobre as negociações havidas em 18.04.2008, a Acusação salienta que as justificativas para a compra do único lote de 228.400 Units seriam insuficientes. Ao analisar a ordem de compra, a Acusação concluiu que logo no início do pregão, às 11h01m, o comitente já haveria ordenado a compra de 400.000 Units, por meio de ordem administrada transmitida para Merrill Lynch CTVM.

24. A esse respeito, a Corretora Merrill Lynch, que intermediou essa operação, confirmou que às 11h01m do dia 18.04.2008 haveria ordem de venda de 201.700 Units por terceiro e a Hookipa teria transmitido ordem de compra dessa quantidade. Segundo a mesma declaração, somente às 11h48m teria havido aumento da ordem de compra da Hookipa para 400.000 Units.

25. Acredito que esse comportamento é compatível com o de um investidor na posição compradora disposto a montar uma posição em ativo subprecificado e que dele não decorre indício de informação privilegiada.

26. Por essas razões afasto também esse indício.

iii) Indício 3.

27. Segundo a Acusação, o preço limite para as aquisições da Hookipa teria coincidido justamente com o preço inicialmente aventado na aquisição de participação acionária da Estácio pela Moena^[12]. O comportamento da Hookipa em relação aos preços constituiria, assim, mais um indício de conhecimento da informação privilegiada, qual seja, de que o

valor negociado na operação era de R\$ 14,00.

28. A Hookipa afirma que o preço para aquisição das Units tinha base em dados públicos divulgados pela Estácio, bem como em suas análises internas.

29. A meu ver, parece pouco provável que a Hookipa, utilizando-se somente de dados públicos disponíveis, conseguisse fixar um preço alvo tão próximo do preço base negociado entre Estácio e Moena. No entanto, esse elemento isolado não comprova acesso a informação privilegiada, uma vez que não é possível excluir totalmente uma eventual coincidência na conclusão das análises.

30. Essas razões me levam a afastar também esse indício.

iv) Indício 4.

31. Segundo a Acusação, o Indício 4 consistiria na contradição supostamente existente entre a alegação inicial dos Srs. Cláudio Bahbout e Alexandre Perez, de que, em um primeiro momento, não se recordariam da decisão de investimento, e a alegação posterior de que a decisão teria decorrido de análise atribuída ao Sr. Cláudio Bahbout, que, no entanto, havia declarado não ser o responsável pelo acompanhamento de companhias brasileiras.

32. A meu ver, os esclarecimentos trazidos posteriormente pela defesa são suficientes para afastar esse indício. É possível que os Srs. Cláudio Bahbout e Alexandre Perez inicialmente não se lembrassem da decisão de investimento em ESTC11 em razão da quantidade de ativos sob sua gestão, da representatividade relativamente baixa desse investimento e de o investimento ter sido realizado dois anos antes.

33. Sobre o "apócrifo relatório" mencionado pela Acusação, acredito que análises internas que fundamentam investimentos de fundos como aqueles administrados pela 3G, em geral, não são cercadas de muitas formalidades. Por isso, nessa situação específica, não vejo porque aferir exatamente quem produziu a análise ou duvidar de que as decisões de investimento possam levar em conta relatórios emitidos por um banco, no caso, pelo UBS Pactual.

34. Por essas razões, afasto também esse indício.

v) Indício 5.

35. A Acusação entendeu que a existência de relações interpessoais dos sócios da 3G, ex-associados da GP, com executivos e outros membros da equipe da GP seria um indício de detenção de informação privilegiada.

36. Segundo a Acusação, tanto Alexandre Behring como Alexandre Perez, executivos da 3G, na condição de ex-executivos da GP, teriam relacionamento histórico e presente com Antonio Bonchristiano e outros membros da GP.

37. A existência de relações pessoais entre os envolvidos nas operações investigadas tem sido considerada pelo Colegiado da CVM como elemento adicional na apuração de ilícitos de uso indevido de informação privilegiada. Ela constitui, no geral, um indício adicional que lhe permite formar convicção sobre a possibilidade de acesso à informação relevante pelos acusados. Quando isoladamente considerada, no entanto, a existência de relações pessoais não é suficiente para comprovar a detenção de informação privilegiada.

38. É o que ocorre no presente caso. Com o afastamento dos demais indícios, entendo que a existência de relações entre pessoas que trabalharam juntas em algum momento e que participam do mesmo mercado seria insuficiente para comprovar que informações privilegiadas foram passadas pelos executivos da GP aos executivos da 3G.

IV. Conclusão.

39. Diante do exposto, voto pela absolvição da Hookipa das imputações que lhe foram formuladas.

Notas de rodapé:

[1] Relatórios do Credit Suisse de 18.04.2007, 27.11.2007, 29.02.2008 e 30.03.2008 e Relatório Morgan Stanley de 29.08.2007.

[2] De acordo com informações obtidas junto à Estácio e Moena, "*as discussões com relação ao preço por ação a ser pago se iniciaram na faixa de R\$ 14,00 por UNIT*" (fls. 2769).

8. O Diretor Otávio Yazbek e a Presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, acompanharam o voto da Diretora-relatora.

5 DO RECURSO DE OFÍCIO

9. Apesar de se tratar de Recurso de Ofício a Hookipa Investments LLC apresentou manifestação (fls. 3934/3944), argumentando em favor do desprovemento do recurso, ressaltando a fragilidade dos indícios apresentados pela acusação, a existência de contra indícios que oferecem "outra tese plausível em contraposição àquela oferecida pela acusação" e, por fim, alega incongruência no suposto valor do lucro auferido pela Hookipa na transação:

6.2. Primeiramente, a acusação considera que, para cálculo do lucro, deveriam ser considerados os comitentes que, aos 30 (trinta) dias posteriores à divulgação do Fato Relevante, venderam a totalidade do lote adquirido no período "suspeito" (item 26 do Relatório de Acusação - fls. 2.863). A HOOKIPA fez a primeira venda de *units* 30 (trinta) dias após a divulgação do Fato Relevante e somente encerrou sua participação 3 (três) meses depois da divulgação. Ou seja, por este critério, o lucro da HOOKIPA seria igual a ZERO.

6.3. Mas, no item 168 do Relatório de Acusação (fls. 2.905-2.906), a acusação indica que o valor do suposto lucro teria sido de **R\$11.615.602,00**. Não bastasse, em outra parte do Relatório de Acusação (item 29; fls. 2.863), a acusação menciona que o lucro obtido pela HOOKIPA com as operações teria sido de **R\$6.786.140,00**. Não há qualquer explicação sobre a diferença de valores.

6 DO PARECER DA PROCURADORIA-GERAL DA FAZENDA NACIONAL

10. A PGFN apresentou o PARECER PGFN/CAF/CRSFN N° 169/2005 (fls. 3975/3976), de 08.05.2015, onde opinou pelo improvemento do Recurso de Ofício nos seguintes termos:

4. Correta a deliberação do Colegiado de origem. Do exame das operações levadas a efeito pela sociedade indiciada, não se extrai, per se, a conclusão pelo efetivo conhecimento da informação relacionada à futura alienação de participação acionária à Moena Participações S/A, especialmente se se considerar que as aquisições continuaram sendo efetivadas, mesmo após a divulgação do fato relevante. Por outro lado, foram apresentadas análises a recomendar a aquisição dos papéis naquele momento econômico (de aquecimento do setor de educação e recente abertura do capital da emissora). O único indício de utilização de informação privilegiada é a coincidência entre a faixa de intenção de preço apontada pela indiciada e a projeção de preço aventada entre os contratantes Estácio S/A e Moena S/A, o que, por si só, pelas razões já apontadas, se revela insuficiente à caracterização da materialidade infracional. A decisão de arquivamento merece ser reafirmada.

É o relatório.

(*) Transcrição do relatório constante do processo físico (fls. 3980/3984), pois o relatório foi juntado ao processo antes do início da utilização do processo eletrônico (SEI). Importante notar que no processo físico não foi inserida a última página do relatório, que compreendia os parágrafos 9 a 11. Com a inserção desse relatório completo no sistema esse erro foi sanado.



Documento assinado eletronicamente por **Sérgio Cipriano dos Santos, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 20/12/2018, às 10:57, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1579302** e o código CRC **5C358700**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 13410

Processo 10372.000025/2016-12

Processo na primeira instância CVM 11/09

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: HOOKIPA INVESTMENTS LLC

RELATOR: SÉRGIO CIPRIANO DOS SANTOS

RELATÓRIO

1. Este processo foi pautado na 389ª Sessão de Julgamento do CRSFN tendo sido convertido em diligência com as seguintes questões:

Sendo assim esse processo deve retornar ao órgão de origem para que sejam respondidos os seguintes quesitos:

- Muito embora os sócios da 3G não fossem mais sócios da GP, eles ainda possuíam recursos investidos nos fundos da GP que exerciam o controle (direto e indireto) da Moena Participações, no período suspeito (01.03.2008 a 12.05.2008)?
- Existindo aplicações nesses fundos, quais eram os valores envolvidos e qual a relevância dos mesmos em relação à carteira dos fundos?

2. A CVM requisitou uma série de informações à GP Investimentos Ltda. Após a análise foram apresentadas as seguintes conclusões:

IV. Da Análise

13. A conclusão a respeito do GPCP4-FIP foi direta e definitiva (item 7), de sorte que se pôde descartar qualquer participação dos então sócios da 3G naquele fundo.

14. O mesmo não ocorreu com o fundo estrangeiro, GPCPIV, visto que seus cotistas são também veículos de investimento, de maneira que a diferenciação até pessoa física ficou prejudicada.

15. A solicitação dos contatos desses cotistas teve intuito de identificar as quais jurisdições tais veículos pertenciam, para uma possível e posterior inquirição internacional via MMOU da IOSCO. Contudo, tal informação encontra-se incompleta para seis dos 62 cotistas (sem endereço) e, dos 56 remanescentes, um, encontra-se situado no Líbano, país que não é signatário do MMOU.

16. Disto se extrai que, mesmo que fossem realizadas perquirições às entidades congêneres internacionais e se aguardasse o tempo de chegada das respostas, o qual a CVM não possui meios de fixar, correr-se-ia o risco de não se atender plenamente aos quesitos formulados na solicitação.

V. Da conclusão

17. Os então sócios da 3G não possuíam participação no fundo GPCP4-FIP no período em análise.

18. Quanto ao fundo GPCPIV, não se pôde obter informação sobre os beneficiários finais (pessoas físicas) de suas cotas. Para tal, seria necessário questionamento a reguladores internacionais, sem possibilidade de prévia fixação do prazo de resposta ou garantias de que se atingiria um índice de alcance de 100% das informações desejadas.

19. Nada obstante, deixa-se a avaliação da conveniência e oportunidade de tal medida à discricionariedade desse CRFSN para, em optando por tentar complementar tal diligência, informar a esta CVM, que então encaminhará a demanda à Superintendência de Relações Internacionais para providências.

3. Após ser cientificada da diligência realizada, a Hookipa apresentou manifestação, da qual destaco o seguinte trecho:

4.3. A diligência realizada pela CVM não traz qualquer novo fato ou argumento que poderia, nem ao menos em tese, justificar uma reforma na decisão da CVM. Mais do que isso, uma eventual continuação das investigações solicitadas no Pedido de Diligência não poderia, da mesma forma, fundamentar a mudança da decisão da CVM.

4.4. O Relatório de Diligência demonstrou, de forma incontroversa, que os sócios da 3G Capital não tinham participação no GPCP4-FIP. Ainda que não tenha sido capaz de identificar os beneficiários finais dos cotistas do GPCPIV, o Relatório de Diligência demonstrou, também de forma incontroversa, que um sócio da 3G Capital não poderia ter participação superior a 3% do fundo e, portanto, não poderia ter participação relevante. Tais fatos apenas reforçam o acerto da decisão da CVM de absolver a HOOKIPA da acusação que lhe havia sido dirigida.

4.5. Mas, ainda mais relevante, é o fato de que **os fundos GPCP4-FIP e GPCPIV eram geridos de forma profissional e discricionária por seus gestores, que eram sociedades pertencentes ao grupo da GP Investimentos**. Portanto, os cotistas dos fundos não participavam das decisões de investimento e não tinham acesso às informações sobre os investimentos antes da sua realização.

4.6. Em suma, portanto, ainda que algum sócio da 3G Capital tivesse uma participação em um dos fundos mencionados acima - o que, como mencionado, não foi apurado na

diligência conduzida pela CVM - isso não significaria que esse sócio teria tido acesso a informação privilegiada que era de posse da GP Investimentos, uma vez que, por ser a gestão dos fundos realizada de forma profissional e discricionária, o gestor não divide as informações sobre os investimentos previamente com os cotistas.

4.7. Dessa forma, passados quase 10 (dez) anos dos fatos discutidos neste Processo, a HOOKIPA vem manifestar seu entendimento sobre a desnecessidade de realização de novas diligências para realização do julgamento deste Processo por este E. CRSFN, com a confirmação da decisão absolutória exarada pela CVM, uma vez que (i) as informações trazidas pela defesa no Processo já são suficientes para demonstrar a improcedência da acusação e o acerto da Decisão CVM; e (ii) eventuais informações adicionais eventualmente trazidas à tona na continuidade das diligências solicitadas no Pedido de Diligência não poderiam mudar as bases que justificaram a absolvição.

É o relatório.

Sérgio Cipriano dos Santos – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Sérgio Cipriano dos Santos, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 20/11/2018, às 18:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1109469** e o código CRC **136BE923**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 13410

Processo 10372.000025/2016-12

Processo na primeira instância CVM 11/09

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: HOOKIPA INVESTMENTS LLC

RELATOR: SÉRGIO CIPRIANO DOS SANTOS

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. Negociação com informação privilegiada. *Insider* secundário. Indícios insuficientes. Recurso não provido.

VOTO DO RELATOR

1. Existe uma questão importante sobre a continuidade da diligência formulada. Em primeiro lugar ela poderia não só indicar a origem de uma eventual informação privilegiada, através dos fundos e não através de contato pessoal, mas também poderia indicar que poderia se tratar de um caso de *insider* primário e não secundário.
2. Os dados até então obtidos não indicavam que a informação poderia ter advindo das participações nos fundos, e quanto a eventual configuração de *insider* primário eu destaco que conexões através de fundos não seriam suficientes para caracterizar automaticamente esse caso como sendo um de *insider* primário. Na verdade ainda sim haveria a necessidade de confirmação da transferência da eventual informação privilegiada. Acredito que é necessário um certo cuidado no uso da presunção do conhecimento da informação.
3. Por fim devo fazer um comentário sobre a eventual continuidade da diligência, me parece que seria abrir uma nova linha de investigação, ainda dentro da acusação de utilização de informação privilegiada, mas se buscaria uma eventual configuração como *insider* primário ou uma confirmação da obtenção da informação. Ponderei sobre essa questão durante um longo tempo, e a minha conclusão é que a diligência que o CRSFN pode realizar é voltada para sanar dúvidas e eventualmente isso pode sim significar requerer novas informações e documentos, mas sempre dentro dos parâmetros definidos na acusação e na decisão de primeira instância. Não me parece razoável que a diligência possa ser usada para formular uma nova acusação, mesmo que dentro da capitulação originalmente formulada na primeira instância.
4. É natural que o Colegiado da CVM possa demandar complementação da acusação, retificação da mesma, ou até abertura de investigações adicionais, mas essas não são atribuições da segunda instância administrativa.
5. Dessa forma optei por não dar seguimento à diligência formulada.

2 MÉRITO

6. Com relação ao mérito não há reparo a ser efetuado à decisão recorrida, acredito que a análise efetuada pela Diretora-relatora Luciana Dias abordou corretamente a efetividade de cada um dos indícios apresentados na acusação, conforme pode ser observado no quadro apresentado a seguir.

Indício	Análise da Diretora-relatora
1 - o início das aquisições coincide plenamente com o período suspeito e as aquisições se deram em volumes significativos e atípicos, fazendo com que a participação do comitente representasse 89% do volume total negociado no dia 22.04.08.	As ações da Estácio começaram a ser negociadas em 30.07.2007, cerca de 8 meses antes do período suspeito. Como o período é curto a análise da habitualidade de operações fica comprometida. Além disso, a Hookipa continuou adquirindo ações após o fato relevante, sendo quase metade das aquisições é posterior a publicação desse fato relevante. E também só começou a se desfazer da sua posição um mês após essa data, e só terminou de se desfazer da posição três meses após o fato relevante.
2 - quanto aos fundamentos apresentados como justificativa do investimento durante os depoimentos realizados, não foi apresentado qualquer fundamento relevante na primeira oportunidade de manifestação.	“Acredito que os esclarecimentos prestados pelos Srs. Cláudio Bahbout e Alexandre Perez e pela defesa não são incongruentes. De fato, diante dos fundamentos econômicos apresentados e dos esclarecimentos prestados, parece razoável que as operações da Hookipa

A justificativa apresentada tardiamente, como visto nos parágrafos 102 a 104, não se sustenta diante da análise dos documentos colhidos ao longo da instrução do presente IA e dos depoimentos prestados, bem como diante das ordens solicitadas aos intermediários, que comprovam uma dinâmica diversa da que foi sustentada, especialmente em relação às operações do dia 18.04.08.	parece razoável que as operações da Hookipa naquele momento fizessem parte de um processo contínuo de aquisição de ESTC11.” “Também me parece plausível o argumento de que o setor educacional era bastante atraente aos investidores naquele momento, em especial, as ações da Estácio. A grande procura na distribuição pública primária das units da Anhanguera demonstrava o aquecimento do setor.”
3- as aquisições foram realizadas com preços limitados justamente ao preço base da transação societária em curso, conforme explicitado nos parágrafos 132 a 139;	“A Hookipa afirma que o preço para aquisição das Units tinha base em dados públicos divulgados pela Estácio, bem como em suas análises internas.” “A meu ver, parece pouco provável que a Hookipa, utilizando-se somente de dados públicos disponíveis, conseguisse fixar um preço alvo tão próximo do preço base negociado entre Estácio e Moena. No entanto, esse elemento isolado não comprova acesso a informação privilegiada, uma vez que não é possível excluir totalmente uma eventual coincidência na conclusão das análises.”
4 - além de não ter sido possível comprovar a autoria do relatório de análise apresentado, não se pode olvidar que Cláudio Bahbout e Alexandre Perez, primeiramente, alegaram não se recordar da decisão de investimento e, em seguida, alegaram que esta teria decorrido de análise, apócrifa e descontextualizada, atribuída à Cláudio Bahbout, que além de não ter se recordado da mesma quando inquirido por esta Autarquia, declarou não ser o responsável pelo acompanhamento de valores mobiliários emitidos por companhias brasileiras; e	“A meu ver, os esclarecimentos trazidos posteriormente pela defesa são suficientes para afastar esse indício. É possível que os Srs. Cláudio Bahbout e Alexandre Perez inicialmente não se lembrassem da decisão de investimento em ESTC11 em razão da quantidade de ativos sob sua gestão, da representatividade relativamente baixa desse investimento e de o investimento ter sido realizado dois anos antes.” “Sobre o "apócrifo relatório" mencionado pela Acusação, acredito que análises internas que fundamentam investimentos de fundos como aqueles administrados pela 3G, em geral, não são cercadas de muitas formalidades. Por isso, nessa situação específica, não vejo porque aferir exatamente quem produziu a análise ou duvidar de que as decisões de investimento possam levar em conta relatórios emitidos por um banco, no caso, pelo UBS Pactual.”
5 - a existência de relações interpessoais dos sócios	“A Acusação entendeu que a existência de relações interpessoais dos sócios da 3G, ex-associados da GP, com executivos e outros membros da equipe da GP seria um indício de detenção de informação privilegiada.” “Segundo a Acusação, tanto Alexandre Behring como Alexandre Perez, executivos da 3G, na condição de ex-executivos da GP, teriam relacionamento histórico e presente com Antonio Bonchristiano e outros membros da GP.” “A existência de relações pessoais entre os envolvidos nas operações investigadas tem sido considerada pelo Colegiado da CVM como elemento adicional na apuração de

executivos e não executivos da 3G Capital Partners, ex-associados da GP Investments, com executivos e outros membros da equipe da GP Investments.

ilícitos de uso indevido de informação privilegiada. Ela constitui, no geral, um indício adicional que lhe permite formar convicção sobre a possibilidade de acesso à informação relevante pelos acusados. Quando isoladamente considerada, no entanto, a existência de relações pessoais não é suficiente para comprovar a detenção de informação privilegiada.”

“É o que ocorre no presente caso. Com o afastamento dos demais indícios, entendo que a existência de relações entre pessoas que trabalharam juntas em algum momento e que participam do mesmo mercado seria insuficiente para comprovar que informações privilegiadas foram passadas pelos executivos da GP aos executivos da 3G.”

3 CONCLUSÃO

7. Do exposto voto por **negar provimento** ao recurso de ofício, confirmando a decisão de arquivamento, com relação à recorrida HOOKIPA INVESTMENTS LLC.

É o voto.

Sérgio Cipriano dos Santos – Conselheiro Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Sérgio Cipriano dos Santos, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 12/12/2018, às 09:19, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1425173** e o código CRC **951590EB**.