

Acusada: Hookipa Investments LLC

Ementa: Eventual utilização de informações relevantes ainda não divulgadas 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. Preliminarmente, afastar as alegações apresentadas pela defesa de: a) violação dos princípios de igualdade e de impessoalidade; b) comportamento persecutório por parte do investigador; c) intimações supostamente irregulares de investigados nos autos, que configurariam, conforme alegado pelos defendentes, má-fé por parte da Acusação; e, d) não aplicação de precedentes do direito norte-americano cotejados pela Acusação.
2. No mérito, absolver a Hookipa Investments da imputação de uso de informação privilegiada em operações com ações de emissão da Estácio Participações S/A.

Proferiram defesa oral os advogados Marcelo Beltrão da Fonseca e Adriana Baroni, representantes da Hookipa Investments.

Presente a Procuradora-federal Julya Sotto Mayor Wellisch, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Dias, Relatora, Otavio Yazbek e a Presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 03 de abril de 2012.

Luciana Dias

Diretora-relatora

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente da Sessão de Julgamento

#### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 11/09

Acusado: Hookipa Investments LLC

Assunto: Apurar eventual utilização de informações relevantes ainda não divulgadas.

Diretora-relatora: Luciana Dias

#### RELATÓRIO

##### *I. Objeto.*

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores e pela Procuradoria Federal Especializada da CVM ("SPS" e "PFE", respectivamente, e "Acusação", quando referidas em conjunto), nos termos do art. 5º e 6º da Deliberação CVM nº 538, de 2008, para analisar eventual utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado em operações realizadas com ações de emissão da Estácio Participações S.A. ("Estácio" ou "Companhia"), agrupadas em units ("Units") e negociadas sob o código ESTC11, no ano de 2008.

##### *II. Relatório de Inquérito.*

###### *i. Breve histórico da operação subjacente.*

2. Em 11.05.2008, foi divulgado fato relevante ("Fato Relevante") (fls. 23), anunciando a celebração de Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças, por força do qual a Moena Participações S.A. ("Moena"), sociedade controlada pela GP Investimentos S.A. ("GP"), por sua vez integrante do Grupo GP ("Grupo GP"), adquiriu 47.151.040 ações ordinárias de emissão da Estácio, representativas de 20% do capital social da Companhia, então de titularidade dos seus acionistas controladores ("Contrato de Compra e Venda").
3. Segundo o Relatório de Inquérito, as tratativas entre representantes da Companhia, seus

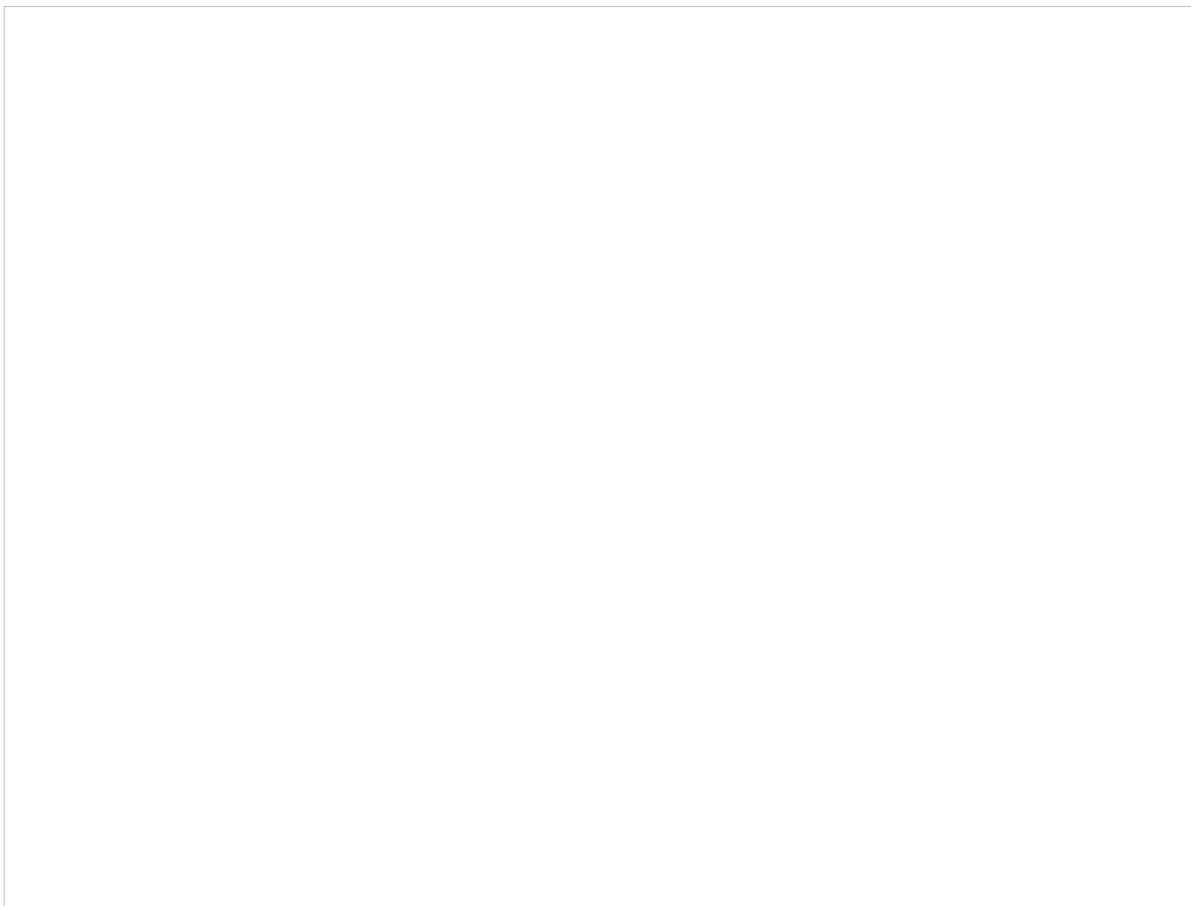
controladores e representantes da Moena, sobre a possível aquisição de participação acionária iniciaram-se por volta de 07.03.08.<sup>1</sup>

4. Nos termos do Fato Relevante, o ingresso da Moena no quadro acionário da Estácio teria como objetivo a consecução de uma aliança estratégica entre os controladores da Companhia e a GP, por meio da qual o controle da Estácio seria compartilhado por prazo determinado, visando ao incremento de seu valor.
5. A Moena é uma companhia aberta com sede no Brasil que tem por objeto social investir em outras sociedades, sendo diretamente controlada pelo Grupo GP e cujos acionistas principais são a Private Equity Partners C, LLC e o GPCP4-FIP.
6. Conforme esclarece a GP, a Private Equity Partners C, LLC "é uma sociedade de propósito específico, constituída no ano de 2007 com o propósito de viabilizar investimentos do fundo de private equity GP Capital Partners IV, LP ("GPCPIV"), administrado por seu general partner GP Investments IV, Ltd., subsidiária integral da GP Investments" (fls. 2598/2600).
7. Por sua vez, o GPCP4-FIP foi "constituído no ano de 2007 com o propósito de investir *pari passu* com o GPCPIV, sendo a ele oferecidas as mesmas oportunidades de investimento e desinvestimento analisadas pelo general partner do GPCPIV" (fls. 2600).
8. Os organogramas dos principais acionistas da Moena estão indicados abaixo:

Organograma Private Equity C, LLC



Organograma GPCP4-FIP



*ii. Breve histórico do processo.*

9. Este processo sancionador tem origem no Processo Administrativo CVM nº RJ2008/8616, instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI"), que, diante de oscilação atípica em preço e volume, tratou de negociações de ações de emissão da Estácio antes e depois da divulgação da aquisição de participação relevante pela Moena.
10. Em 19.01.2008 e 19.05.2008, a SMI remeteu ofícios à Estácio e à GP com a finalidade de obter informações relativas ao cronograma das tratativas que levaram à aquisição de participação acionária no capital da Companhia e às pessoas que teriam participado de tais tratativas (fls. 29/30 e fls. 60/61).
11. Com fundamento nos elementos destacados no Relatório de Análise GMA-1 nº 24/08 ("Relatório de Análise GMA"), em 12.11.08, a SMI propôs a abertura de inquérito administrativo para apurar indícios de uso de informação privilegiada.
12. A SPS e a PFE definiram como período suspeito aquele compreendido entre 01.03.2008 e 12.05.2008, um dia após a divulgação do Fato Relevante ("Período Suspeito"). A investigação da Hookipa Investments LLC ("Hookipa") foi aprofundada por meio de análise de informações e documentos obtidos com os próprios investigados, com as corretoras e distribuidoras, fornecidos pela BSM/Bovespa, existentes nos sistemas da CVM e por meio dos depoimentos.

*iii. A análise preliminar dos fatos pelo Relatório de Inquérito.*

13. A Hookipa foi inserida no Relatório de Análise GMA em virtude de suas compras de *Units* realizadas entre os dias 10.04.08 e 08.05.08. O Relatório de Inquérito salienta que a Hookipa foi o segundo maior comitente por volume financeiro e o maior pelo critério de posição comprada líquida na mesma semana.
14. As ordens para realização das operações teriam sido emitidas por Claudio Bahbout e Alexandre Perez, então executivos da Hookipa. Tais pessoas têm uma relação histórica profissional com a GP, controladora da Moena. Por isso, a Acusação julgou necessário investigar o histórico dos sócios, diretos, indiretos, executivos ou não, da GP, da Estácio e da 3G Capital Partners, Ltd. ("3G"),

controladora da Hookipa.

15. A Hookipa é uma sociedade de investimentos constituída sob as leis do estado americano de Delaware, criada com a finalidade de ser o principal veículo de investimento da 3G no Brasil, detendo o portfólio de investimentos realizados sob Resolução CMN n.º 2.689, de 2000.
16. A 3G, por sua vez, é uma gestora de recursos organizada sob as leis das Ilhas Cayman e com escritório na cidade de Nova York, nos Estados Unidos, possuindo em seu quadro de sócios fundadores e executivos boa parte dos ex-sócios da GP. A administração da 3G era composta de acordo com o seguinte quadro<sup>2</sup>:

Sócios	Classe de Ações	Percentual de Participação	Participação na administração
Antes de 01.01.2008			
Alexandre Behring Costa	Participating Shares	25%	Sim
Alexandre Jose da Costa Perez	Participating Shares	25%	Sim
Luis Henrique de Moura Gonçalves	Participating Shares	25%	Sim
Murat Ozbaydar	Participating Shares	25%	Sim
Petrix Overseas	Controlling Shares	100%	Não
Depois de 01.01.2008			
Daniel S. Schwartz	Ordinary Shares	2,5%	Sim
Marc MargoliesMezvinsky	Ordinary Shares	6%	Sim
Luis Henrique de Moura Gonçalves	Ordinary Shares	6%	Sim
Alexandre José da Costa Peres	Ordinary Shares	6%	Sim
Claudio Chonchol Bahbout	Ordinary Shares	1%	Sim
Alexandre Behring Costa	Ordinary Shares	22%	Sim
Bernardo Piquet Carneiro	Ordinary Shares	2,5%	Sim
Jorge Paulo Lemann	Ordinary Shares	16,5%	Não
Carlos Alberto Sicupira	Ordinary Shares	16,5%	Não
Marcel Hermann Telles	Ordinary Shares	16,5%	Não
Roberto Moses Thompson	Ordinary Shares	4,5%	Não

iv.

*Depoimentos e esclarecimentos.*

17. Em seu depoimento, Alexandre Perez afirmou que: (i) é economista, sócio da 3G e exercia função de gestor de carteira; (ii) seu relacionamento com Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Telles sempre foi profissional, pois fez carreira nas sociedades em que tais pessoas eram os maiores investidores; (iii) Antonio Bonchristiano, atual presidente da GP, foi seu colega de trabalho na GP, mas trabalhavam em áreas distintas; (iv) não sabia informar de quem teria partido a ordem para as aquisições das Units; e (v) operou com esses papéis por meio da Hookipa, principal veículo que a 3G utiliza para investimentos no Brasil (fls. 2644).
18. Claudio Bahbout declarou que: (i) mantém relacionamento estritamente profissional com Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Telles; (ii) participa da reunião de conselho trimestral do Grupo 3G; (iii) o maior sócio executivo da 3G é Alexandre Behring Costa e os demais sócios executivos são Alexandre Perez, José Henrique Moura, Bernardo Piquet, Daniel Schwartz e Marc Mezvinsky; e (iv) se recorda de ter feito operações com ESTC11 provavelmente por meio da Hookipa, mas não se recorda o que teria fundamentado a decisão de investimento ou de quem teria partido a ideia (fls. 2627).
19. Em esclarecimentos adicionais sobre a relação entre a 3G e os atuais sócios da GP, bem como sobre

as negociações de Units, os depoentes informaram que "em outubro de 2004, os Sócios Fundadores [Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Hermann Telles] alienaram a totalidade de suas participações acionárias na GP a alguns dos sócios remanescentes da GP (...). Os Sócios Fundadores, desta forma, deixaram de ser titulares de qualquer participação acionária na GP a partir de outubro de 2004, momento a partir do qual igualmente deixaram de exercer cargos de administração e gerência na GP e em suas afiliadas" (fls. 2641).

20. Especificamente sobre as negociações com as Units, informaram que: (i) a 3G utiliza exclusivamente material próprio para definição de investimentos, não recebendo orientação de terceiros, exceto relatórios de bancos de investimentos e research boutiques; (ii) no momento das operações com as Units, os fundos da Hookipa eram geridos por Claudio Bahbout e Alexandre Perez, os quais não tinham conhecimento de qualquer informação relevante referente à Estácio; e (iii) os fundos geridos pela 3G estão sob administração discricionária; as decisões não necessitam de autorizações de clientes e se baseiam essencialmente em análises fundamentalistas.
21. Adicionalmente, os depoentes informaram que:
- i. de acordo com o prospecto, os valores originais da oferta variavam entre R\$ 32,50 e R\$ 42,50 por ação; após extensa análise, a 3G concluiu que nem o preço inicial nem o preço de emissão fixado no lançamento efetivo da oferta pareciam atrativos;
  - ii. em 01.10.2007, o UBS Pactual emitiu um relatório esclarecendo que ESTC11 era uma oportunidade de compra interessante em um setor que crescia com intensidade; o valor das ações estava abaixo do valor de ações de companhias do mesmo setor econômico; ESTC11 estava sendo negociada a US\$ 9.76 (R\$ 18,90);
  - iii. em 26.03.2008, novo relatório do UBS Pactual continuou recomendando a compra de ESTC11, como um investimento interessante, com grande desconto se comparado com ações de companhias do mesmo setor; ESTC11 estava sendo negociada a US\$ 5.53 (R\$ 9,89);
  - iv. como ESTC11 estava sendo negociada a valores 50% inferiores ao preço de lançamento, e o Ibovespa apresentava uma valorização de 20%, Claudio Bahbout decidiu reavaliar um possível investimento pela 3G; após análise fundamentalista dos documentos públicos da Companhia, datada de 04.04.2008, atribuiu um preço-alvo para ESTC11 de R\$ 29,00<sup>3</sup>;
  - v. a 3G iniciou as compras de ESTC11 no começo de abril de 2008;
  - vi. em 18.04.2008, um único lote de 228.400 Units foi ofertado para ser vendido ao preço de R\$ 12,59 por Unit e Hookipa ordenou sua compra;
  - vii. a partir de junho de 2008, o potencial de valorização apontada pelo UBS Pactual havia se realizado, razão pela qual Claudio Bahbout decidiu vender Units de maneira gradual e consistente, o que foi realizado pelo preço médio de US\$ 14.54 (R\$ 23,24); e
  - viii. todas as operações com Units foram realizadas por meio de ordens por telefone para diferentes corretoras e bancos (Geração Futuro, Hedging Griffó, UBS Pactual, Merrill Lynch, Credit Suisse, Citigroup e Morgan Stanley).
22. Em seu depoimento, Alexandre Behring da Costa, principal executivo da 3G, informou que: (i) trabalhou na GP entre 1995 e 1998; (ii) ingressou na ALL em 1998, onde permaneceu até o final de 2004, quando foi para a 3G; (iii) atualmente é o principal executivo da 3G; (iv) realiza atividades de controle de risco do portfólio dos fundos, e é responsável pelos investimentos de grande porte e de longo prazo; (v) mantém relacionamento profissional com Carlos Alberto Sicupira, Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Roberto Thompson Motta; e (vi) as decisões de investimento da 3G são tomadas por várias áreas, as quais acompanha diariamente (fls. 2755).
23. Antonio Carlos Augusto Ribeiro Bonchristiano, então presidente da GP, declarou que: (i) entrou na GP em 1993 e trabalhou com o Sr. Carlos Alberto Sicupira por 10 anos; (ii) atualmente é conselheiro da GP, da Magnesita S.A., da BHG S.A. e da BR Properties S.A.; (iii) encontra-se com Carlos Alberto Sicupira, Marcel Telles e Jorge Paulo Lemann de três a quatro vezes por ano, em eventos sociais; (iv) Alexandre Behring foi seu sócio na GP entre 1994 e 2003 e após esse período permaneceram amigos, mantendo contatos esporádicos; e (v) conhece Alexandre Perez pois este trabalhou na GP, com quem não tem mais contato e não conhece Claudio Bahbout.
24. Em relação às questões adicionais apresentadas pela Acusação, Claudio Bahbout e Alexandre Perez

esclareceram que:

- i. trabalhava-se com um preço médio razoavelmente flexível, em torno de R\$ 14,50/15,00;
  - ii. as Units tinham baixa liquidez e, por isso, não comportavam ordens de compra participativas; as ordens de Hookipa eram executadas à medida que o mercado permitia; e
  - iii. em 18.04.2008, a Hookipa adquiriu lote único de 228.400 Units porque a corretora Merrill Lynch informou que havia ordens de venda neste montante.
  - iv. Análise conclusiva dos fatos pelo Relatório de Inquérito.
25. Em vista dos fatos e elementos analisados até então, a Acusação observou que:

- i. a Hookipa não havia operado anteriormente com as Units, tendo iniciado suas operações somente em abril de 2008, i.e., durante o Período Suspeito;
- ii. 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:

Período	Qtd. Compra	Volume R\$	Qtd. Venda	Volume R\$
De Abril até o Fato Relevante	924.200	12.162.646,00	5.000	69.950,00
De Junho até 30/7/2008	430.200	9.948.999,00	1.497.400	36.536.943,00

- iii. antes do Fato Relevante, as vendas de Hookipa corresponderiam somente a 1% do total de ações adquiridas no período, o que demonstra que o comitente desejava permanecer com as ações;
- iv. entre 10.04.08 (primeira aquisição) e 17.04.08 a média diária de compra pela Hookipa foi de 41.125 Units, ao passo que entre 18.04.08 e a última compra antes do Fato Relevante a média diária de compra pela Hookipa foi de 151.940 Units; essa estratégia de aquisições em um período curto de tempo, poucos dias antes do Fato Relevante, seria um indicativo de que o comitente teria acesso a informação privilegiada;
- v. as justificativas para a compra do único lote de 228.400 em 18.04.2008 seriam insuficientes, uma vez que ao se analisar a ordem de compra (fls. 1677) conclui-se que logo no início do pregão, às 11h01min, o comitente já havia ordenado a compra de 400.000 Units, por meio de ordem administrada transmitida para Merrill Lynch CTVM;
- vi. no pregão do dia 22.04.08, o "apetite" da Hookipa em adquirir Units também teria sido maior que o total das aquisições feitas no dia (fls. 2897);
- vii. 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);
- viii. a 3G afirmou que suas compras estariam relacionadas (a) à existência de outros comitentes na ponta oposta à negociação, dispostos a alienar Units, e (b) à necessidade de manter-se dentro de um preço médio de R\$14,50/R\$15,00; no período entre 10.04.08 e 08.05.08 teriam ocorrido vários negócios com ESTC11 na Bovespa e a Hookipa, no entanto, não teria realizado operações a preços superiores a R\$14,00;
- ix. o comportamento da Hookipa em relação aos preços constitui mais um indício de conhecimento da informação privilegiada, de que o preço negociado estaria na faixa de R\$ 14,00;
- x. apesar de os relatórios do UBS já sugerirem a possibilidade de compra das Units desde outubro de 2007, a Hookipa não se interessou pela compra até as vésperas do Fato Relevante;
- xi. a análise que teria sido elaborada por Claudio Bahbout e subsidiado a decisão de investimento não apresenta assinatura do autor e timbre da 3G, ou qualquer outra forma de identificação que permita a verificação ou confirmação de sua autenticidade intelectual; além disso, em seu primeiro depoimento, Claudio Bahbout afirmou não ser o responsável pelas análises de ações brasileiras e que não se recordava do fundamento e de ter feito qualquer trabalho de análise da Estácio;
- xii. no mesmo depoimento, Claudio Bahbout se recordou dos detalhes de outra operação, referente a

aquisições de ações de emissão de Submarino em 2006, quando era apenas analista;

- xiii. o quadro de custos apresentado às fls. 2743 referente à análise remetida por Claudio Bahbout seria uma cópia do quadro de fls. 2691, que integra o relatório de análise do UBS Pactual e se referiria ao ano de 2006, e não ao ano de 2008;
- xiv. tanto Alexandre Behring como Alexandre Perez, executivos da 3G, na condição de ex-executivos da GP, possuem relacionamento histórico e presente com Antonio Bonchristiano e outros membros da GP.

v. *Conclusões do Relatório de Inquérito.*

- 26. Com fundamento na análise realizada, a Acusação entendeu que a Hookipa teria utilizado informação ainda não divulgada ao mercado para realizar as operações, resultando em lucro no valor de R\$ 11.615.602,00, com fundamento nos seguintes indícios:
  - i. o início das aquisições coincide com o Período Suspeito e os volumes de aquisições teriam sido significativos e atípicos, fazendo, por exemplo, com que a participação do comitente representasse 89% do volume total negociado no dia 22.04.08 ("Indício 1");
  - ii. na primeira oportunidade de manifestação, não foi apresentado qualquer fundamento relevante para o investimento; a justificativa apresentada posteriormente não se sustenta diante da análise dos documentos e informações colhidos, as ordens solicitadas aos intermediários comprovam uma dinâmica diversa, especialmente em relação às operações do dia 18.04.08 ("Indício 2");
  - iii. o preço limite para as aquisições da Hookipa coincidiu justamente com o preço inicialmente aventado na operação societária com a Moena ("Indício 3");
  - iv. Claudio Bahbout e Alexandre Perez, em um primeiro momento, alegaram não se recordar da decisão de investimento; em momento posterior, alegaram que a decisão teria decorrido de análise atribuída a Cláudio Bahbout, que havia declarado não ser o responsável pelo acompanhamento de ações de companhias brasileiras; não foi possível comprovar a autoria do apócrifo relatório de análise apresentado ("Indício 4"); e
  - v. a existência de relações interpessoais dos sócios da 3G, ex-associados da GP, com executivos e outros membros da equipe da GP ("Indício 5").
- 27. Considerando esse conjunto de indícios, a Acusação conclui que a Hookipa deveria ser responsabilizada 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.

*III. Defesa.*

*III.A. Preliminares.*

- 28. Preliminarmente, a defesa alega que:
  - i. a redução, pela Acusação, do número de acusados teria sido baseada em critérios inconsistentes e ilegais, o que violaria os princípios da igualdade e impessoalidade, demonstrando atitude persecutória da Acusação; o tipo "uso de informação privilegiada" não poderia ser flexibilizado;
  - ii. os depoimentos dos senhores Claudio Bahbout e Alexandre Perez não poderiam causar prejuízos à Hookipa porque as intimações teriam sido irregulares; os representantes da Hookipa não estariam preparados para prestar depoimento sobre as Units, pois receberam ofícios praticamente idênticos, com as intimações, que somente continham os números de dois inquéritos administrativos diferentes, sem indicação dos respectivos objetos (art. 26, §1º, VI, da Lei nº 9.784, de 1999); por isso, teriam sido induzidos em erro pelas semelhanças dos ofícios;
  - iii. a irregularidade dos ofícios teria representado quebra da boa-fé pela Acusação; os senhores Claudio Bahbout e Alexandre Perez estavam preparados para depor apenas sobre o caso Submarino; ambos representantes são profissionais de mercado e à época dos depoimentos prestados detinham sob sua gestão recursos que ultrapassavam US\$3 bilhões, tendo mais de 440 ativos diversos em carteira; não se poderia exigir que se lembrassem de detalhes de um decisão de investimento tomada dois anos antes e que envolveu ativos que não eram tão representativos na carteira da 3G; pelas razões aduzidas em (ii) e (iii), a defesa

- iv. requer o afastamento do Indício 4; e
- v. os precedentes do direito norte-americano apresentados pela Acusação seriam inaplicáveis ao caso, segundo parecer de acadêmico norte-americano, para o qual os fatos apresentados pela Acusação, caso ocorressem nos Estado Unidos, seriam insuficientes para iniciar um processo.

### III.B. Mérito.

- 29. No mérito, a defesa sustentou argumentos expostos, de forma resumida, a seguir.
  - a. *Não caberia condenação por indícios em ilícito de insider trading. Necessidade de comprovação de utilização de informação. Não conhecimento de informação privilegiada por Hookipa ou seus administradores.*
    - 30. Segundo a defesa, o direito brasileiro não admitiria a condenação com base em indícios no caso de *insider* de mercado; apenas aceitaria o uso de indícios para permitir a dedução de autoria da infração já comprovada.
    - 31. Além disso, a defesa sustenta que, não havendo certeza de que o Acusado tem conhecimento de informação privilegiada, não se poderia condená-lo, pois a estrutura probatória nos casos de *insiders* de mercado é diversa daquela aplicável aos *insiders* primários: não há presunção de conhecimento de informação relevante, não podendo a Acusação se furtar ao ônus de demonstrar o efetivo fluxo de informação para o Acusado. A Acusação não teria apresentado qualquer prova de que a Hookipa teria tido conhecimento das negociações entre Moena ou GP e a Estácio.
    - 32. Ainda que a condenação com base em indícios fosse aceita, tais indícios deveriam ser múltiplos, veementes e graves, somente resultando em condenação caso não fossem confrontados por contra-indícios ou provas diretas em sentido contrário. No presente caso, haveria contra-indícios que impediriam a condenação.
  - b. *Perfil de investimento e características da Hookipa e da 3G seriam incompatíveis com a acusação de insider trading.*
    - 33. Segundo a defesa, as decisões de investimento da 3G seriam baseadas em análises fundamentalistas, que procuravam identificar e adquirir ativos que, de acordo com suas estimativas, estariam subprecificados, mas que teriam alto potencial de valorização. O investimento da 3G nas ações de emissão da Estácio teria seguido essa lógica.
    - 34. A defesa afirma também que, na época das operações realizadas com Units, os recursos sob gestão da 3G somavam cerca de US\$4 bilhões, aplicados em mais de 440 diferentes ativos em mercados internacionais. O valor aplicado pela Hookipa nas Units representava 5% do total de investimentos da 3G, à época, no Brasil. No mês de abril de 2008, o total do giro da carteira da 3G foi US\$412 milhões, ou seja, o lucro com as Units não teria ultrapassado 0,7% desse total. O investimento em Units na Bovespa no período teria representado menos do que 0,58% do volume negociado pela 3G por mês no Período Suspeito. Essas operações não poderiam ser consideradas relevantes ou atípicas em razão de seu volume.
    - 35. A defesa sustenta ainda que a atuação da Hookipa não seria compatível com indícios de *insider trading*. A primeira aquisição de ESTC11 teria ocorrido em 10.04.2008, 40 dias após o início do Período Suspeito, e até a divulgação do Fato Relevante teriam sido adquiridas 975.900 Units. Após o Fato Relevante, a Hookipa não alienou imediatamente as Units, ao contrário, adquiriu mais 430.200. Em 12.06.2008, teria ocorrido a primeira venda de Units e a posição teria sido totalmente desfeita apenas em 14.08.2008, três meses após a divulgação do Fato Relevante.
    - 36. Em agosto de 2008 as Units estariam sendo negociadas a R\$24,27 e como o preço fixado pela 3G para 2009 teria sido de R\$29,00, a venda por R\$24,00 em 2008 significava que o preço alvo teria sido atingido. Uma vez atingido o preço alvo, como se tratava de ativos ilíquidos e voláteis, o processo de venda deveria ser realizado de forma paulatina, evitando oscilações bruscas no preço da ação.
    - 37. Ainda segundo a defesa, como as ações de emissão da Estácio haviam estreado na Bovespa em 30.07.2007, isto é, cerca de 9 meses antes do Período Suspeito, a análise da habitualidade com que a Hookipa operava com tais papéis ficaria prejudicada.
    - 38. Por essas razões, a defesa requer o afastamento do Indício 1.
  - c. *Fundamentos econômicos para as operações realizadas pela Hookipa .*



39. A aquisição de Units pela Hookipa teria sido baseada em análise fundamentalista, identificando ativos que estão erroneamente precificados, mas que a médio ou longo prazo tendem a ter seus preços corrigidos. Foi o que ocorreu com as Units, que estariam subavaliadas e, devido a fatores do respectivo setor econômico, tendiam a se valorizar com o tempo.
40. Em 30.07.2007 as Units começaram a ser negociadas na Bovespa e a 3G, após examinar a oferta, teria considerado que o preço era injustificadamente alto. Porém, em outubro do mesmo ano, após queda de 13% no preço das Units, o UBS Pactual elaborou relatório de análise com recomendação de compra, pois o preço alvo do papel era de R\$38,00, implicando valorização de 101%. Outros relatórios também indicavam as Units como ativos atraentes<sup>4</sup>. Em março de 2008, no Período Suspeito, as Units ainda mostravam queda de 56%. Segundo a defesa, o ativo estava tão subprecificado que mesmo o pagamento de um prêmio sobre o valor do ativo não afetaria a decisão de investimento.
41. Ao longo do segundo semestre de 2007, as Units demonstraram grande volatilidade em termos de preço e volume, decorrente de sua baixa liquidez e da divulgação, pela Estácio, de fatos relevantes.<sup>5</sup> Tais variações não teriam acompanhado as oscilações do Ibovespa nos mesmos intervalos de tempo, comprovando que eram decorrentes de características próprias dos títulos e/ou do segmento econômico, sem relação também com a atuação da Hookipa.
42. Entre 17.04.2008 e 09.05.2008, o setor de educação no Brasil teria apresentado grande crescimento e seus ativos, por terem pouca liquidez, apresentaram volatilidade expressiva. Nesse período, outras companhias abertas do setor tiveram alta em seus papéis<sup>6</sup>. Juntamente com as Units, que tiveram alta de 15%, tais altas alcançaram a média de 16,2%.
43. Outro fator que, segundo a defesa, teria gerado oscilação nos preços dos papéis foi o excesso de demanda na distribuição pública de ações da Anhanguera Educacional Participações S.A. ("Anhanguera"), cujo prazo para reserva foi 18.04.2008. Desta forma, entre 09.04.2008 (anterior à compra de Units pela Hookipa) e 09.05.2008 (pregão anterior ao Fato Relevante) a média de alta dos papéis<sup>7</sup> foi de 21,5%.
44. A defesa salienta ainda que em março de 2008 o UBS Pactual divulgou novo relatório em que mantinha a recomendação de compra de ESTC11. No início de abril de 2008, o valor das Units estava em torno de R\$11,50 e as estimativas da 3G indicavam um preço alvo de R\$29,00 em agosto de 2009, com potencial de variação de 160%. Esse potencial de variação teria fundamentado a decisão de investimento da Hookipa.
45. Segundo a defesa, trazendo-se o preço alvo de R\$29,00 a valor presente, seria possível chegar ao valor de R\$25,85. A Hookipa teria começado a vender as Units quando o preço atingiu R\$24,50, próximo do preço alvo, assumindo-se o desconto de liquidez aplicável.
46. Adicionalmente, os seguintes dados teriam sido utilizados na tomada de decisão de investimento, aquisição de Units e posterior liquidação da posição pela Hookipa:
- expectativa de que o Brasil se tornasse *investment grade*, beneficiando o setor de consumo doméstico, que inclui educação, com relatórios<sup>8</sup> orientando a compra de papéis desse setor e afirmando crescimento do setor nos 2 anos seguintes;
  - relatórios recomendando aquisição de papéis de companhias do setor de educação;<sup>9</sup>
  - aquecimento do setor de educação com a distribuição pública primária de 17.000.000 de units pela Anhanguera, com período de reserva em 18.04.2008 e prospecto final divulgado quatro dias depois;
  - otimismo quanto ao potencial de crescimento do setor educacional no Brasil;<sup>10</sup> e
  - as recomendações de aquisição de papéis de empresas do setor foram mantidas mesmo após o término do Período Suspeito.<sup>11</sup>
47. Especificamente sobre as operações do dia 18.04.2008, os senhores Claudio Bahbout e Alexandre Perez haviam informado que a compra de 228.400 estaria inserida em um processo contínuo e consistente de aquisição de Units. A defesa argumenta que a dinâmica dessas operações não teria divergido da lógica das demais.
48. A esse respeito, a Corretora Merrill Lynch, que intermediou essa compra e venda das Units, confirmou que às 11h01min 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, ou seja, 201.700 Units. Segundo a declaração, somente às 11h48min teria havido aumento da ordem de compra da Hookipa para 400.000 Units. Tal transação teria ocorrido em ambiente de leilão na Bovespa, de modo que a Hookipa não teria como saber quem era sua contraparte.

49. A defesa também salientou que o "apócrifo relatório" mencionado pela Acusação consistia em análise interna elaborada pelo Sr. Claudio Bahbout para subsidiar decisão de investimento da 3G. Não haveria rito ou forma a serem observados.
50. Diante desses elementos, a defesa requer o afastamento do Indício 2. Também deveria ser afastado o Indício 4, de que Claudio Bahbout e Alexandre Perez, em um primeiro momento, alegaram não se recordar da decisão de investimento; em momento posterior, alegaram que a decisão teria decorrido de análise atribuída a Cláudio Bahbout, que havia declarado não ser o responsável pelo acompanhamento de ações de companhias brasileiras.

*d. Relações interpessoais não são suficientes para caracterizar indício de insider trading.*

51. Segundo a defesa, os depoimentos demonstrariam que os senhores Alexandre Behring e Alexandre Perez trabalharam na GP e, portanto, como seria natural, conheceriam pessoas ligadas àquela instituição, inclusive o Sr. Antonio Bonchristiano.
52. Mas, o mero conhecimento de sócios da GP por sócios da 3G e a existência de relações profissionais já encerradas há anos não seria suficiente para evidenciar fluxo de informações entre essas pessoas.
53. Por essas razões, a defesa requer o afastamento do Indício 5, consistente na existência de relações interpessoais dos sócios da 3G, ex-associados da GP, com executivos e outros membros da equipe da GP.

*e. Não vinculação do preço pago pela Hookipa ao preço da operação societária.*

54. Não seria procedente o argumento da Acusação de que as aquisições foram realizadas com preços limitados ao preço base da negociação entre Estácio e Moena, que era de R\$14,00.
55. Em 18.04.2008, data em que a Hookipa iniciou as aquisições de Units, o Memorando de Entendimento que fixava o valor de aquisição das Units em R\$16,50, já havia sido celebrado entre os controladores da Estácio e a Moena (24.03.2008). O preço da negociação entre os controladores da Estácio e a GP era superior ao fixado pela 3G na sua primeira compra de Units.
56. A 3G teria, com base em sua análise fundamentalista de informações públicas, fixado um preço alvo, mantendo-se fiel a esse número em toda sua estratégia de compra.
57. Por essas razões, a defesa requer o afastamento do Indício 3.

*f. Supostos lucros auferidos.*

58. Finalmente, a defesa esclarece que as compras da Hookipa durante o Período Suspeito totalizaram 975.900 Units e que não vendeu Units nesse período. Adotando o critério eleito pelo Relatório de Acusação (comitentes que, aos 30 dias posteriores ao Fato Relevante, venderam a totalidade do lote adquirido durante o Período Suspeito), a conclusão é de que o lucro nesse período teria sido inexistente.
59. Caso o método de cálculo para a aferição do lucro seja multiplicar o número de ações adquiridas pela diferença entre o preço médio de suas compras e a cotação da ação no primeiro momento após a divulgação da informação ao mercado<sup>12</sup>, o suposto ganho seria de R\$4.344.052,00.

*g. Conclusão.*

60. Ante o exposto, a Hookipa requer que a acusação seja julgada improcedente em todos os seus termos e que o presente Processo Administrativo Sancionador seja arquivado, sem imposição de penalidades.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 3 de abril de 2012.

Luciana Dias

Diretora

-----  
A cronologia completa dos fatos compreendidos entre o início das tratativas (07.03.08) e a divulgação do Fato Relevante consta de fls. 2858/2859, bem como de memorial apresentado pela defesa.

2Cf. resposta ao OFÍCIO/CVM/SPS/GPS-1/Nº085/2010: "Até 01.01.2008, existiam duas classes de ações – controlling shares e participating shares. As primeiras eram indiretamente detidas por Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Hermann Telles, que não exerciam nem participavam da administração da 3G. Já as Participating Shares eram detidas por sócios envolvidos diretamente na administração da 3G. Em 01.01.2008, após a extinção das duas classes de ações representativas do capital social da 3G, este passou a ser representado somente por ordinary shares, e os sócios envolvidos na administração da 3G passaram a ser: Daniel S. Schwartz; Luiz Henrique de Moura Gonçalves; Alexandre Jose da Costa Perez; Alexandre Behring Costa; e Bernardo Piquet Carneiro. Em 17.04.2008 e 01.01.2010, respectivamente, Marc Margolies Mezvinsky e Cláudio Chonchol Bahbout passaram à condição de sócios envolvidos na administração da 3G" (fl. 2589).

3De acordo com a referida análise, Sr. Bahbout formou sua opinião em vista dos fundamentos do setor e na comparação com ações concorrentes (especialmente Anhanguera) destacando em suma que: (i) as receitas líquidas da Estácio eram de R\$ 860 milhões no ano de 2007, com R\$ 100,7 milhões de EBITDA e uma forte geração de fluxo de caixa; (ii) a Estácio conseguiria reduzir a razão folha de pagamento dos professores/número de estudantes e, por isso, aumentar a produtividade; (iii) a Estácio seria capaz de adquirir universidades regionais menores e lucraria com a sinergia entre as novas subsidiárias e as operações já existentes; (iv) a Estácio possuía uma avaliação convincente quando comparado à sua principal concorrente Anhanguera e avaliação de outras instituições internacionais de educação.

4 Relatório Brasil Stock Guide/HSBC CTVM, Credit Suisse e Morgan Stanley.

520.08.2007, 28.08.2007 e 21.11.2007.

6Anhanguera Educacional Participações S.A. (16,2%), Sistema Educacional Brasileiro S.A. (9,5%) e Kroton Educacional S.A. (24%).

7Anhanguera Educacional Participações S.A. (15,9%), Sistema Educacional Brasileiro S.A. (9%), Kroton Educacional S.A. (27,9%) e Estácio (24,2%).

8 Relatório de Credit Suisse de 19.12.2007 e 03.03.2008 e Relatório de Merrill Lynch "Brasil - Investment Grade Alternatif".

9 Relatório de Credit Suisse de 19.12.2007 e 03.03.2008 e Relatório de Merrill Lynch "Brasil - Investment Grade Alternatif".

10 Relatório elaborado em agosto com base em informações de divulgação da Anhanguera. Original: "The State of Brazil - Brazil System Report".

11 Relatório de Credit Suisse de 19.12.2007 e 03.03.2008 e Relatório de Merrill Lynch "Brasil - Investment Grade Alternatif".

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 11/09

Acusado: Hookipa Investments LLC

Assunto: Apurar eventual utilização de informações relevantes ainda não divulgadas.

Diretora-relatora: Luciana Dias

### V O T O

#### I. Introdução.

1. O presente caso trata da eventual utilização, pela Hookipa, de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado em operações realizadas com ações de emissão da Estácio, agrupadas em Units.
2. A Acusação apontou os seguintes indícios de utilização de informação privilegiada:
  - i. o início das aquisições coincidiria com o Período Suspeito e seus volumes teriam sido significativos e atípicos ("Indício 1");
  - ii. em seus depoimentos, os senhores Claudio Bahbout e Alexandre Perez não teriam apresentado fundamentos relevantes para o investimento; a justificativa apresentada posteriormente não se sustentaria diante da análise dos documentos colhidos e dos depoimentos prestados, bem como diante das ordens solicitadas aos intermediários, que comprovariam uma dinâmica diversa de atuação ("Indício 2");
  - iii. o preço limite para as aquisições pela Hookipa seria o mesmo inicialmente aventado na operação societária da Moena ("Indício 3");
  - iv. Claudio Bahbout e Alexandre Perez, em um primeiro momento, teriam alegado não se recordar da decisão de investimento. Nesta oportunidade, Claudio Bahbout também teria declarado não ser o responsável pelo acompanhamento de companhias brasileiras; em esclarecimentos posteriores, mencionaram que a decisão teria decorrido de análise atribuída a Cláudio Bahbout; a autoria da análise apresentada para fundamentar a decisão de investimento não teria sido comprovada ("Indício 4"); e
  - v. a existência de relações interpessoais dos sócios da 3G, ex-associados da GP, com executivos e outros membros da equipe da GP ("Indício 5").
3. A defesa tem razão quando argumenta que quando se trata de um insider de mercado (também chamado de insider secundário), como é o caso neste processo, não vigora qualquer presunção sobre a posse da informação privilegiada. Os precedentes da CVM são muito sólidos em relação ao entendimento de que, nesses casos, cabe à acusação provar a posse da informação<sup>1</sup>.
4. No entanto, desde já, afasto o argumento de defesa de que em casos de uso indevido de informação privilegiada não seria possível haver condenação baseada em indícios. Também já se consolidou no Colegiado o entendimento de que nos casos de uso de informação privilegiada prevalece o princípio do livre convencimento motivado, no sentido de que é

possível a condenação com base em prova indiciária, desde que haja um robusto corpo de indícios que, no conjunto e por sua credibilidade, sejam capazes de convencer o julgador<sup>2</sup>.

5. Deste modo, no presente caso, embora caiba à acusação provar todos os elementos do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, tal prova pode ser feita por meio de indícios, desde que capazes de convencer o julgador.

## II. Preliminares.

6. Em primeiro lugar, afasto a preliminar de que os critérios utilizados para delimitar os acusados seriam ilegais e violariam os princípios da igualdade e impessoalidade.
7. Entendo que a investigação é livre para delimitar os investigados de acordo com quaisquer critérios que permitam identificar aqueles comitentes que podem ter conhecimento da informação privilegiada, ou cujo comportamento seja típico de quem a detém. Esse processo não precisa necessariamente ser cartesiano. O investigador, dentro do razoável, tem a liberdade de usar sua sensibilidade e experiência para escolher quais critérios melhor se adaptam ao caso concreto.
8. Assim, critérios como (i) data das operações de compra; (ii) não habitualidade das operações; (iii) interrupção de compra dos ativos; (iv) resultados obtidos; e (v) conexões pessoais e profissionais dos comitentes são parâmetros usuais para delimitar os acusados em investigações de uso indevido de informação privilegiada. Isso não significa que todos os acusados têm que preencher todos os requisitos ou se enquadrar em todos os critérios de investigação de maneira idêntica. Os critérios são balizadores da investigação e não condições da acusação<sup>3</sup>.
9. Por isso, discordo da defesa de que houve comportamento persecutório.
10. Também deve ser afastada a preliminar de que as intimações dos senhores Claudio Bahbout e Alexandre Perez foram irregulares. Os ofícios de intimação continham o número de identificação de cada um dos processos e faziam referência aos fatos que estavam sendo investigados, em cumprimento ao art. 26, §1º, VI, da Lei nº 9.784, de 1999.
11. Além disso, também afasto a preliminar de que a suposta irregularidade dos ofícios teria representado quebra da boa-fé pela Acusação. Como visto, os senhores Claudio Bahbout e Alexandre Perez receberam ofícios de intimação com a identificação de cada um dos processos sobre os quais teriam que prestar esclarecimentos. Todo investigado tem o dever e o direito de se informar sobre os fatos que estão sendo apurados a seu respeito. Justamente por essa razão, a Lei nº 9.784, de 1999, garante aos interessados acesso aos autos.
12. Por fim, deve ser afastada a preliminar de que os precedentes do direito norte-americano colacionados pela Acusação não seriam aplicáveis a este caso e não deveriam ser considerados. Ainda que os referidos precedentes tenham sido criados em ambiente e arcabouço jurídico diverso, sua consideração é pertinente, mesmo que a título de orientação. Por essas razões afasto também esta preliminar.

## III. Mérito.

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 um mês após essa data e só se desfez completamente dela em 14.08.2008, três 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 senhores Claudio 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 senhores Claudio 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.<sup>4</sup> As ações ESTC11 estavam 56% mais baratas do que quando do IPO da Companhia, oito 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 11h01min, 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 11h01min 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 11h48min 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.<sup>5</sup> 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 à 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 senhores Claudio 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 senhores Claudio 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.

Rio de Janeiro, 3 de abril de 2012.

Luciana Dias

Diretora

-----  
Cf., a título ilustrativo, PAS CVM nº SP2005/0155 e PAS CVM nº 18/01.

2 Cf., a título ilustrativo, PAS CVM nº 24/05, PAS CVM nº 15/04 e PAS CVM nº 13/09.

3 A adoção de critérios como aqueles utilizados pela Acusação é muito comum e usual não apenas na CVM, mas também em outros reguladores do mercado de valores mobiliários. A título ilustrativo, cf. "The process of identifying suspicious trades is part art, part science. Large trades are routinely classified as suspicious. Trades as small as 50 shares can be suspicious if they can be linked to other suspicious trades or to insiders. Any purchase which occurs shortly before a material change in the price of the issuer's securities can be deemed suspicious. To identify suspicious trades, SRU and Commission staff routinely use the desk top computer to analyze trading records according to various criteria including: Size of trade; Date of trade; Name of Broker Dealer; Zipcode of trader; Registered Representative; Branch Office; Age of AccountLast Name of Account Holders", L. Hilton Foster, Insider Trading Investigations, disponível em [http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_enforce/foster.pdf](http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_enforce/foster.pdf).

4 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.

5 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).

**Declaração de voto do Diretor Otavio Yazbek na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/09 realizada no dia 03 de abril de 2012.**

Senhora Presidente, eu acompanho o voto da Diretora-relatora.

Otavio Yazbek

DIRETOR

**Declaração de voto da Presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/09 realizada no dia 03 de abril de 2012.**

Eu também acompanho o voto da Diretora-relatora e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu absolver a Hookipa Investments da imputação que lhe foi formulada.

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

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

PRESIDENTE