



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO CVM SEI NUP 19957.003200/2017-08

SUMÁRIO

PROPONENTES:

Máxima S.A. CCTVM (“Máxima CCTVM”), **Máxima Asset Management Ltda.** (“Máxima Asset”), **Saul Dutra Sabbá** (“Saul Sabbá”) e **Cesar Siqueira Trotte** (“Cesar Trotte”).

ACUSAÇÃO:

Máxima CCTVM e **Saul Sabbá**, por infração ao disposto nos artigos 65, inciso XV^[1], e 65-A, inciso I^[2], ambos da Instrução CVM nº 409/04; e

Máxima Asset e **Cesar Trotte**, por infração ao disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04.

PROPOSTA:

Máxima CCTVM, **Máxima Asset** e **Saul Sabbá**: reconhecimento da suficiência e da adequação do termo de compromisso celebrado entre a Anbima e os proponentes Máxima CCTVM e Máxima Asset e, caso não fosse reconhecida a suficiência do acordo, fosse admitido firmar compromisso complementar nos seguintes termos: pagar à CVM o valor total de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), sendo **Máxima CCTVM**, **Máxima Asset** e **Saul Sabbá**, responsáveis, respectivamente, por **R\$ 350.000,00** (trezentos e cinquenta mil reais), **R\$ 350.000,00** (trezentos e cinquenta mil reais) e **R\$ 300.000,00** (trezentos mil reais); e

Cesar Trotte: reconhecimento da suficiência e da adequação do acima citado Termo de Compromisso celebrado com a Anbima, e, caso o pedido não fosse aceito, propôs pagar à CVM o valor de **R\$ 200.000,00** (duzentos mil reais).

PARECER DO COMITÊ: REJEIÇÃO

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO CVM SEI NUP 19957.003200/2017-08

1. Trata-se de propostas de Termo de Compromisso apresentadas por **Máxima CCTVM** e **Máxima Asset** e seus diretores responsáveis à época dos fatos, respectivamente, **Saul Sabbá** e **Cesar Trotte**, nos autos do Processo Administrativo Sancionador NUP CVM 19957.003200/2017-08, instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN.

ORIGEM

2. Em 16.09.2014, o Ministério Público Federal do Paraná (“MPF-PR”) enviou à Polícia Federal, informações sobre possível fraude, detectada em documentos apreendidos na Operação Lava-Jato, envolvendo dois fundos de investimento em participações, o Máxima Private Equity Fundo de Investimento em Participações (“FIP Máxima Private Equity”) e o Viaja Brasil Fundo de Investimento em Participações (“FIP Viaja Brasil”), ambos administrados pela Máxima CCTVM e geridos, à época dos acontecimentos, pela Máxima Asset.

3. Em 28.11.2014, a Polícia Federal do Paraná questionou a CVM se alguma providência havia sido tomada em relação aos fatos relatados no ofício do MPF-PR acima mencionado.

4. Desta forma, a SIN enviou a Solicitação de Inspeção nº 04/2015 à Superintendência de Fiscalização Externa – SFI, com o objetivo de apurar os fatos relatados pelo MPF-PR.

CARACTERÍSTICAS DOS FIPS

5. O FIP Máxima Private Equity, cujo único cotista era o Banco Máxima S.A, adquiriu, em 27.06.2013, treze séries de 41.209 debêntures simples de primeira emissão da Graça Aranha RJ Participações S/A^[3] (“Graça Aranha”).

6. Em junho de 2013, o FIP Máxima Private Equity possuía patrimônio líquido de R\$ 16.650.989,21 enquanto que o patrimônio líquido do FIP Viaja Brasil era de R\$ 71.496.719,42. Os mencionados FIPs se destinavam a realizar investimentos na Graça Aranha.

7. Em Junho de 2014, o patrimônio líquido do FIP Viaja Brasil havia sido zerado e o patrimônio do FIP Máxima Private Equity começou a sofrer reduções por provisões, sendo completamente zerado em dezembro de 2014. Assim, ambos os fundos sofreram perdas de 100% em seus investimentos.

8. Vale mencionar que, ao final de 2013, a maioria dos cotistas do FIP Viaja Brasil era formada por diversos institutos de previdência definidos como Regime Próprio de Previdência Social (“RPPS”) de estados e municípios, que aportaram recursos entre maio de 2012 e novembro de 2013.

FATOS E ANÁLISE DA ÁREA TÉCNICA

9. Em 13.08.2012, o FIP Viaja Brasil adquiriu ações da Graça Aranha, também conhecida como “Grupo Marsans”, pelo valor de R\$ 10,20 por ação.

10. Em 04.10.2012, a GFD Investimentos (“GFD”), até então controladora da Graça Aranha, adquiriu cotas do FIP Viaja Brasil por meio da conversão da totalidade de sua

participação na sociedade, em troca de cotas do Fundo, baseando-se no mesmo valor de R\$ 10,20 por ação.

11. Com a aquisição da participação da GFD, o FIP Viaja Brasil se tornou detentor de 100% do capital da Graça Aranha. Assim, as aquisições subseqüentes foram realizadas mediante aumento de capital na empresa.

12. Na tentativa de elucidar os fundamentos que embasaram as decisões de investimento do FIP Viaja Brasil na Graça Aranha, a SFI solicitou ao seu administrador e ao seu gestor que fossem descritas a metodologia empregada na avaliação das companhias investidas, bem como a estratégia adotada no processo inicial de estruturação do Fundo, com a apresentação dos respectivos documentos comprobatórios.

13. Em 09.02.2015, a administradora do Fundo, Máxima CCTVM, respondeu à SFI, argumentando que, para a avaliação do investimento nas ações da Graça Aranha, elaborou “*estudo embasado no relatório de avaliação do GRUPO MARSANS datado de novembro/2011*” (“*Valuation Marsans*”).

14. Após a análise dos documentos apresentados pela Máxima CCTVM, a SFI destacou, entre outros, os seguintes pontos em seu Relatório de Inspeção:

- a. o *Valuation Marsans* apresentou a conclusão de que a Graça Aranha foi “(...) *avaliada por R\$ 120.000.000,00 (cento e vinte milhões de reais) em Agosto de 2011 a fim de captar R\$ 40.000.000,00 (quarenta milhões de reais) através da emissão de novas ações por parte da empresa.(...)*”;
- b. exceto quanto a Viagens Marsans Corporativo^[4], as margens EBITDA das demais empresas do Grupo Marsans controladas pela Graça Aranha, no ano de 2011, encontravam-se negativas, ou seja, independentemente dos custos financeiros ou da depreciação, as operações não geravam caixa;
- c. considerando os dados reais das empresas envolvidas, o aporte de capital para cessar os custos financeiros decorrentes de empréstimos bancários, tal como descrito no *Valuation Marsans*, não seria o suficiente para tornar o EBITDA positivo. Não houve a apresentação de um plano de negócios com um projeto de alteração significativa da operação das empresas existentes que justificassem as melhorias operacionais consideradas em cada uma delas; e
- d. além da melhoria operacional de cada empresa que compunha o Grupo Marsans, contribuiu significativamente para o resultado final da avaliação, a expansão da empresa por meio da Marsans Franquias. As lojas franqueadas apresentariam um significativo crescimento, passando de duas unidades em 2011 para 28 já em 2012 e chegando a 128 em 2016. Assim, apesar de não existirem lojas franqueadas na época da elaboração do relatório de avaliação da Marsans, tal operação em seu quinto ano (2016) já corresponderia a 50% do caixa gerado pelo grupo.

15. Em resposta à nova solicitação de informações pela SFI, a Máxima CCTVM declarou que:

- a. “(...) *a empresa faturava anualmente aproximadamente R\$ 250.000.000,00, com EBITDA de 11,6% e possuía uma dívida em torno de R\$ 40.000.000,00, perante bancos e fornecedores, derivadas, primordialmente, dos investimentos do Grupo Marsans em sua política de “lojas próprias”. Operacionalmente era uma empresa geradora de caixa em um mercado em crescimento que, basicamente, necessitava de um aporte de capital para redução do endividamento e um reposicionamento na forma de atuação.*”; e
- b. “(...) *em virtude do alegado potencial de negócio do Grupo Marsans, o Grupo Máxima, e empresas de seu grupo econômico, analisaram a possibilidade de (a) **reestruturação da***

dívida financeira do Grupo Marsans; (b) possível parceria entre as empresas Marsans e a Máxima CCTVM para operação de câmbio turismo; e (c) estabelecer mecanismos de obtenção de financiamento da Marsans via equity ou dívida.” (grifo SIN).

16. Sobre as declarações da Máxima CCTVM, a SIN afirmou que:

- a. *“o faturamento anual aproximado de R\$ 250.000.000,00, citado no item anterior, não pôde ser confirmado nos Relatórios de Auditoria das Demonstrações Financeiras das empresas do Grupo Marsans, disponíveis até o ano de 2012.”; e*
- b. *“Já quanto à alegação de que a “empresa”, no caso o Grupo Marsans, era “geradora de caixa”, tal afirmação vai de encontro ao que foi apresentado nos relatórios gerenciais no “Valuation Marsans” e nos Relatórios de Auditoria. Na verdade, por apresentar o EBITDA negativo, aliado a dívidas bancárias e outras com fornecedores (no montante de R\$ 40 milhões), a possibilidade de geração de caixa demonstrava-se bastante remota.”.*

17. De acordo com a SIN, a SFI não encontrou as Demonstrações Financeiras auditadas do FIP Viaja Brasil a partir do segundo semestre de 2012.

18. Sobre a divulgação das informações contábeis, a Máxima CCTVM esclareceu que:

- a. em 18.04.13, o Fundo Viaja Brasil recebeu um comunicado do auditor, que afirmava que a Graça Aranha não havia disponibilizado as respectivas contas auditadas (tanto da própria Graça Aranha quanto de suas controladas) nos termos da legislação aplicável, impossibilitando a continuidade dos trabalhos de auditoria;
- b. *“tendo em vista a gravidade da situação, foi convocada pela Máxima CCTVM reunião do comitê de investimento do Viaja Brasil, de modo a dar conhecimento de tais fatos aos seus membros (...);”*
- c. *“na referida reunião, realizada em 26/04/13 (doc. 09), os representantes legais da Graça Aranha apresentaram os dados financeiros aos membros do comitê e informaram que suas demonstrações financeiras estavam em fase de finalização pela auditoria (...); e*
- d. considerando as dificuldades acima relatadas, a Máxima Asset decidiu deixar as atividades de gestão do Fundo, tendo sido substituída, conforme deliberado e aprovado pelos cotistas, em reunião do dia 28.06.13. Adicionalmente, na mesma reunião, a Administradora informou aos cotistas o fato de que a companhia investida não teria apresentado, até aquela data, as demonstrações financeiras auditadas.

19. Apesar disso, constatou-se que a Máxima Asset, em conjunto com a Máxima CCTVM, prosseguiu com a aquisição de novas ações da Graça Aranha para a carteira do FIP Viaja Brasil, realizando operações em 15.05.2013 e 24.07.2013, nas quais foram adquiridas mais R\$ 4.550.006,00 em ações da investida, utilizando, inclusive, o mesmo valor unitário de R\$ 10,20 por ação, calculado cerca de dois anos antes, baseado no *“Valuation Marsans”* de 2011.

20. Cabe ressaltar que a Instrução CVM nº 391/2003, vigente à época dos fatos, em seu art. 2º, inciso VI, § 4º, determina que as companhias fechadas, que são investidas por fundos de investimentos em participações, deveriam realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

21. Diante disso, a SIN concluiu que a Máxima Asset e a Máxima CCTVM, respectivamente gestora e administradora do FIP Viaja Brasil, não teriam observado a regulação vigente ao realizarem investimentos em companhia que já sabiam não se

enquadrar ao determinado pelo citado dispositivo.

22. A SIN, ao comparar os números de EBITDA previsto no “Valuation Marsans” com aqueles divulgados nas Demonstrações Contábeis Auditadas de 31.12.2012 de cada uma das principais empresas que compunham o Grupo Marsans, constatou que o “Valuation Marsans” previa:

- a. para a área de Franquias, um EBITDA de R\$ 5,7 milhões em 2012, enquanto que as Demonstrações Financeiras Auditadas apresentaram lucro operacional de apenas R\$ 37.297,00 no mesmo período, o que já provava que a operação de Franquias não caminhava conforme as previsões do estudo;
- b. para a Expandir Participações^[5], um EBITDA de R\$ 6,2 milhões em 2012, enquanto que as demonstrações financeiras auditadas apresentaram prejuízo operacional de cerca de R\$ 3,6 milhões no mesmo período; e
- c. para a Marsans Corporativo, um EBITDA de R\$ 3,1 milhões em 2012, enquanto que as demonstrações financeiras auditadas apresentaram resultado operacional de somente R\$ 15.836,00 no mesmo período.

23. De acordo com a SIN, se no momento dos investimentos subsequentes nessas companhias as premissas da *valuation* original já não se confirmavam com a observação da realidade, o preço justo dessas empresas deveria ter sido objeto de reavaliação que levasse em consideração sua decepcionante evolução econômica e financeira, de forma a se apurar um valor adequado e atualizado que pudesse ser utilizado como base para esses investimentos.

24. Desta forma, a SIN concluiu que o FIP Máxima Private Equity, tendo a Máxima CCTVM como administradora e a Máxima Asset como gestora, adquiriu, conforme já mencionado, debêntures simples de emissão da Graça Aranha pelo menos dois meses após a própria Máxima CCTVM ter convocado assembleia de cotistas do FIP Viaja Brasil para discutir a situação, por ela mesma considerada como grave, sobre a não apresentação das demonstrações financeiras do Grupo Graça Aranha. Além disso, tais papéis representavam ativos não elegíveis a integrar a carteira de um fundo de investimento em participações, conforme o inciso VI, § 4º, do art. 2º da Instrução CVM nº 391/2003.

25. Em manifestação de 20.12.2016, a Máxima CCTVM, a Máxima Asset e Saul Sabbá, alegaram, entre outras coisas, que:

- a. *“equivocadamente, o REI expôs o entendimento de que a “Valuation Marsans” seria inadequada por 3(três) razões: i) a precificação não estaria de acordo com os resultados históricos, sendo o EBTIDA das empresas negativo; ii) consistiria em mero exercício de simulação financeira, com algumas premissas genéricas; iii) baseou-se em resultados que o Grupo Marsans não tinha, tais como operações de câmbio.”;*
- b. *“em primeiro lugar, cabe esclarecer que as aquisições realizadas por Fundo de Investimento em Participação, na maioria dos casos, são baseadas em avaliações e projeções que, necessariamente, não estarão refletindo os seus resultados históricos. Na verdade, tais avaliações refletem a expectativa de resultado futuro, levando em consideração os mais diversos aspectos, tais como os de natureza macroeconômica, setorial, perspectivas de mercado, redução de custos, novas atividades, sinergia e a geração de caixa derivada do investimento que se pretende realizar.”;*
- c. *“neste particular, cabe ressaltar que a farta literatura sobre o tema corrobora a metodologia empregada para a elaboração da “Valuation Marsans” e, com o objetivo de tratar especificamente sobre esses aspectos foi contratada a Métrica Consultoria e Pesquisa para elaborar um parecer sobre o tema (“Parecer Métrica”)(...);*

- d. conforme o citado parecer, *“no documento elaborado pela Máxima Asset Management, foram utilizadas as práticas usuais e aconselhadas pelo autores mais proeminentes sobre o tema, restando claro que os resultados obtidos são frutos de estimações de fluxos de caixas futuros (...)”*; e
- e. *ainda de acordo com o parecer, “(...) não foram verificadas premissas irrazoáveis na elaboração das projeções contidas no Valuation Marsans, muito pelo contrário: as premissas utilizadas podem até ser consideradas conservadoras (...). Com base nas premissas utilizadas, bem como da situação macroeconômica na época da elaboração da avaliação, conclui-se que o plano de recuperação era factível, porém foi amplamente afetado pela não captação do valor pretendido e por fatores externos imprevisíveis para os analistas que na época elaboraram o documento.”*.

26. A SIN observou que apesar de o “Parecer Métrica” afirmar que o “Valuation Marsans” era viável e apesar de, até mesmo, citar que as premissas utilizadas eram conservadoras, não constava de tal estudo uma análise mais profunda das premissas utilizadas, focando sua análise e argumento na validação da metodologia de avaliação por meio do uso dos fluxos de caixa futuros.

27. Conforme a SIN, o Método de Fluxo de Caixa Futuros Descontados é tão válido quanto sensível às premissas consideradas, principalmente aquelas relativas à receita esperada, aos juros considerados e ao crescimento anual previsto. Uma pequena variação destes parâmetros pode afetar sensivelmente a análise e, portanto, tais premissas deveriam ser cuidadosamente analisadas pelo gestor do fundo antes de tomar a decisão de investimento e também pela Métrica Consultoria que, em seu parecer, afirmou de forma genérica que as premissas eram “conservadoras” sem sequer demonstrar as bases para essa conclusão.

28. Diante da manifestação dos acusados, a SIN entendeu ser indispensável avaliar a confiabilidade e credibilidade das premissas utilizadas na elaboração do “Valuation Marsans”, destacando os principais valores considerados no relatório elaborado pela Máxima Asset com base em agosto de 2011, notadamente:

- a. o valor das vendas anuais totais por loja considerado foi baseado em valor de vendas totais de R\$ 140 milhões realizadas pelas 38 lojas próprias e duas franquias da Marsans no primeiro semestre de 2011, ou seja, cerca de R\$ 280 milhões anuais;
- b. *“no entanto, em outro trecho do mesmo relatório, na seção denominada “Informações Base – Ponto de partida da elaboração do presente Valuation”, ao apresentar os números da Expandir Participações, empresa do grupo que fazia a venda dos pacotes de viagens, produto que seria a base das agências franqueadas, encontramos o valor de Vendas Brutas de apenas R\$ 44.566.602 para o ano de 2011 (...)”*.
- c. mesmo se considerássemos o valor das vendas de todo o Grupo Marsans, o valor total das vendas consolidadas do Grupo apresentado na seção denominada “Informações Base – Ponto de partida da elaboração do presente Valuation” seria algo em torno de 79 milhões no ano de 2011, mantendo-se, portanto, bem abaixo dos R\$ 280 milhões mencionados;
- d. *“caso fosse utilizado o valor apresentado na tabela (...) como base para cálculo do valor das vendas anuais das franqueadas, o valor do caixa gerado por este segmento seria de cerca de apenas 15 a 30% (ou seja, muito inferior) do valor que foi considerado para a avaliação do valor da companhia investida pelo FIP VIAJA BRASIL.”*; e
- e. a operação de franquias responderia pela significativa parcela de 47% do faturamento total do grupo em 2016. Desta forma um erro de assunção de premissa nesta área impactaria significativamente na avaliação da empresa.

29. A SIN afirmou que o objetivo da apresentação das inconsistências entre os números apresentados em diferentes seções do *Valuation Marsans* não seria afirmar qual o número que deveria ser utilizado no cálculo do VPL, até porque faltariam dados para tal conclusão. O objetivo, na verdade, seria o de destacar as inconsistências dos números e premissas utilizados na preparação do relatório, para daí concluir pela sua falta de confiabilidade e credibilidade.

30. A SIN concluiu, portanto, que, mesmo sob uma análise superficial, seria possível perceber a falta de cuidado com que o relatório foi elaborado, suas inconsistências materiais e o impacto significativo no valor final da avaliação do Grupo Marsans caso fossem utilizados, como base para o cálculo do valor da companhia, outros números de receita de vendas que foram apresentados em outros trechos do mesmo relatório elaborado pela Máxima Asset.

CONCLUSÕES DA ÁREA TÉCNICA

31. Conforme disposto no art. 5º do regulamento do FIP Viaja Brasil, com vigência a partir de outubro de 2012:

Art. 5º - o Administrador, sem prejuízo de suas responsabilidades, delega ao Gestor os poderes necessários para exercer todos os direitos inerentes aos Valores Mobiliários e/ou outros ativos integrantes da carteira do Fundo, inclusive o direito de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais das Companhias Investidas, observadas as disposições deste Regulamento e da legislação aplicável, bem como praticar todos os atos necessários à gestão da carteira do Fundo, assim entendidos os de seleção, avaliação, aquisição, alienação, subscrição, conversão, observadas as limitações impostas por este Regulamento e demais disposições aplicáveis, cabendo-lhe, ainda, implementar as orientações de investimento do Fundo emanadas pelo Comitê de Investimento, conforme previsto neste Regulamento.

32. Desta forma, a SIN concluiu que a Máxima CCTVM, sem prejuízo de sua responsabilidade, delegou à Máxima Asset, a responsabilidade pelos atos de gestão da carteira do Fundo, incluindo aí as atividades de seleção e avaliação dos ativos a serem adquiridos.

33. A Área Técnica verificou que a Máxima Asset avaliou a possibilidade de investimento na Graça Aranha, além de precificar os ativos adquiridos, utilizando-se como base o relatório denominado “*Valuation Marsans*”, elaborado em 2011. Tal relatório teria sido, segundo a própria gestora, a base para justificar todos os investimentos efetuados pelo FIP Viaja Brasil.

34. Considerando as inconsistências apresentadas e a falta de cuidado na preparação do relatório “*Valuation Marsans*”, restou evidente para a SIN que suas conclusões se baseavam em informações contraditórias, atacando a credibilidade do documento.

35. A SIN verificou que não houve por parte da Máxima Asset o cuidado necessário ao analisar os números e premissas utilizadas no “*Valuation Marsans*”, notadamente os valores referentes às vendas da Expandir Participações para o ano de 2011, que serviram de base para a estimativa das receitas para os anos subsequentes e que foram utilizadas no cálculo do valor presente líquido da companhia. Tal falta de cuidado e zelo na análise e seleção do ativo adquirido foi o principal fator que acabou resultando na grande perda financeira enfrentada pelo FIP Viaja Brasil e, conseqüentemente, por seus cotistas.

36. A SIN ressaltou, ainda, que os valores apresentados no *Valuation Marsans*,

como, por exemplo, os de vendas brutas da Expandir Participações S/A, também não coincidiam ou não puderam ser confirmados com aqueles apresentados nas demonstrações financeiras auditadas de 2011 e 2012 existentes à época, o que reforçou ainda mais a falta de diligência verificada no caso por parte do gestor do fundo, na condição de responsável pela seleção do ativo e pelo administrador, na qualidade de fiscalizador das atividades exercidas pelo gestor.

37. A SIN destacou também que a avaliação do Grupo Marsans tinha como principal premissa o alto crescimento das operações de franquia. No entanto, apesar de a operação com franquias não ter apresentado resultados consideráveis em 2011 e 2012, o FIP Viaja Brasil continuou a investir em ações do Grupo Marsans até meados de 2013 sem que a Máxima Asset tivesse sequer efetuado uma necessária revisão do valor justo da companhia investida, e por consequência, dos valores unitários das ações inicialmente avaliadas.

38. A SIN entendeu que o gestor e o administrador daquele fundo, cada qual com suas responsabilidades fiduciárias perante seus cotistas e no dever de sempre atuar no melhor interesse deles, jamais poderiam admitir novos aportes sob o mesmo valor justo calculado quando dos primeiros investimentos, uma vez que aquelas premissas já haviam sido desmentidas pelos fatos, dentre as quais a decepcionante evolução da companhia investida nos primeiros anos após os investimentos iniciais.

39. De acordo com a SIN, o fato de o FIP Viaja Brasil e o FIP Máxima Private Equity realizarem investimentos em ativos da Graça Aranha, não elegíveis à aquisição por um fundo de investimento em participações, mesmo após a Máxima CCTVM ter sido alertada pelo auditor independente do FIP Viaja Brasil sobre a não disponibilização pela companhia investida das contas auditadas, reforçou, ainda mais, a falta de diligência e de cuidado da gestora e da administradora dos fundos.

40. Dessa forma, a SIN concluiu que a Máxima Asset, na qualidade de gestora do FIP Viaja BRASIL, infringiu o art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04, aplicável aos fundos de investimento em participações, por força de seu art. 119-A^[6], ao adquirir ações da Graça Aranha por um preço baseado no relatório de avaliação denominado “Valuation Marsans” sem qualquer cuidado na avaliação das premissas e dados nele utilizados, e pela recorrência da aquisição de tais ações ao longo de quase um ano sem qualquer reavaliação, mesmo após a frustração do plano de negócios original da investida, com grandes prejuízos aos cotistas do Fundo (que adquiriram um ativo superavaliado).

41. Em que pese a responsabilidade pela decisão de aquisição de ativos da Graça Aranha caber à gestora do Fundo, considerando a relevância do investimento, que representava a totalidade do patrimônio líquido do Fundo, a Máxima CCTVM, administradora do FIP Viaja Brasil, deveria ter adotado medidas mínimas para se certificar de que a gestora exercia suas atividades de forma diligente, o que, por consequência, poderia lhe dar o conforto ao menos de que a decisão teria sido embasada em informações seguras, confiáveis e corretas.

42. A SIN concluiu, portanto, que a Máxima CCTVM não foi diligente no cumprimento do seu dever de fidúcia para com os cotistas do fundo, descumprindo o art. 65-A, inciso I, e na fiscalização dos serviços prestados pelo gestor ao fundo, em afronta ao artigo 65, XV, ambos da Instrução CVM nº 409/04.

43. Além disso, por ter adquirido para a carteira do FIP Viaja Brasil novas ações da Graça Aranha, mesmo após ter conhecimento de que a companhia não havia divulgado suas demonstrações financeiras auditadas, caracterizando ativo não conforme com o disposto no art. 2º, inciso VI, § 4º Instrução CVM nº 391/2003, a Máxima CCTVM e a Máxima ASSET expuseram o fundo a riscos ainda maiores, reforçando o descumprimento de ambos ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409, aplicável aos FIPs por força de seu artigo 119-

A.

44. Adicionalmente, por ter permitido que o Banco Máxima adquirisse cotas do FIP Máxima Private Equity mediante integralização com debêntures da Graça Aranha em 27.06.2013, após ter conhecimento de que tal sociedade não havia divulgado suas demonstrações financeiras auditadas, a Máxima CCTVM permitiu a estruturação de um fundo de investimento em participações com ativos que não estavam em conformidade com o disposto no art. 2º, § 4º, inciso VI, da Instrução CVM nº 391/03.

45. Além disso, de acordo com o art. 7º, inciso II da Instrução CVM nº 306/99, a administração de carteiras de valores mobiliários fica sob a supervisão e responsabilidade direta do diretor responsável da instituição autorizada pela CVM a prestar tal serviço. Como comprovam telas do Sistema de Cadastro da CVM, a Máxima CCTVM e a Máxima Asset indicaram, à época dos fatos, respectivamente, Saul Sabbá e Cesar Trotte como seus diretores responsáveis pela administração de carteiras de valores mobiliários.

46. Desta forma, a SIN concluiu que diante da magnitude e relevância das decisões apuradas no âmbito dos FIPs, não havia como afastar a responsabilidade direta de Saul Sabbá e Cesar Trotte em relação aos fatos pois, na condição de diretores responsáveis pela administração de carteiras de valores mobiliários da MÁXIMA CCTVM e da MÁXIMA ASSET à época, também respondem pela infração ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04.

RESPONSABILIZAÇÃO

47. Diante de todo o exposto, a SIN propôs a responsabilização de:

- a. **Máxima CCTVM e Saul Sabbá**, por infração ao disposto nos artigos 65, inciso XV, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM nº 409/04; e
- b. **Máxima Asset e Cesar Trotte**, por infração ao disposto no art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04.

PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO

48. Devidamente intimados, os acusados apresentaram suas razões de defesa, bem como propostas de celebração de Termo de Compromisso.

49. Primeiramente, os proponentes Máxima CCTVM, Máxima Asset e Saul Sabbá requereram, conjuntamente, o reconhecimento da suficiência e da adequação do termo de compromisso celebrado entre a Anbima e os proponentes Máxima CCTVM e Máxima Asset, em virtude do convênio firmado entre a CVM e a entidade autorreguladora. Os proponentes afirmaram que *“no bojo de tal convênio está consignado expressamente o mútuo aproveitamento de Termos de Compromisso firmados ou penalidades aplicadas por ambas instituições, no exercício de seus poderes regulatórios”*.

50. O citado Termo de Compromisso firmado com a Anbima constou do pagamento total de R\$ 800 mil e do compromisso de parar a atividade de administração, gestão e distribuição de fundos de investimento em participações pelo período de 18 meses, além de cumprir diversas obrigações voltadas ao aprimoramento de seus procedimentos internos.

51. Alternativamente solicitaram que, caso não fosse reconhecida a suficiência do acordo firmado com a Anbima, fosse admitido firmar compromisso complementar com a

CVM nos seguintes termos: **Máxima CCTVM**, **Máxima Asset** e **Saul Sabbá** se comprometeram a pagar à CVM o valor total de **R\$ 1.000.000,00** (um milhão de reais), sendo cada um responsável, respectivamente, por **R\$ 350.000,00** (trezentos e cinquenta mil reais), **R\$ 350.000,00** (trezentos e cinquenta mil reais) e **R\$ 300.000,00** (trezentos mil reais).

52. Por sua vez, **Cesar Trotte** também requereu o reconhecimento da suficiência e adequação do mencionado Termo de Compromisso celebrado com a Anbima e caso o pedido não fosse aceito, apresentou proposta na qual propôs pagar à CVM o valor de **R\$ 200.000,00** (duzentos mil reais).

MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA - PFE

53. Em razão do disposto no art. 7º, §5º, da Deliberação CVM nº 390/01, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM apreciou os aspectos legais das propostas de Termo de Compromisso apresentadas, tendo concluído pela existência de óbice legal a sua celebração, em decorrência do descumprimento do disposto no art. 11, § 5º, inciso II, da Lei n.º 6.385/76 (parecer nº 00137/2017/GJU–2/PFE-CVM/PGF/AGU, e despachos nº 00174/2017/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00610/2017/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU).

54. Conforme a PFE/CVM, *“houve menção expressa, no termo de acusação, à ocorrência de prejuízos aos cotistas do fundo em decorrência da aquisição de ativos superavaliados. Ainda que o valor de tal prejuízo não tenha sido delimitado expressamente pela acusação, a apresentação de proposta que não tenha feito qualquer menção à indenização desses cotistas demonstra que não houve qualquer movimento por parte dos proponentes no sentido de atendimento do requisito legalmente estabelecido.”*

55. A PFE/CVM afirmou, ainda, que, *“por ter sido constatada a falta de cumprimento de requisito legal para a celebração do presente Termo, é irrelevante a celebração de termo de compromisso entre Máxima CCTVM e MÁXIMA ASSET com a ANBIMA, eis que nele, igualmente, não foi verificada a indenização dos cotistas do fundo que sofreram o prejuízo em comento.”*

NEGOCIAÇÃO DAS PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO

56. Em reunião realizada em 19.12.2017, o Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê”), conforme faculta o art. 8º, §4º, da Deliberação CVM nº 390/01, deliberou^[7] pela negociação da proposta de Termo de Compromisso.

57. Diante das características do caso concreto e da existência do óbice jurídico acima citado, o Comitê sugeriu aos Proponentes o aprimoramento de suas propostas, para assunção pecuniária, dos seguintes valores^[8]:

- a. R\$ 23.700.000,00 (vinte e três milhões e setecentos mil reais), em parcela única, com o objetivo de indenização dos prejuízos individualizados indicados no PAS, em benefício de pessoas jurídicas, cotistas do FIP Viaja Brasil; e
- b. R\$ 4.740.000,00 (quatro milhões e setecentos e quarenta mil reais), em parcela única, equivalente a 20% dos prejuízos individualizados indicados no item a) acima, em benefício do mercado de valores mobiliários, por intermédio de seu órgão regulador.

REUNIÃO COM OS REPRESENTANTES LEGAIS DOS PROPONENTES

58. Em 06.03.2018, foi realizada reunião entre os membros do Comitê e os Proponentes, por intermédio de seus representantes legais^[9].

59. Inicialmente, os representantes legais afirmaram que o caso era complexo, já que vários dos “Institutos de Previdência”, cotistas do FIP Viaja Brasil, já haviam ajuizado ações contra a Máxima CCTVM, além da existência de duas ações civis públicas ajuizadas.

60. Disseram, ainda, que os proponentes tinham a intenção de negociar com esses Institutos, para que pudessem dar fim às ações, e com o Ministério Público - MP, em razão das citadas ações civis públicas.

61. Os representantes legais indagaram sobre o procedimento adotado pelo Comitê em casos que envolviam investidores prejudicados com ações já ajuizadas, além do Ministério Público. Segundo os representantes, casos desta natureza necessitariam de um prazo maior para a negociação das propostas de Termo de Compromisso, visto que haveria a necessidade de um tempo maior para a negociação com os investidores prejudicados.

62. Ressaltaram, outrossim, que tinham a intenção de tentar um acordo global para extinção de todas as ações, que incluiria, também, os Institutos de Previdência que não haviam ajuizado ações.

63. Por sua vez, o Comitê informou que, considerando as metas estabelecidas pela Autarquia para finalização das negociações de Termos de Compromisso, naquele momento, o prazo restante para que o CTC tomasse alguma decisão a respeito das propostas apresentadas era diminuto, de apenas 13 dias.

64. Em resposta, os representantes legais afirmaram que o citado prazo não era suficiente para a tentativa de fechar um acordo com os Institutos de Previdência.

65. Diante disso, o Comitê entendeu que a intenção dos proponentes, de adotar medidas em relação à cobertura integral dos prejuízos, não se mostrou factível de se realizar no prazo existente naquele momento.

66. Ante o exposto, não tendo havido condição de aderência a sua contraproposta, que incluía a superação do óbice jurídico imposto pela PFE/CVM, o Comitê informou aos representantes legais que recomendaria ao Colegiado da CVM a rejeição das propostas de Termo de Compromisso.

DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

67. O art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01, com a redação dada pela Deliberação CVM nº 486/05, estabelece como critérios a serem considerados quando da apreciação da proposta de Termo de Compromisso, além da oportunidade e da conveniência em sua celebração, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto^[10].

68. Finalmente, em reunião realizada em 06.03.2018, o Comitê decidiu pela rejeição das propostas de Termo de Compromisso, tendo em vista que os proponentes não apresentaram nova proposta, não tendo, portanto, atendido aos termos da contraproposta do Comitê e tampouco superado o óbice jurídico manifestado pela PFE/CVM, qual seja, o de ressarcimento dos prejuízos individuais identificados na acusação.

CONCLUSÃO

69. Em face do acima exposto, o Comitê, em deliberação ocorrida em 06.03.2018^[11], decidiu propor ao Colegiado da CVM a **rejeição** das propostas de Termo de Compromisso apresentadas por **Máxima S.A. CCTVM, Máxima Asset Management Ltda., Saul Dutra Sabbá e Cesar Siqueira Trotte**.

[1] Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução:

(...)

XV – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

[2] Art. 65 –A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

[3] Holding das empresas que compõem o denominado Grupo Marsans.

[4] Agenciamento de viagens e turismo voltados para o segmento empresarial.

[5] operadora de turismo do Grupo Marsans com o maior faturamento entre as empresas do grupo.

[6] Art. 119-A. Esta Instrução aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos.

[7] Decisão tomada pelos membros titulares da SGE, SEP, SNC, SFI, GMA-1 (SMI) e a assistente técnico da SPS, Riva Karen Heskil Feldon.

[8] Deveriam ser pagos, em conjunto, por todos os proponentes do Termo de Compromisso e atualizados pelo IPCA.

[9] Participaram da reunião os membros titulares da SGE, SEP, SNC, SFI, SPS e GMA-1 (SMI), Thomas Gibello Gatti Magalhães, representante legal de Cesar Trotte e Maria Isabel do Prado Bocater e Fábio Lemos de Oliveira, representantes legais de Máxima CCTVM, Máxima Asset e Saul Sabbá.

[10] **Cesar Trotte** não consta como acusado em outros processos administrativos sancionadores instaurados pela CVM.

Saul Sabbá consta como acusado nos seguintes PAS instaurados pela CVM: **RJ1999/03171**: infração ao art. 34, inciso IV da Instrução CVM nº 215/94, Situação: transitado em julgado, Decisão: advertência; **RJ2001/01475**: infração aos incisos I, III, IV do art. 72, da Instrução CVM nº 302/99, Situação: transitado em julgado, Decisão: advertência; **TA/RJ2002/06738**: infração ao art. 12 da Instrução CVM nº 220/94, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **TA/SP2002/00397**: infração ao art. 12 da Instrução CVM nº 220/94, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **00029/2003**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79 e ao art. 14, incisos I e II, da Instrução 306/99, Situação: Firmado Termo de Compromisso; **00016/2005**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação:

transitado em julgado; Decisão: absolvição. **TA/RJ2005/08404**: infração aos artigos 52, I, e 57, VIII da Instrução CVM nº 302/99 e ao art. 14, IV, da Instrução CVM nº 306/99, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição. **00003/2006**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **00014/2006**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição.

Máxima Asset consta como acusada nos seguintes PAS instaurados pela CVM: **RJ2001/01475**: infração aos incisos I, III, IV do art. 72, da Instrução CVM nº 302/99, Situação: transitado em julgado, Decisão: advertência; **00029/2003**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79 e ao art. 14, incisos I e II, da Instrução 306/99, Situação: firmado Termo de Compromisso; **00014/2006**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição.

Máxima CCTVM consta como acusado nos seguintes PAS instaurados pela CVM: **RJ1997/01857**: infração ao art. 36, inciso II, alínea b da Instrução CVM nº 215/94, Situação: transitado em julgado, Decisão: advertência; **00006/1998**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **00024/1998**: infração ao art. 7º, §3º da Instrução CVM nº 33/84. Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **00028/1999**: infração ao art. 5º da Instrução CVM nº 220/94 e art. 12, item I da Resolução CMN nº 1655/89, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **RJ1999/03171**: infração ao art. 36, inciso II, alínea b da Instrução CVM nº 215/94, Situação: transitado em julgado, Decisão: multa; **00035/2000**: infração aos artigos 4º, inciso III e 5º, caput da Instrução CVM nº 220/94 e infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição para as infrações referentes à Instrução CVM nº 08/79 e advertência para a infração referente à Instrução CVM nº 220/94; **TA/SP2001/00395**: infração ao art. 3º da Instrução CVM nº 301/99, Situação: transitado em Julgado, Decisão: advertência; **RJ2003/01179**: infração ao art. 2º da Instrução CVM nº 303/99, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **00008/2004**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: aguardando julgamento no CRSFN (absolvição pelo Colegiado da CVM); **00016/2005**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **00003/2006**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: transitado em julgado, Decisão: absolvição; **00014/2006**: infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, Situação: transitado em julgado. Situação: absolvição

[11] Decisão tomada pelos titulares da SGE, SEP, SNC, SFI, SPS e GMA-1 (SMI).



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 03/05/2018, às 16:26, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Guilherme de Paula Aguiar, Superintendente**, em 03/05/2018, às 16:37, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 03/05/2018, às 17:07, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 03/05/2018, às 17:50, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Jose Carlos Bezerra, Superintendente**, em



03/05/2018, às 19:53, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Mario Lemos, Superintendente**, em 04/05/2018, às 12:02, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site

https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0506727** e o código CRC **E4EC43F3**.

This document's authenticity can be verified by accessing

*https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0506727** and the "Código CRC" **E4EC43F3**.*
