



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003200/2017-08

(RJ2017/2112)

Reg. Col. nº 1034/18

Acusados: Máxima Asset Management Ltda.
Máxima S.A. CCTVM
Cesar Siqueira Trotte
Saul Dutra Sabbá

Assunto: Apurar as responsabilidades de Máxima S.A. CCTVM, de Máxima Asset Management Ltda. e dos Srs. Saul Dutra Sabbá e Cesar Siqueira Trotte pelo descumprimento do disposto nos artigos 65, inciso XV, e 65-A, inciso I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004.

Diretor Relator: João Accioly

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO

1. Este Processo Administrativo Sancionador foi instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) em face de Máxima S.A. CCTVM (“Máxima Corretora”), de Máxima Asset Management Ltda. (“Máxima Asset”), de Saul Dutra Sabbá e Cesar Siqueira Trotte.
2. Máxima Corretora, na figura de administradora de fundos de investimento, e Saul Sabbá, diretor responsável pela atividade de administração da carteira de valores mobiliários,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

são acusados por falta de diligência, em infração ao disposto nos artigos 65, inciso XV¹, e 65-A, inciso I², ambos da Instrução CVM nº 409/2004.

3. Máxima Asset, na figura de gestora de fundos de investimento, e César Trotte, diretor responsável pela atividade de administração da carteira de valores mobiliários, são também acusados por falta de diligência, em infração ao artigo 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004.

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

5. Diante disso, em 28.11.2014, a CVM foi questionada sobre eventuais providências tomadas pela Autarquia. Assim, a SIN solicitou que a Superintendência de Fiscalização Externa (“SFI”) realizasse inspeção para apurar os fatos. Após a realização de diligências adicionais, a SIN ofereceu termo de acusação em face dos acusados³.

II. ACUSAÇÃO

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 Doc. nº 0288434 (versão definitiva do termo de acusação).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

6. Em junho de 2013, o FIP Máxima Private Equity III possuía patrimônio líquido de R\$16.650.989,21 e o do FIP Viaja Brasil totalizava R\$71.496.719,42⁴. Os mencionados FIPs se destinavam a realizar investimentos na Graça Aranha RJ Participações S/A (“Graça Aranha”).

7. O FIP Máxima Private Equity III, 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, holding das sociedades que compõem o denominado Grupo Marsans.

8. Por sua vez, o FIP Viaja Brasil, ao final de 2013, tinha como maioria de seus cotistas 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.

9. Em junho de 2014, o patrimônio líquido do FIP Viaja Brasil constava como zero no informe trimestral encaminhado à CVM e o patrimônio do FIP Máxima Private Equity III começou a sofrer reduções por provisões, chegando também a zero em dezembro do mesmo ano⁵.

10. À época de sua liquidação, o quadro de cotistas e de investimentos do FIP Viaja Brasil encontrava-se conforme abaixo:

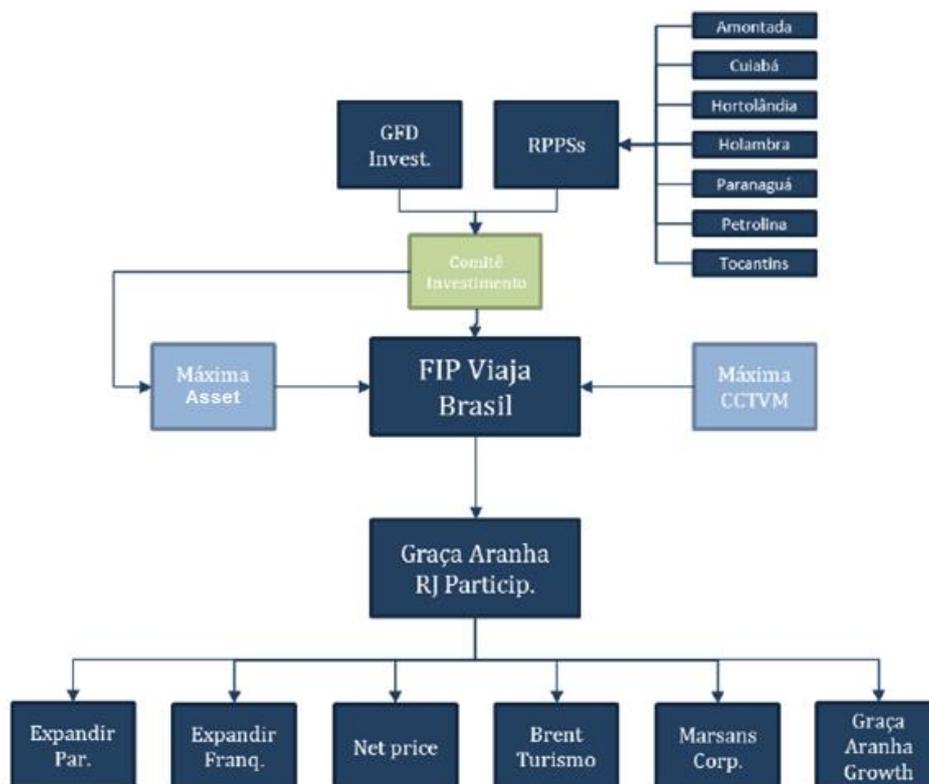
⁴ Docs. nº 0257430 e 0257431.

⁵ Docs. nº 0257432 e 0257433.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br



Nota:

- GFD Investimentos LTDA – controladora que detinha 100% das ações da Graça Aranha antes dos aportes de capital realizados pelo FIP Viaja Brasil. Posteriormente, todas as suas ações foram integralizadas no FIP Viaja Brasil, tornando-se cotista do fundo.
- Graça Aranha – Holding das empresas que compõem o Grupo Marsans, que recebeu os recursos do FIP Viaja Brasil e distribuiu para as empresas operacionais do Grupo;
- Expandir Participações – operadora de turismo do Grupo Marsans com o maior faturamento entre as empresas do grupo;
- Expandir Franquias – foi constituída com o objetivo de gerir e explorar franquias das lojas com a marca Marsans. Suas atividades foram mínimas no período;
- Net Price – criada com o objetivo de prestar serviços de intermediação inerentes às agências de viagens e turismo;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- Brent RJ Participações – criada para dedicação exclusiva em atividades de agência de viagens e turismo, inclusive a exploração de reservas on-line de hotéis. Não entrou em operação;
- Viagens Marsans Corporativo S.A. – agenciamento de viagens e turismo voltados para o segmento empresarial; e
- Graça Aranha Growth S/A - empresa de serviços de consultoria gerencial.

II.1 APURAÇÃO DOS FATOS PELA ÁREA TÉCNICA

11. Em 13.08.2012, o FIP Viaja Brasil adquiriu ações da Graça Aranha (Grupo Marsans) pelo valor de R\$10,20 por ação, totalizando R\$980.400,00.

12. Em 04.10.2012, a GFD Investimentos Ltda. (“GFD”), até então controladora da Graça Aranha, adquiriu cotas do FIP Viaja Brasil por meio da conversão da totalidade de sua participação na sociedade (5.000.000 de ações), em troca de cotas do Fundo, baseando-se no mesmo valor de R\$10,20 por ação. Com a aquisição da participação da GFD, o FIP Viaja Brasil se tornou detentor de 100% do capital da Graça Aranha. o FIP adquiriu ações da sociedade entre dezembro de 2012 e julho de 2013, sempre utilizando como preço o valor unitário de R\$ 10,20 por ação.

13. A fim de elucidar os fundamentos que embasaram as decisões de investimento do FIP Viaja Brasil na Graça Aranha, a SFI solicitou⁶ ao seu administrador e ao seu gestor que descrevessem 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.

⁶ Ofício CVM/SFI/GFE-1/Nº 005/15 (doc. nº 0257459).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

14. Em 09.02.2015, a Administradora respondeu 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”).

15. Após a análise dos documentos apresentados pela Administradora, a SFI destacou, entre outros, os seguintes pontos em seu Relatório de Inspeção⁷:

- 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, 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.
- d. Além da melhoria operacional de cada empresa que compunha o Grupo Marsans, a expansão da empresa por meio da Marsans Franquias contribuiu significativamente para o resultado final da avaliação. 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

⁷ Doc. nº 0257538.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

relatório de avaliação da Marsans, tal operação em seu quinto ano (2016) já corresponderia a 50% do caixa gerado pelo grupo.

16. Em resposta à nova solicitação de informações realizada pela SFI, a Máxima CCTVM declarou que⁸:

- 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”.*
- 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.”.*

17. 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”.*
- 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*

⁸ Docs. nº 0257468 e nº 0257436.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

bastante remota. Assim, o EBITDA considerado no ‘Valuation Marsans’ de 11,6% do faturamento total não demonstra alinhamento com a performance que a empresa vinha apresentando e não poderia ser lançado com o simples pagamento das dívidas bancárias e as poucas alterações no modelo operacional mencionadas naquele estudo”.

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

19. Sobre a divulgação das informações contábeis, a Máxima CCTVM esclareceu que⁹:

- a. Em 18.04.2013, o FIP 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 26.04.2013, 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 (...)”.*
- 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 28.06.2013. 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.

⁹ Doc. nº 0257436.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

20. Segundo a Acusação, apesar do teor do relato acima, 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, baseado no documento “*Valuation Marsans*” por meio do qual o mencionado valor foi calculado cerca de dois anos antes (2011).

21. O FIP Máxima Private Equity III também teria adquirido debêntures simples de emissão da Graça Aranha em 27.06.2013, pelo menos dois meses após a própria Administradora ter convocado assembleia de cotistas do FIP Viaja Brasil para discutir a não apresentação das demonstrações financeiras do Grupo Graça Aranha, por ela mesma considerada como grave.

22. A Acusação destaca que a Instrução CVM nº 391/2003, vigente à época dos fatos, 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 (artigo 2º, VI, § 4º) e, portanto, os ativos adquiridos não eram elegíveis a integrar a carteira dos mencionados FIPs.

23. 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 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;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- b. Para a Expandir Participações, um EBITDA de R\$6,2 milhões em 2012, enquanto 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 as demonstrações financeiras auditadas apresentaram resultado operacional de somente R\$15.836,00 no mesmo período.
24. De acordo com a SIN, “se no momento dos investimentos subsequentes nessas companhias as premissas do *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”.
25. Em manifestação de 20.12.2016, a Máxima CCTVM, a Máxima Asset e Saul Sabbá, alegaram, entre outras coisas¹⁰, que:
- a. *“Equivocadamente, o REI (Relatório de Inspeção elaborado pela SFI) 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,*

¹⁰ Doc. nº 0257494.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

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 pelos autores mais proeminentes sobre o tema, restando claro que os resultados obtidos são frutos de estimações de fluxos de caixas futuros (...).”*
- 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 alega 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 seus argumentos na validação da metodologia de avaliação por meio do uso dos fluxos de caixa futuros.

27. Segundo 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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Métrica Consultoria que, em seu parecer, afirmou de forma genérica que as premissas eram “conservadoras” sem demonstrar as bases para a 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*”¹¹, 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”.*

¹¹ Doc. nº 0257482.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

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 número 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. Por fim, a SIN concluiu 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.

31. A Acusação também aponta o depoimento da ex-contadora da GFD investimentos e da Graça Aranha, em 30.06.2015. A profissional afirma que as informações contábeis da Graça Aranha, a partir do segundo semestre de 2012, nunca foram divulgadas, uma vez que não concordava com os números apresentados. Afirma que os números criados com o fim de suportar a valoração da participação adquirida pela GFD Investimentos na Graça Aranha por R\$51.000.000,00, quando do seu ingresso como cotista do FIP Viaja Brasil, eram fictícios. Adicionou também que as informações financeiras não seriam divulgadas por ela antes que houvesse uma perícia contábil que respaldasse os valores apresentados¹².

¹² A Acusação apresenta no termo de acusação a transcrição de parte do depoimento: “*O que aconteceu foi o seguinte: eu não concordava com os números, eles criaram números muito fictícios e daí eu me recusei a soltar as Demonstrações ... Eu propus a eles que então eles me entregassem, eu contrataria pessoal, faria uma revisão de toda a contabilidade das subsidiárias, depois que eu fizesse essa revisão... eu, a minha equipe, daí eu faria um balanço da Graça Aranha com as equivalências patrimoniais, aí eu soltava e aí eles não aceitaram*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

III. DEFESA

Máxima Corretora, Máxima Asset e Saul Sabbá

32. Máxima Corretora, Máxima Asset e Saul Sabbá, em defesa conjunta, alegam, preliminarmente, que foi celebrado com a ANBIMA, no âmbito do Procedimento para Apuração de Irregularidades nº 01/2014 (“PAI nº 01/2014”), termo de compromisso que teve por objeto as operações relacionadas ao FIP Viaja Brasil e ao FIP Máxima Private Equity III. O mencionado compromisso de 19.02.2015 assumido por Máxima Corretora e Máxima Asset envolveu o pagamento de R\$800 mil, o cumprimento de obrigações de aprimoramento de seus procedimentos internos e a suspensão das atividades de administração, gestão e distribuição de fundos de investimento em participações pelo período de 18 meses.

33. A defesa requer “*o integral reconhecimento e aproveitamento do termo de compromisso*”, tendo em vista o convênio celebrado por CVM e ANBIMA¹³ em 20.08.2008 sobre aplicação de penalidades e celebração de termos de compromisso.

34. No mérito, a defesa questiona o argumento da Acusação de que o relatório Valuation Marsans seria inadequado. Afirma que o contexto à época dos fatos foi marcado pela alta expectativa quanto aos ativos no Brasil, especificamente no setor do turismo e que o Grupo Marsans “*possuía uma boa geração de caixa, mas, entretanto, seria necessário um aporte de capital nas empresas que o integravam, com o objetivo de reduzir o seu endividamento, bem como um reposicionamento na forma de atuação dessas empresas*”.

35. A defesa alega que o Valuation Marsans foi elaborado com base nas melhores práticas do mercado, lastreada em extensos estudos, contemplando:

- a. A estrutura societária e informações contábeis e gerenciais de importância, tais como fluxo de caixa, EBITDA, volume de vendas.

¹³ À época da celebração do acordo, a denominação da Anbima era ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- b. Um histórico completo das atividades das empresas nos três anos anteriores, com toda a relação de receita, endividamento, custos operacionais, volume de venda e resultados econômicos, dentre vários outros indicadores.
 - c. Todo o projeto de reestruturação das empresas, contendo detalhamento para o seu soerguimento.
 - d. Análise do mercado turístico, com objetivo de identificar as demandas e conduzir o oferecimento de produtos mais rentáveis.
36. A defesa alega que *“não faria qualquer sentido sobreavaliar o único ativo a ser objeto de investimento do fundo, o que frustraria a expectativa do recebimento da taxa de performance”*.
37. Defende que a avaliação do investimento deveria contemplar o ingresso de recursos na Graça Aranha e a Acusação incorreu em erro ao se pautar exclusivamente em resultado pretérito para elaboração de uma avaliação econômica, tendo em vista que a totalidade do investimento planejado pelo FIP Viaja Brasil seria aportado por subscrição primária de ações. Adicionalmente, argumenta a acusação que a própria ICVM nº 400/03, que trata de distribuição pública de ações permite a realização de captação por companhias em constituição ou em fase pré-operacional, exigindo-se que se faça um estudo de viabilidade econômico-financeira, por meio da utilização de projeções.
38. A defesa alega que o Valuation Marsans teve sua qualidade atestada pelo Parecer Métrica e que a Acusação cometeu equívocos na análise dos mencionados documentos, pois, por exemplo, utilizou a informação de que o valor das vendas brutas era apenas de R\$44.556.602,00, e, no entanto, o valor base seria maior¹⁴.
39. Afirma que o UBS AG – Corporate Advisory Group Latin America (“UBS”), de Miami, foi contratado, à época, pelo Grupo Marsans para fazer uma avaliação econômica de forma a possibilitar a alienação do Grupo Marsans Brasil. Afirma que o estudo foi elaborado em

¹⁴ “ Doc. nº 0362148.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

fevereiro de 2010 (um ano antes da elaboração do Valuation Marsans) e, embora tenham tomado conhecimento do referido documento apenas recentemente, verificaram que diversos pontos seriam coincidentes com os utilizados no Valuation Marsans e no Parecer Métrica. No mesmo sentido, o estudo elaborado pela UBS foi, inclusive, mais otimista que a Valuation Marsans, permitindo a presunção de que foi adequadamente elaborado.

40. A defesa alega que a Acusação utilizou trecho isolado do depoimento da M.P., ex-contadora da GFD Investimentos, pois ela atestou que não participou da elaboração do Valuation Marsans e que foram utilizadas informações adquiridas diretamente das sociedades operacionais, especialmente porque a GFD era uma mera holding. Nesse aspecto, a defesa frisa que o contador da Graça Aranha (T.B.), ao responder a mesma pergunta, afirmou que forneceu números reais da venda, dos fornecedores e da dívida, tendo sido com base nessas informações que a Máxima elaborou o Valuation Marsans. Além disso, argumenta que o depoimento da mencionada profissional deveria ser desconsiderado, já que ela foi denunciada criminalmente e teria interesse na causa (proprietária de empresa que contratou empréstimo não adimplido junto ao Banco Máxima).

41. A defesa também destaca que um fundo de investimento de participação é um veículo de investimento “*destinado exclusivamente a investidores qualificados (...), não sendo facultado ao público geral realizar tal investimento, tendo em vista os riscos inerentes a esse tipo de transação*”. Assim, o FIP seria geralmente “*criado e oferecido ao mercado como um veículo para investir em uma ou mais empresas, nos quais, geralmente os investidores interessados celebram compromissos de investimento de forma a justificar o dispêndio de recursos por parte do gestor para a identificação de empresas que se adequem à política de investimento*”.

42. Especificamente em relação ao FIP Viaja Brasil, alega que ele foi estruturado de forma a permitir que “*investidores pudessem realizar o aporte de recursos no ativo identificado (...) como Grupo Marsans Brasil*”. Dessa forma, haveria o aporte de recursos na *holding*, por meio do FIP Viaja Brasil, com intuito de subscrever e integralizar ações de emissão da Graça Aranha.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ou seja, em síntese, não se tratava de um investimento em FIP que iria selecionar os ativos, mas em um investimento no Grupo Marsans Brasil, feito, indiretamente, por meio do veículo de investimento FIP Viaja Brasil. Dessa forma, o fundo em questão ter subscrito as ações da Graça Aranha logo após a integralização das suas cotas não seria uma coincidência, mas sim o atendimento à finalidade que originou a criação do próprio FIP Viaja Brasil.

43. Afirma que *“todos os investidores profissionais, antes mesmo de aportarem recursos, estudaram o ativo alvo – Grupo Marsans Brasil”*.

44. Defende que a primeira subscrição do FIP Viaja Brasil ocorreu em maio de 2012, por parte de um dos cotistas, por meio de três boletins de subscrição (cada um no valor de R\$10.000.000,00), sendo que o primeiro foi integralizado em agosto de 2012 e os outros dois seriam integralizados nos dois meses subsequentes, totalizando, assim, o valor de R\$30.000.000,00, em linha com os termos do Valuation Marsans.

45. Destaca também que, *“é essencial notar que o valor do compromisso firmado por meio dos boletins de subscrição (...) alcançava 75% do capital necessário para a reestruturação da Marsans. A primeira subscrição de R\$ 10.000.000,00 realizada (...) foi integralizada, deixando de realizar o aporte de R\$ 20.000.000,00. Os demais aportes foram realizados por outros investidores qualificados até meados de 2013”*.

46. A defesa afirma que a Administradora e a Gestora cumpriram o dever de diligência, sendo evidências os fatos de (i) procuraram *“empresa de recrutamento de primeira linha para um processo independente de seleção de dois administradores profissionais”* que integrariam a administração do Grupo Marsans, bem como no aprimoramento de suas práticas de governança corporativa; e (ii) *“somente após a seleção de profissionais de mercado que a Máxima Asset possibilitou a colocação das cotas do FIP Viaja Brasil, o que se fez nos termos do regulamento do FIP”*.

47. Além disso, alegam que *“adotaram todas as providências cabíveis para assegurar a observância dos requisitos de boas práticas de governança exigidas pelo disposto no art. 2º, §4º, da ICVM 391/03 antes mesmo da efetivação do primeiro aporte de recursos na Graça*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Aranha foi realizado”, tais como: (i) auditoria anual por auditores independentes (artigo 18, j, Estatuto Social); (ii) proibição de emissão de partes beneficiárias e da circulação desses títulos (artigo 5º, §4º, Estatuto Social); (iii) mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração (artigo 11, Estatuto Social); e (iv) adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários (artigo 31, Estatuto Social)”.

48. Especificamente, no que diz respeito a adoção de práticas de governança e auditoria dos demonstrativos financeiros a defesa alega que *“a Graça Aranha sempre teve como prática de governança a auditoria independente de suas demonstrações contábeis, tendo, inclusive, auditor independente contratado para tanto”*. De maneira concreta na realização do primeiro aporte *“os demonstrativos financeiros referentes ao exercício de 2011 foram devidamente auditados pela Walter Heuter Auditores Independentes”*. Argumenta que o fato de uma companhia não apresentar demonstrativos financeiros auditados tempestivamente, não necessariamente implica que ela não adota tal prática: inúmeras companhias já deixaram de divulgar os demonstrativos financeiros tempestivamente pelas mais diversas razões.

49. A obrigação da Máxima CCTVM ou da Máxima Asset, como administradora e gestora, respectivamente, consistiria em adotar as medidas cabíveis para exigir que tal prática de governança fosse devidamente implementada. Esse objetivo, assim conforme expõe a defesa, foi devidamente perseguido, fato comprovado pela simples contratação da Crowe Horwath / Horwath Bendoraytes Alzemann & Cia para auditar demonstrações da FIP Viaja Brasil.

50. Em 18.04.2013, a Crowe Horwath Auditores informou a Máxima CCTVM e a Máxima Asset que estavam tentando iniciar os trabalhos há mais de 60 dias, mas que, até aquele momento, a Graça Aranha não havia disponibilizado seus documentos contábeis (tampouco de suas controladas) o que impossibilitava o prosseguimento da auditoria. Diante disso, a Máxima CCTVM convocou uma reunião com o comitê de investimentos do FIP, tendo sido convidados também os administradores da Graça Aranha, a fim de prestarem esclarecimentos acerca da ausência da disponibilização das informações financeiras. Tal reunião ocorreu em 26.04.2013, ocasião na qual os representantes da Graça Aranha apresentaram os dados financeiros aos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

membros do comitê, que estes estipulou prazo de 25 dias para a efetiva disponibilização à Crowe Horwath Auditores.

51. O comitê de investimento teria outorgado prazo para entrega das informações financeiras de 2012. Assim, conforme disposto no art. 6º, XIV, do regulamento do FIP Viaja Brasil, apenas caberia ao administrador e gestor o que foi determinado pelo referido comitê de investimento. Nesse cenário, foram promovidos os últimos aportes datados de 17.05.2013 e 24.07.2013, que eram esperados por parte do FIP Viaja Brasil. Destaca a defesa que “*a Máxima Asset e a Máxima CCTVM adotaram as medidas que estavam ao seu alcance para que fossem levantados os demonstrativos financeiros*”.

52. A defesa ressalta também que “*segundo o artigo 30, IV, V e IX, do Regulamento do FIP Viaja Brasil, competiria ao Comitê de Investimentos deliberar sobre questões relevantes, a adoção de medidas judiciais e extrajudiciais, bem como deliberar acerca dos votos a serem proferidos nas assembleias gerais, por óbvio, inclusive, no que se refere à destituição dos administradores ou aprovar a escolha dos novos administradores*”. Por consequência, o administrador ou gestor não poderia usurpar a Competência do Comitê de Investimentos, que, no caso em questão, preferiu exigir o cumprimento das obrigações do que “*a peremptória substituição dos administradores*”. Entretanto, apesar da insistência por parte do Comitê, a defesa alega que os representantes legais da companhia não honraram o compromisso assumido e não disponibilizaram os documentos na data acordada, o que motivou a Máxima CCTVM a enviar em 15.07.2013 uma notificação extrajudicial exigindo sua disponibilização dentro de 24 horas. A notificada apenas ignorou a exigência da Administradora.

53. A defesa sustenta que a inviabilidade de obter acesso, pela Máxima CCTVM, das contas auditadas da Graça Aranha foi um dos fatores que resultaram na renúncia das atividades de administração do FIP Viaja Brasil. Complementa afirmando que, “*a falta de apresentação dos demonstrativos é exclusivamente imputável aos diretores da Graça Aranha conforme amplamente demonstrado pelos documentos apresentados pelos Defendentes no âmbito da fiscalização feita por essa Autarquia*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

54. A defesa argumenta pela “*absoluta desnecessidade de reavaliação da Graça Aranha*”, pois a primeira avaliação feita já considerava o cenário referente a 2011, já que o período transcorrido entre o primeiro e o segundo aportes, respectivamente em 13.08.2012 e 24.07.2013, na empresa investida foi de apenas 11 meses, “*não sendo cabível a realização da reavaliação de investimentos em prazo inferior a um ano*”. Nesse aspecto, destaca que a CPC 01 (R1)¹⁵ que trata da “*Redução ao Valor Recuperável dos Ativos*” (*Impairment*), dispõe que tal teste deve ser realizado anualmente, por ser descabida a reavaliação em prazo inferior a um ano.

55. Adicionalmente, afirma em relação aos FIPs, que, “*por se tratar de investimentos em maturação, a eventual “realização” do investimento, naquele período, em muitos fundos, sequer era realizada anualmente, sendo certo que a ICVM nº 391/2003, vigente à época, facultava que o regulamento dispusesse sobre a metodologia de avaliação para sua contabilização*”.

56. Além disso, no dia 04.10.2012, a GFD integralizou a totalidade de sua participação detida na Graça Aranha no FIP Viaja Brasil, colocando o Fundo em questão como controlador absoluto do Grupo Marsans Brasil, ao se tornar detentor de 100% das ações da Graça Aranha. Assim sendo, “*a eventual reavaliação – descabida em período tão exíguo -, não resultaria em um aumento no percentual de participação do FIP Viaja Brasil na Graça Aranha, já que o fundo era o seu único acionista*”. A reavaliação do preço unitário das ações quando da subscrição de ações da Graça Aranha pelo FIP Viaja Brasil não teria o condão de alterar o percentual de participação do fundo.

57. Complementa sustentando que o próprio atraso na divulgação dos demonstrativos financeiros “*era de amplo conhecimento dos cotistas, comitê de investidores e do público investidor, já que na divulgação das informações financeiras – ou sua ausência – é pública*”.

¹⁵ Aprovada pela Deliberação CVM nº 639/2001.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

58. Em relação à afirmativa da Acusação de que o Máxima Private Equity III teria adquirido as debêntures simples de emissão da Graça Aranha dois meses após a Máxima CCTVM ter convocado assembleia de cotistas do FIP Viaja Brasil para discutir a situação por ela mesmo considerada grave, e de que tais ativos não eram elegíveis a integrar fundo de investimento de participações, a defesa sustenta que que a Máxima CCTVM e a Máxima Asset não adquiririam as debêntures em questão. O Banco Máxima teria subscrito as debêntures em 07.07.2011 e 05.08.2011, e, posteriormente, na criação do Máxima Private Equity III, o Banco Máxima, único cotista, teria subscrito todas as cotas e as integralizado com as debêntures conversíveis de emissão da Graça Aranha em 27.06.2013.

59. Também seria incorreto afirmar que Fundo Máxima Private Equity III adquiriu títulos em desconformidade com a previsão legal, uma vez que seria claro nos títulos aportados no fundo em questão a cláusula de conversibilidade destes em ações da Emissora, título este apto a ser adquirido ou aportado em um FIP conforme previsto no art. 2º da Instrução CVM 391/2003.

60. Assim, conclui a defesa expondo que: *“a Máxima Private Equity III era um fundo que tinha como único cotista o Banco Máxima e que foi criado em virtude de uma reorganização contábil dos títulos já emitidos, no qual a Máxima Private Equity III, por meio da Máxima CCTVM seria responsável pela adoção de medidas cabíveis em face da Graça Aranha, sendo aportado em seu patrimônio títulos em conformidade com as disposições vigentes e seu regulamento”*.

CESAR TROTTE

61. Cesar Trotte apresentou defesa, que deve *“ser entendida como suplementar à defesa promovida pela Máxima”*.

62. Especificamente no que diz respeito à sua atuação como diretor da Máxima Asset, afirma que ocupou o cargo durante o período de 01.12.2008 até 03.09.2013 e que, tendo em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

vista as políticas de segregação das atividades praticadas dentro da Gestora, a atuação de Cesar se restringia à administração e à gestão de clientes na modalidade de renda fixa. Assim, *“todas as operações de fundos estruturados, como o caso em tela, eram realizadas por setor especializado da Máxima, de modo a promover a segregação das atividades exigidas”*.

63. Ressalta que a Máxima adotava tal segregação de modo a proteger os interesses de seus clientes e investidores. A defesa destaca que, *“corroborando o entendimento da obscuridade da ICVM 306/1999 e a correlação de único responsável pelas atividades de administrador de carteiras de valores mobiliários, esta autarquia editou a Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, revogando os termos da ICVM 306/1999 e elencando efetivamente os demais responsáveis pelas atividades de administração fiduciária”*.

64. Nesse sentido, requereu oitiva de determinada testemunha que poderia *“atestar a função de Cesar como gestor alocado na função de renda fixa, assim como de que a Máxima Asset mantinha um departamento de estruturação responsável pelos fundos estruturados, realizando a estruturação e acompanhamento dos fundos objeto da presente acusação”*.

65. Assim, mesmo expressando o entendimento de que as acusações são improcedentes, argumenta que as operações elencadas na acusação eram operações realizadas pelo departamento de estruturação da Máxima e em nada se correlacionavam com as atividades de gestão de ativos de renda fixa promovidos por Cesar Trotte.

IV. PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO E DESIGNAÇÃO DE RELATOR

66. Os acusados apresentaram propostas de celebração de termo de compromisso.

67. Primeiramente, os proponentes Máxima CCTVM, Máxima Asset e Saul Sabbá requereram, conjuntamente, o reconhecimento da suficiência e da adequação do termo de compromisso celebrado com a Anbima. Subsidiariamente 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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

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).

68. 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 de pagar à CVM o valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).

69. 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, por não contemplarem indenização dos cotistas¹⁶.

70. Em reunião de 22.05.2018, o Colegiado, acompanhando o entendimento do Comitê de Termo de Compromisso, deliberou rejeitar a proposta de termo de compromisso apresentada.

V. CONCESSÃO DE PRAZO PARA JUNTADA DE DOCUMENTOS E PEDIDO DE PRODUÇÃO DE PROVAS

71. Em 09.06.2020, foi proferido despacho¹⁷ pelo ex-diretor Gustavo Gonzalez por meio do qual foi concedido prazo para que os acusados, querendo, obtivessem junto à ANBIMA a íntegra dos autos do PAI nº 01/2014 e demais documentos relacionados e os apresentassem à CVM. Os documentos foram posteriormente juntados ao presente processo¹⁸.

¹⁶ Doc. nº 0400708.

¹⁷ Doc. nº 1032483

¹⁸ Doc. nº 1082874 a 1083002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

72. Na mesma ocasião, o pedido de oitiva de testemunha apresentado por Cesar Trotte foi indeferido.

73. Em 24.05.2022, fui sorteado relator deste processo¹⁹.

Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2023.

João Accioly

Diretor Relator

¹⁹ Doc. nº 1510363.