



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003200/2017-08

Reg. Col. 1034/18

Acusados: Máxima Asset Management Ltda.
Máxima S.A. C.C.T.V.M.
Cesar Siqueira Trotte
Saul Dutra Sabbá

Assunto: Apurar responsabilidades por infrações ao disposto no art. 65, inciso XV, e art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004.

Relator: Diretor João Accioly

Voto: Diretora Flávia Perlingeiro

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Faço referência ao voto proferido pelo ilustre Diretor Relator João Accioly, para, respeitosamente, divergir, em parte, de suas razões e conclusões no que se refere à responsabilização dos Acusados¹, no âmbito deste processo administrativo sancionador (“PAS”), instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN” ou “Acusação”), notadamente em relação à irregularidade apontada no Termo de Acusação (“TA”) quanto à administração e à gestão do Máxima Private Equity III Fundo de Investimentos em Participações (“FIP Máxima”).

2. Como bem descrito pelo Relator, este PAS trata da apuração de responsabilidades de (i) Máxima Asset Management Ltda. (“Máxima Asset” ou Gestora”) e seu diretor responsável, Cesar Siqueira Trotte, por violação ao art. 65-A, I², da Instrução CVM (“ICVM”) nº 409/2004, então vigente; e (ii) Máxima S.A. C.C.T.V.M. (“Máxima Corretora” ou “Administradora”) e seu diretor responsável, Saul Dutra Sabbá, por violação ao art. 65, XV³, e art. 65-A, I, da ICVM nº 409/2004.

3. Tais infrações restaram configuradas pela falta de diligência dos Acusados e, ainda, pela inobservância do dever de fiscalização da atuação da Gestora pela Administradora e seu diretor responsável, no exercício de suas respectivas atividades, no âmbito do FIP Máxima e do Viaja Brasil

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados nesta manifestação de voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no voto do Relator ou no respectivo relatório.

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; (...) (grifei).

³ 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.



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

www.cvm.gov.br

Fundo de Investimentos em Participações (“FIP Viaja Brasil”), regidos, à época dos fatos, pela ICVM nº 391/2003, e, subsidiariamente, pela ICVM nº 409/2004, por força do disposto em seu art. 119-A⁴.

4. O Diretor Relator reconheceu a inobservância do disposto na regulamentação da CVM quanto a investimentos feitos pelos referidos fundos em valores mobiliários de emissão de companhia fechada que já não contava mais com auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM, tanto no âmbito do FIP Viaja Brasil, quanto do FIP Máxima. Entretanto, votou pela condenação dos Acusados apenas no que concerne ao FIP Viaja Brasil.

5. No que tange ao FIP Máxima, considerando que o investimento teria sido feito em tais circunstâncias com a concordância do seu único cotista, o Banco Máxima S.A., investidor profissional integrante do mesmo grupo econômico da Administradora e da Gestora, o Relator entendeu ser impropriedade a acusação, pois, em apertada síntese, a conduta dos Acusados não teria importado em violação ao dever de diligência, já que *“o que tal dever protege é a relação fiduciária, não a diligência dos agentes no mercado considerada como um valor abstrato, definido em si e por si mesmo”*.

6. Para o Relator: *“Não faz sentido falar de quebra de relação de confiança de uma pessoa com si própria, exatamente por não existirem núcleos diferentes de vontade e interesse. Não é possível existir tensão quando fiduciante e fiduciário são a mesma pessoa. Da mesma forma, não faz sentido falar de quebra do dever de diligência para com alguém organizado em função dos mesmos interesses econômicos que o pretense infrator”*.

7. Nessa linha, o Diretor Relator concluiu que o *“fato é típico, pois houve a integralização na forma descrita pela Acusação e ela se enquadra semanticamente no dispositivo em questão. Ocorre que, tendo em vista a inocorrência de quebra de fé, não vejo violação ao bem jurídico tutelado por essa norma específica”*.

8. Não compartilho, contudo, da visão do Relator.

9. Consoante apontado no próprio TA, o FIP Máxima era, de fato, detido exclusivamente pelo Banco Máxima S.A., o qual teria suportado toda a perda financeira do fundo, cancelado perante a CVM em 31.10.2014, perda essa que correspondeu a 100% do investimento feito pelo fundo em debêntures de emissão da Graça Aranha RJ Participações S.A. (“Graça Aranha”), subscritas em 27.06.2013, com remuneração a taxa de 135% do CDI e vencimento em 06.07.2015 (“Debêntures”).

10. Quanto ao FIP Máxima, restou demonstrado que o investimento nas Debêntures foi realizado mesmo após a Administradora já ter sido alertada, pelos auditores independentes do fundo, sobre a não disponibilização, pela Graça Aranha, de demonstrações financeiras (“DFs”) anuais auditadas,

⁴ 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.



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

www.cvm.gov.br

tratando-se, assim, de ativos não elegíveis à aquisição pelo fundo, à luz do disposto no art. 2º, §4º, VI, da ICVM nº 391/2003, a evidenciar a falta de diligência e cuidado da Administradora e da Gestora. Com efeito, como destacado no TA:

“Desta forma, resta claro que o PRIVATE EQUITY [Fundo Máxima], tendo a MÁXIMA CCTVM como Administradora e a MÁXIMA ASSET como gestora, adquiriu as referidas 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, (...) da 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.”⁵

11. As defesas não refutaram o fato de inexistirem, na ocasião, DFs anuais auditadas da Graça Aranha, mas apenas sustentaram que havia legítima expectativa de que essas viriam a ser posteriormente apresentadas e que, após a quebra dessa expectativa, a Administradora enviou à companhia notificação extrajudicial exigindo a disponibilização das informações.

12. O FIP Máxima foi administrado pela Máxima Corretora e gerido pela Máxima Asset por todo o período analisado no TA. Tanto a Gestora quanto a Administradora já tinham, antes da realização do investimento, conhecimento de que não haviam sido divulgadas DFs anuais auditadas da companhia emissora das Debêntures. A Gestora é responsável pelo investimento irregular e a Administradora reconheceu que o fundo havia sido estruturado para realizar tal investimento, que subsistiu ao arrepio da regulamentação.

13. Restaram, assim, a meu juízo, incontroversas a materialidade e a autoria da referida infração, que não se desconfiguram pelo fato de ter se tratado de fundo exclusivo, detido por investidor profissional, integrante do mesmo grupo econômico da Administradora e da Gestora, tampouco por ter sido a perda financeira arcada pelo referido cotista único.

14. A meu ver, a interpretação dada pelo Relator ao alcance do dever de cuidado e diligência do administradores e dos gestores de fundos de investimento, consoante previstos na regulamentação editada pela CVM, parece restringir demasiadamente a aplicabilidade de um dos mais basilares *standards* gerais de conduta dos referidos prestadores de serviço e promover, em certa medida, um regime que ampararia, em diversas situações, a irresponsabilidade para administradores e gestores de fundos exclusivos de investidores profissionais.

15. A propósito, entendo que o bem tutelado pela norma é ainda mais amplo que a confiança depositada pelo cotista nos administradores e gestores fiduciários, pois o próprio ordenamento jurídico se ampara na confiança de que tais prestadores de serviço estarão obrigados a exercer suas

⁵ Item 36 do TA (Doc. 0256863).



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

www.cvm.gov.br

atividades de modo diligente e cuidadoso, o que não abarca a proposital inobservância (ainda que eventualmente consentida) de vedações expressas previstas na regulamentação aplicável.

16. Tal regra de conduta também não está associada diretamente à proteção do fundo contra perdas financeiras nem a restrições a riscos que podem ser legitimamente incorridos. Releva destacar que as obrigações dos prestadores de serviço dos fundos são de meio, não de resultado, como já reconheciam os precedentes da CVM e, posteriormente, passou a estar, inclusive, positivado em lei⁶.

17. Assim, entendo que o bem juridicamente tutelado não está restrito à relação de fidúcia que se estabelece entre o investidor, em específico, e o administrador e o gestor dos recursos investidos no fundo. Tais normas de conduta – incluindo o dever de diligência – não são expressão de valores abstratos, definidos em si e por si mesmos, mas padrões gerais de conduta exigidos dos referidos prestadores de serviço, a fim de zelar pela integridade das operações realizadas pelos fundos de investimento e, com isso, da própria indústria de fundos e do mercado de valores mobiliários.

18. Além disso, também não me parece pertinente tratar o Banco Máxima (no caso, investidor cotista único do fundo) e as demais instituições (no caso, prestadoras de serviço do fundo), ainda que integrantes do mesmo conglomerado financeiro, como uma “única pessoa” ou assim equiparada. A formulação desconsidera, inclusive, as diferentes posições em que se encontram frente às normas que regulam o mercado, mesmo que se pudesse reconhecer, no caso, a ausência de desalinhamento de interesses econômicos. Nesse contexto, cabe ressaltar que ainda que, por hipótese, pudesse ser do interesse de um dado investidor profissional realizar operação vedada pelas normas aplicáveis (o que considero apenas em prol do debate, pois sequer há elementos nos autos a indicar que houvesse por parte do cotista exclusivo a intenção de frustrar a observância da regra), aos prestadores de serviço regulados interessa (e cabe) zelar pela observância das referidas normas, inclusive como *gatekeepers* que são, mantendo-se, assim, a salvo de sanções administrativas, e isso independentemente de pertencerem ou não ao mesmo grupo econômico da instituição investidora.

19. Em acréscimo, note-se que o Banco Máxima, se fosse o caso, poderia ter optado por realizar operação de crédito no mercado bancário, sujeitando-se às respectivas regras aplicáveis, mas elegeu – e não cabe aqui especular as razões para tanto – realizar o investimento por meio de um FIP exclusivo, estruturado para deter o investimento nas Debêntures, ingressando, assim, na esfera do mercado de capitais e sujeitando-se às normas da CVM.

20. Ainda, em relação aos usualmente chamados “descontos regulatórios” aplicáveis a investidores profissionais ou a fundos exclusivos restritos, vale destacar que são as próprias normas

⁶ Nesse sentido, dispõe o art. 1.368-D, § 2º, do Código Civil: “A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços”, com redação da pela Lei nº 13.874, de 20.09.2019.



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

www.cvm.gov.br

da CVM que expressamente afastam a incidência de certas regras a tais investidores ou veículos ou que, em alguma medida, preveem adaptações específicas para tais casos; e não aqueles responsáveis pelo seu fiel cumprimento.

21. Ademais, não há discricionariedade do administrador nem do gestor de FIP, tampouco espaço para composição privada com o investidor profissional cotista único de fundo exclusivo, quanto a vedações cogentes, impostas pelos normativos da CVM, como a de que tais fundos não podem investir em companhias fechadas que não contem, no mínimo, com as práticas de governança e de transparência requeridas pela regulamentação aplicável, incluindo, no caso, a auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM. Trata-se de questões diretamente relacionadas à observância de obrigações fixadas nas regras aplicáveis e não há margem de discricionariedade para decidir quanto ao cumprimento de tais obrigações, assim como não há ressalva a que os deveres de conduta possam ser observados à margem de tal cumprimento.

22. A propósito, destaco trecho do bem lançado voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez no PAS CVM RJ2016/295⁷, que também envolveu investidor profissional cotista de fundo exclusivo:

36. A opção por se utilizar de instrumentos regulamentados pela CVM atrai a competência da Autarquia e limita, em certa medida, a liberdade dos particulares, que não podem, de acordo com a sua conveniência, e ainda que de comum acordo, estabelecer figuras que, embora constituídas sob o manto de determinada regulamentação, não a observam na integralidade. Por vezes, as regras da CVM conferem flexibilidade aos particulares para, dentro de um determinado espectro, definir um regime mais adequado aos seus objetivos. Existe, contudo, uma série de regras cogentes, que por definição não podem ser afastadas por escolha dos agentes.

23. Voltando ao caso concreto, não há dúvida de que o cotista exclusivo, investidor profissional, estava enquadrado em uma categoria especial de investidores, de conhecimento sofisticado, que lhe permitia inclusive assumir maiores riscos. De todo modo, como dito, nada há nisso que possa amparar um regime de irresponsabilidade em relação aos prestadores de serviço do Fundo Máxima, mesmo que integrantes do mesmo grupo econômico e conglomerado financeiro do cotista único.

24. Além disso, as irregularidades apontadas em relação à administração e à gestão do FIP Viaja Brasil e do FIP Máxima, não obstante inseridas num mesmo pano de fundo, constituíram condutas autônomas, cabendo, portanto, a aplicação de penalidades em separado, ainda que os dispositivos infringidos sejam os mesmos em relação aos respectivos infratores.

25. A evidenciar a gravidade em tese das condutas, vale repisar que, consoante disposição expressa da ICVM nº 409/2004 (art. 117, XIII), então vigente, a não observância, pelo administrador

⁷ Julgado em 07.05.2019.



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

www.cvm.gov.br

ou pelo gestor do fundo, dos deveres de conduta de que trata o art. 65-A constitui infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976.

26. Quanto à gravidade em concreto, além do contexto detalhado no TA e das considerações trazidas pelo Diretor Relator em relação à dosimetria quanto às penas aplicadas em relação às irregularidades praticadas pelos Acusados no âmbito do FIP Viaja Brasil, considero, em relação às praticadas quanto ao referido investimento do FIP Máxima, como circunstância atenuante, que o cotista único, que suportou a integralidade das perdas financeiras sofridas pelo referido fundo, integrava o mesmo grupo econômico dos prestadores de serviço do fundo, não havendo, como ocorreu em relação ao FIP Viaja Brasil, cotistas RPPS (de Regimes Próprios de Previdência Social) de estados e municípios.

27. Pelo exposto, (i) acompanho a conclusão do voto do Diretor Relator quanto às penalidades de multas pecuniárias, nos valores referidos em seu voto, em relação às irregularidades no âmbito do FIP Viaja Brasil; e (ii) voto pela aplicação de multas pecuniárias nos valores a seguir indicados quanto às irregularidades praticadas no âmbito do FIP Máxima, que apresento abaixo, em consolidação.

28. Assim, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976 e à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, voto pela **condenação** de:

- i. **Máxima S.A. C.C.T.V.M.**, à pena de
 - a) multa pecuniária no valor de **R\$ 200.000,00** (duzentos mil reais), por falta de diligência na administração do FIP Viaja Brasil e falha na fiscalização da Gestora, em infração aos arts. 65, XV, e 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004; e
 - b) multa pecuniária no valor de **R\$ 150.000,00** (cento e cinquenta mil reais), por falta de diligência na administração do FIP Máxima e falha na fiscalização da Gestora, em infração aos arts. 65, XV, e 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004;
- ii. **Máxima Asset Management Ltda.**, à pena de
 - a) multa pecuniária no valor de **R\$ 200.000,00** (duzentos mil reais), por falta de diligência na gestão do FIP Viaja Brasil, em infração ao disposto no art. 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004; e
 - b) multa pecuniária no valor de **R\$ 150.000,00** (cento e cinquenta mil reais), por falta de diligência na gestão do FIP Máxima, em infração ao disposto no art. 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/04;



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

www.cvm.gov.br

- iii. **Saul Dutra Sabbá**, na qualidade de diretor responsável pela Máxima Corretora, à pena de:
- a) multa pecuniária no valor de **R\$ 100.000,00** (cem mil reais), por falta de diligência na administração do FIP Viaja Brasil e falha na fiscalização da Gestora, em infração aos arts. 65, XV, e 65-A, I, da Instrução CVM n° 409/2004; e
 - b) multa pecuniária no valor de **R\$ 75.000,00** (setenta e cinco mil reais), por falta de diligência na administração do FIP Máxima e falha na fiscalização da Gestora, em infração aos arts. 65, XV, e 65-A, I, da Instrução CVM n° 409/2004;
- iv. **Cesar Siqueira Trotte**, na qualidade de diretor responsável pela Máxima Asset, à pena de:
- a) multa pecuniária no valor de **R\$ 100.000,00** (cem mil reais), por falta de diligência na gestão do FIP Viaja Brasil, em infração ao disposto no art. 65-A, I, da Instrução CVM n° 409/2004; e
 - b) multa pecuniária no valor de **R\$ 75.000,00** (setenta e cinco mil reais), por falta de diligência na gestão do FIP Máxima, em infração ao disposto no art. 65-A, I, da Instrução CVM n° 409/04.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora