



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 responsabilidades 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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Este processo visa a apurar a responsabilidade da Administradora¹ e da Gestora dos fundos de investimento FIP Viaja Brasil e FIP Máxima Private Equity III, bem como de seus respectivos diretores responsáveis, por falta de diligência no exercício de suas atividades.

2. A acusação funda-se nos seguintes argumentos: **(i)** a avaliação do valor da empresa investida pelos fundos, Graça Aranha (Grupo Marsans), teria sido mal realizada; **(ii)** houve continuidade de investimentos realizados pelo FIP Viaja Brasil em ações da companhia ao mesmo preço unitário sem a reavaliação do valor da empresa, apesar de haver, à época dos fatos, evidências de que as projeções contidas no estudo de avaliação do valor da empresa não

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



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

se realizaram; **(iii)** os investimentos na Graça Aranha continuaram, por ambos os fundos, mesmo após notificação de que a auditoria externa não teve acesso às informações contábeis da empresa investida, contrariando o disposto no art. 2º, § 4º, inciso VI, da Instrução CVM nº 391/03.

3. O voto está dividido em seções que tratam, nesta ordem: **(i)** das imputações relacionadas ao FIP Viaja Brasil; **(ii)** das imputações relacionadas ao FIP Máxima Private Equity III; **(iii)** da responsabilidade dos diretores; e, por fim, **(iv)** da possibilidade de aproveitamento do termo de compromisso celebrado entre, de um lado, Máxima Corretora e Máxima Asset e, do outro, a Anbima.

II. Mérito

FIP Viaja Brasil

II.1 Realização de avaliação do valor justo de empresa sem o devido cuidado

4. O primeiro argumento utilizado pela Acusação é o de que a Gestora adquiriu ações da Graça Aranha em nome do FIP Viaja Brasil com base em avaliação de preço mal realizada. A acusação aponta em relação ao relatório Valuation Marsans, usado para determinar o preço:

Suas conclusões se baseavam em informações contraditórias, atacando de morte a credibilidade do documento, e tornaria por si apenas digna de desconfiança a realização do fluxo de caixa e retorno do investimento tal como previstos no documento.

Não houve por parte da Máxima Asset o cuidado necessário ao analisar os números e premissas utilizadas no 'Valuation Marsans', notadamente nos 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.



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

5. Trata-se, portanto, de suposta inobservância do dever de diligência relacionado à tomada de decisões negociais.

6. Em casos em que se discute a diligência de gestores de recursos de terceiros em decisões de investimento, esta CVM tem aplicado a teoria do *business judgment rule*², originalmente desenvolvida para casos envolvendo decisões negociais tomadas por administradores de companhias. Nessa aplicação, as decisões de investimento são analisadas a partir do processo que culminou na decisão, não devendo avançar em exame de mérito, quando elas tenham sido decisões tomadas de modo informado, refletido e desinteressado, sem que se tente decidir, em análise posterior, o que deveria ter sido a decisão do gestor.

7. Em obra doutrinária³, João Pedro Nascimento expõe sucinta e cristalinamente a relevância da *business judgment rule*:

A lógica da Regra do Julgamento do Negócio consiste em reconhecer que a autoridade jurisdicional não deve rever o mérito das decisões negociais tomadas pela administração, a fim de encorajar os administradores a servir à companhia, de forma equilibrada, porém, assumindo riscos inerentes à atividade empresarial.

A possibilidade de revisão de atos de gestão pelo Poder Judiciário aumenta significativamente a exposição dos administradores a riscos, podendo fazer com que estes deixem de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas, apenas para evitar eventual responsabilidade aplicada na revisão jurisdicional posterior.

8. O que o autor diz sobre o sistema judicial no trecho acima aplica-se integralmente aos julgamentos desta CVM, assim como não há nenhuma distinção relevante entre companhias e fundos de investimento quanto à matéria em questão.

² PAS CVM nº RJ2005/1443, Dir. Rel. Pedro Olívia Marcílio de Sousa, j. em 10.05.2006.

³ *Temas de Direito Empresarial*. São Paulo, Quartier Latin, 2022. Pág. 213.



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

9. Quando se avalia a diligência, o foco da discussão é o procedimento. O mérito de uma decisão deve ser analisado quando há indício de má-fé, fraude ou ainda interesses em rota de conflito, para verificar se há efetivo conflito (i.e., benefício dependente de prejuízo ao destinatário do dever fiduciário). Portanto, prévia ou concomitantemente à análise procedimental pode-se verificar se existem indícios desses problemas que previnem a aplicação da regra da decisão negocial. No caso em quadro, como a acusação foi formulada, há apenas alegada infração ao dever de diligência.

10. Aplicando a teoria da decisão negocial, entendo que a Acusação não demonstrou falha no procedimento de tomada de decisão original, i.e., quanto à decisão inicial de investimento nos negócios do Grupo Marsans.

11. Os argumentos da acusação recaem sobre o preço de ativo financeiro avaliado pela Gestora e, portanto, sobre o mérito da decisão de investimento. Aponta supostas falhas no que se refere às premissas utilizadas nas projeções realizadas, afirmando, por exemplo, **(i)** que o valor de vendas brutas no ano de 2011 atribuível à Expandir seria de cerca de R\$44 milhões e o valor total das vendas consolidadas do Grupo Marsans seria “algo em torno de R\$79 milhões”, **(ii)** que os dados de 2011 foram utilizados como base para projetar as receitas para os anos de 2012 a 2016, e **(iii)** que o valor de vendas brutas de 2011 considerado para a avaliação do valor da empresa investida foi muito superior⁴.

12. Contudo, a conclusão sobre o preço avaliado pela Gestora baseou-se em estimativas de resultados futuros trazidos a valor presente, principalmente advindos de novas linhas de negócio do Grupo Marsans que seriam implementadas exatamente com os investimentos do FIP Viaja Brasil. O relatório “Valuation Marsans” indicou de maneira expressa que o valor atribuído como justo se baseou na premissa de que haveria mudanças significativas nos rumos do negócio, tais como **(i)** o uso dos recursos aportados para quitar as dívidas da sociedade, **(ii)** abertura de novas lojas por meio de franquias e **(iii)** início de nova linha de negócio por meio de “parceria operacional com o Banco Máxima” que consistiria no serviço de compra e venda

⁴ Item 53 do termo de acusação. 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
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

de moeda estrangeira. As projeções referentes a essas mudanças nos negócios do Grupo Marsans foram realizadas e detalhadas no relatório⁵.

13. A própria Acusação reconhece que “a avaliação do Grupo Marsans tinha como principal premissa o alto crescimento das operações de franquia”.⁶ Portanto, a controvérsia sobre o resultado financeiro dos períodos anteriores, principalmente em relação à margem EBITDA (seria negativa, segundo a Acusação), é dispensável. Dado que as projeções de resultados financeiros se basearam principalmente na reestruturação, então pendente de implementação, dos negócios do Grupo Marsans, é justificável que as premissas se tenham apoiado mais em estimativas de analistas do que na extrapolação de resultados pretéritos.

14. Aliás, mesmo essa análise empreendida no parágrafo imediatamente anterior – dizer que é mais correta a previsão baseada em perspectivas futuras do que aquela baseada num passado, à luz de alterações substanciais que o novo investimento iria permitir – parece-me a rigor exame do mérito da decisão, em alguma medida. Não que se chegue ao ponto de aprofundar a análise dos gestores, mas ainda assim é um juízo do mérito de como decidiram os tomadores de decisão, pois a opção por projeções de um tipo ao invés de outro é parte do juízo negocial. É preciso cautela para traçar a linha de onde termina o juízo sobre a “adequação da informação” (a fim de verificar se foi uma decisão “informada”) e onde começa a zona de discricionariedade empresarial ou negocial – o “business judgment” propriamente dito. Na medida em que se entenda ser pertinente para o direito brasileiro adotar essa regra na aferição de responsabilidades dos fiduciários, parece-me de um lado proveitoso reconhecer que não se trata de uma completa abstenção do exame do mérito da decisão, e de outro lado, necessário manter-se a análise o mais afastada possível daquilo que se refira a emitir um juízo, enquanto julgador, sobre o juízo de *gestão* que o fiduciário fez na hipótese sob exame.

15. A avaliação concluiu que o valor do Grupo Marsans seria de R\$133,77 milhões, acima, portanto, do valor pactuado de R\$120 milhões, o que no entender dos gestores seria

⁵ Doc. 0257482.

⁶ 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
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

conservador do ponto de vista do investimento e, *ex ante*, benéfico ao FIP Viaja Brasil. Parece-me plausível, mas, novamente, este ponto é importante ser também destacado como análise de mérito. E se o valor da avaliação fosse igual ao pactuado? Reconheço como plausível, mas entendo que a rigor, em observância à *business judgment rule*, a postura do julgador deve ser a de desconsiderar esse elemento para fins de verificação da regularidade da conduta. É simples afirmar que se aplica a regra quando o mérito da decisão, *ex ante*, permite uma concordância fácil do julgador com o critério adotado por quem a tomou no caso concreto; o teste de fogo da aplicação da BJR é quando o mérito da decisão negocial afronta a percepção de quem a julga, como algo contraintuitivo ou arriscado, e ainda assim se julga por não imputar responsabilidade pelo mérito do que a decisão negocial estabeleceu.

16. Ante o exposto, entendo que a acusação não demonstrou ter havido falhas no processo de avaliação inicial do investimento. Não há evidências de negligência que sugiram que a decisão, na origem, não tenha sido adequadamente informada ou refletida, de modo que não é o caso de concordar ou discordar das projeções utilizadas, especialmente para aplicar punições. A título de julgamento completo da matéria que me foi submetida, considero que as projeções utilizadas constituíram um parâmetro razoável para que a decisão de investir na empresa no primeiro momento tenha sido, além de informada e refletida, adequada diante das informações disponíveis (ainda que este último ponto represente exame do mérito).

II.2 Continuidade de investimentos sem reavaliação do valor justo das ações da empresa investida

17. O segundo argumento da acusação é de que, apesar de a operação com franqueadas não ter apresentado resultados consideráveis em 2011 e 2012, o FIP Viaja Brasil continuou a investir no Grupo Marsans até meados de 2013, sem necessária revisão do valor justo da companhia investida. Segundo a acusação, os acusados “*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: a decepcionante evolução da companhia investida nos primeiros anos após os investimentos iniciais*”.



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

18. Vale detalhar que a avaliação realizada em novembro de 2011 foi utilizada para o início das atividades do FIP Viaja Brasil, o que aconteceu somente no ano seguinte quando ocorreu subscrição pelo primeiro cotista do fundo em 15.05.2012⁷, seguida de subscrição realizada por outro cotista em 12.09.2012. Em 04.10.2012, a GFD, até então controladora da Graça Aranha, adquiriu cotas do fundo por meio da conversão da totalidade de sua participação em troca de cotas. Com a conversão realizada pela GFD, o FIP Viaja Brasil passou a ser titular de 100% das ações da Graça Aranha.

19. Portanto, se por um lado é correta a afirmação da defesa de que os investimentos realizados pelo fundo no Grupo Marsans a partir dessa data não modificariam o percentual de participação do FIP Viaja Brasil na Graça Aranha, por outro, a entrada de novos cotistas no fundo após modificação substancial do valor da empresa investida implicaria a transferência de riqueza entre cotistas. Se o valor fosse deliberadamente superdimensionado no momento da entrada de novos cotistas, essa entrada representaria um enriquecimento sem causa dos cotistas anteriores, que seriam menos diluídos do que seria correto. É consistente, portanto, a lógica da acusação neste ponto.

20. A consistência acusatória vai além. A Acusação traz uma série de elementos que os Defendentes deveriam ter interpretado como sinais de alerta, de modo que para justificar sua decisão de investir recursos adicionais no projeto teriam que ter apresentado evidências de medidas voltadas a formar seu juízo negocial.

21. Note-se que, caso aqui se tratasse de uma acusação que indicasse elementos de quebra do dever de *lealdade*, por exemplo indícios de que os gestores deliberadamente superavaliaram a empresa para auferir benefícios próprios ou para terceiros, estaríamos diante de um caso que requereria adentrar-se o mérito dessa avaliação. Nessa hipótese, havendo superavaliação de má-fé e entrada de novos investidores (ou a rigor qualquer aporte em proporção distinta da inicial), poderia estar configurada a tipificação da conduta sob outros ilícitos, como tratamento

⁷ O Regulamento do FIP Viaja Brasil (Doc. 0257501) determinava: *Artigo 15. Independentemente do valor do Patrimônio Previsto, mediante simples deliberação do Administrador, as atividades do Fundo poderão ter início a partir da subscrição de Quotas que somem a quantia mínima de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais).*



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

não equitativo ou violação do dever de lealdade. Aqui, porém, a Acusação é de quebra do dever de diligência e os elementos indicam ter sido a decisão *inicial* suficientemente informada e refletida, mas a diligência não me parece ter sido mantida ao manter-se a mesma opinião sem análises novas e mais extensas da empresa. Essa ausência de escrutínio adicional caracteriza não ter sido *informada* a decisão. Isto, porque diante dos alertas que as circunstâncias apresentavam – com destaque para a notificação da Auditoria Externa de que não tinham tido acesso às demonstrações contábeis da investida – manter o mesmo juízo sobre a oportunidade de retorno financeiro seria até possível, mas desde que sustentada por exames adicionais.

22. A Acusação destaca também que haveria uma grande incompatibilidade entre as premissas adotadas na avaliação do investimento em novembro de 2011 e os resultados posteriores. Dentre outras evidências, se destacariam as declarações da ex-contadora da Graça Aranha de que “os números criados a fim de suportar a valoração da Graça Aranha em R\$51.000.000,00, quando da entrada da GFD como cotista do FIP Viaja Brasil (04.10.2012), eram muito fictícios”.⁸

23. É verdade que, como aponta a Defesa, a Instrução CVM nº 391/2003, vigente à época dos fatos e que regulamentava os fundos de investimento em participações, deixava ao crivo do regulamento do fundo as normas referentes à elaboração das suas demonstrações contábeis⁹, e, no caso do FIP Viaja Brasil, o regulamento¹⁰ não previa a atualização ou reavaliação dos ativos do fundo. Somente em 30.08.2016, por meio da Instrução CVM nº 579, tornou-se expressamente exigido que a avaliação contábil dos investimentos do fundo deve basear-se no valor justo a ser aferido no momento de sua mensuração, entendido como a data do reconhecimento inicial, de apresentação das demonstrações contábeis (anuais) ou aquela em que informações sobre o patrimônio do fundo são divulgadas ao mercado¹¹. A Instrução 391

⁸ Doc. 0256863.

⁹ Artigo 29. *As normas aplicáveis à elaboração das demonstrações contábeis do fundo devem estar previstas no regulamento do fundo, aplicando-se subsidiariamente, e naquilo que não dispuser em contrário, a Instrução CVM Nº 305, de 05 de maio de 1999. Parágrafo único. As demonstrações contábeis do fundo, elaboradas ao final de cada exercício, deverão ser auditadas por auditor independente registrado na CVM.*

¹⁰ Doc. nº 0257501.

¹¹ Artigo 3º *Os investimentos em entidades controladas, coligadas e em empreendimentos controlados em conjunto, detidos por fundos de investimento que sejam qualificados como entidades de investimento, devem ser*



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

deixa claro que a regra nova deve ser aplicada prospectivamente e reconhece a possibilidade de utilização de outros critérios de avaliação da empresa investida do estipulado antes de sua vigência¹². No caso do FIP Viaja Brasil, esse critério era o custo de aquisição.

24. Não havendo obrigação expressa de reavaliação, este argumento da Acusação merece aprofundamento. Deveres fiduciários, como é o caso do dever de diligência, são o que deve guiar a tomada de decisão diante da ausência de previsão específica entre os investidores e os gestores (em sentido amplo). Nada dissesse o regulamento ou a regulação a respeito, seria de se discutir se a conduta recomendada pelos deveres fiduciários seria a de promover nova avaliação, e seria em tese possível que determinadas circunstâncias indicassem que havia o dever de promover uma reavaliação. Porém, havendo previsão específica a respeito, em princípio se esgota a discussão sobre dever fiduciário: trata-se de dever específico, que seria violado em caso de a previsão ser de obrigação de reavaliação, e não seria violado em caso de a previsão ser pela não obrigação dessa reavaliação. E é essencialmente essa a linha argumentativa da Defesa: havia previsão específica, e a conduta dos Defendentes teria sido, portanto, compatível com ela. Realmente, não haveria irregularidade neste ponto, por si só, caso o único problema fosse a falta de atualização mais frequente.

25. Ocorre que não foi exatamente esse o problema, mas sim o de que essa falta de reavaliação se deu diante dos sonoros e luminosos sinais de alerta que tornaram a situação excepcional e, portanto, incompatível com o cenário geral de normalidade ao qual as regras previstas se referiam, como a de desnecessidade de reavaliação do ativo. E a excepcionalidade aqui não é algo etéreo ou subjetivo: como a apresentação de demonstrações financeiras é uma

avaliados a valor justo, em conformidade com as normas contábeis que tratam de reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros e de mensuração do valor justo. § 1º O valor justo dos investimentos deve refletir as condições de mercado no momento de sua mensuração, entendido como a data do reconhecimento inicial, de apresentação das demonstrações contábeis ou aquela em que informações sobre o patrimônio do fundo são divulgadas ao mercado.

¹² *Artigo 26. Esta Instrução deve ser aplicada prospectivamente, sendo vedada a apresentação de período comparativo na adoção inicial desta Instrução. § 1º O disposto no caput se aplica exclusivamente aos fundos que adotem critério de avaliação para as companhias investidas distinto daquele estipulado nesta Instrução. § 2º É obrigatória a apresentação, em nota explicativa específica, das principais mudanças ocorridas nas práticas contábeis e dos ajustes efetuados nos saldos de abertura do início do período de adoção inicial desta Instrução, bem como a devida conciliação entre o patrimônio líquido anterior e o atual.*



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

regra expressa, ela faz parte do conjunto de circunstâncias que compõem o mínimo para se considerar a normalidade da vida de uma companhia investida por um FIP. Algo tão fora de padrão como isto é claramente excepcional.

26. Dada a excepcionalidade desse cenário, a inexigibilidade expressa de reavaliação dá lugar - de maneira análoga e por fundamentos econômicos equivalentes à cláusula *rebus sic stantibus* – a uma situação para a qual não havia previsão específica, campo de incidência dos deveres fiduciários.

27. Faça estas considerações para que não se extraia deste precedente, como regra geral e excessivamente ampla, um dever genérico de atuar de maneira “mais fiduciária” do que o definido ou aceito expressamente por todos os envolvidos em seu “contrato” (e.g., regulamento de fundo ou estatuto de companhia); isto seria fonte de insegurança jurídica e consequente ineficiência econômica decorrente do excesso de cautela por quem tem por ofício tomar riscos calculados. É necessário verificar se eventual previsão específica realmente se aplica ao caso, ou se circunstâncias excepcionais estão presentes de modo a revelar a incompletude contratual e sua necessária integração pelos deveres fiduciários.

II.3 Realização de investimentos após a comunicação de falta de auditoria externa

28. A acusação destaca também que foram realizados investimentos pelo FIP Viaja Brasil, mesmo após a Máxima Corretora ter sido alertada pelo auditor independente do fundo, em 18.04.2013, sobre a não disponibilização pela Graça Aranha das informações e documentos solicitados, o que tornava as ações da empresa investida não elegíveis à aquisição por fundos de investimento em participações.

29. Diante da falta de auditoria anual das demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM, como é da prática de mercado, a realização de novos investimentos pelo FIP Viaja Brasil em ações de emissão da Graça Aranha não era condizente com o artigo 2º, §4º, VI da Instrução CVM nº 391/2003:



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

Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração. (...)

§4º As companhias fechadas referidas no caput deverão seguir as seguintes práticas de governança: (...)

VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

30. Ainda assim, novos negócios continuaram a ser realizados. Por exemplo, em 17.05.2013, um dos cotistas aportou R\$3 milhões no fundo, sendo que no mesmo dia os recursos foram investidos pela Gestora em ações da companhia.

31. Particularmente, entendo que a falta de divulgação de informações contábeis, por si, não deveria limitar a escolha de investimentos por parte de administradores e gestores. É um elemento que compõe o juízo geral que se faz sobre a decisão de investimento, mas não deveria representar uma restrição absoluta. Contudo, essa falta é um sinal de alerta que não pode ser ignorado. É possível que uma companhia sem demonstrações regulares se apresente como boa oportunidade de investimento? Sim. Mas para se chegar a tal juízo, ainda mais com a restrição expressa, é necessário demonstrar com clareza que procedimentos suficientes foram tomados para que a decisão de investir nessa situação tenha sido informada e refletida. No mínimo seria preciso investigar as causas da falta de demonstrações, e não há evidências de atuação nesse sentido.



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

32. Em 28.06.2013 a Máxima Asset renunciou das funções de gestão do fundo¹³.
33. A Administradora permaneceu por mais tempo. Além da falha em impedir o ato de gestão de 17.05.2013, foi admitido novo cotista em 23.07.2013, que aportou R\$1,7 milhões¹⁴ no fundo, e já no dia seguinte R\$1,55 milhões foram investidos pelo fundo na Graça Aranha.¹⁵
34. Conforme artigo 14, V, da ICVM 391, a Administradora estava também obrigada a elaborar, junto com as demonstrações contábeis semestrais e anuais, parecer a respeito das operações e resultados do fundo, incluindo a declaração de que foram obedecidas as disposições da Instrução.
35. A renúncia da Máxima Corretora da função de administradora ocorreu em 21.03.2014.
36. Entendo que ficou comprovado, em relação à Máxima Asset e à Máxima Corretora, a inobservância do dever previsto no artigo 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004, em função dos aportes realizados em desacordo com o artigo 2º, §4º, VI da ICVM 391. Como já afirmei anteriormente, essa falta de demonstrações financeiras deveria ter determinado medidas adicionais para a tomada de decisão de realizar novos investimentos, sem as quais não há como considerar a decisão adequadamente informada para fins de aplicabilidade de *business judgment rule*.
37. Não incidindo a regra da decisão negocial, cabe avaliar o mérito da decisão. Considerando especialmente que as previsões que justificaram o investimento inicial já se haviam revelado equivocadas, fazer novos aportes sem estudos e discussões com rigor suficiente para se inteirarem os tomadores de decisão sobre o que vinha acontecendo, no montante em que foi feito, parece-me efetivamente faltoso com os deveres, pelo que entendo caracterizada esta infração.

¹³ Fl. 15 do Doc. nº 0362162.

¹⁴ Utilizo o plural para números entre um e dois deliberadamente, por entender que o singular deveria ser aplicado apenas à unidade. Parece-me mais coerente com a ideia de singularidade e pluralidade que esta inclua o que é maior que um, não apenas o que é igual ou maior que dois.

¹⁵ Doc. 0256863. Tabela 1.



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

FIP Máxima Private Equity III

II.4 Realização de investimentos após a comunicação de falta de auditoria externa

38. O FIP Máxima Private Equity III foi administrado pela Máxima Corretora por todo o período analisado e tinha como cotista exclusivo o Banco Máxima S.A.

39. A Acusação afirma que “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”, uma vez que o Banco Máxima integralizou suas cotas em 27/06/2013 com debêntures emitidas pela Graça Aranha, após a Administradora ter conhecimento da falta de divulgação de demonstrações financeiras auditadas.

40. Como exposto, caracteriza infração, por violação ao dispositivo citado, o administrador de fundos de investimento aceitar no momento da integralização de cotas do fundo a utilização de debêntures emitidas por companhia fechada cujas demonstrações contábeis carecessem de auditoria anual por auditores independentes.

41. Contudo, como o Banco Máxima S.A. é o único cotista e é parte do conglomerado de que fazem parte a Gestora e a Administradora, entendo que a conduta dos Acusados não importou em violação de dever fiduciário.

42. A infração sob exame é a de desrespeito ao dever de diligência. Este é um dos deveres fiduciários, isto é, o tipo de dever para o qual aqueles que exercem gestão (em sentido amplo) sobre patrimônio de terceiros devem atentar exatamente por estarem nessa condição. O próprio termo “fiduciário” pressupõe que o que se protege é uma determinada relação de confiança. Quanto ao dever de diligência, o laço de confiança é de que o gestor de recursos de terceiros não exercerá suas funções de forma negligente.

43. Sendo assim, em regra, caracterizada negligência, caracteriza-se também a própria infração. Entretanto, 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. A infração



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

consiste em quebrar a confiança característica da fidúcia, não em ser negligente com o próprio patrimônio. Se assim fosse, haveria norma vedando agir de forma negligente também na persecução de interesses próprios.

44. Não faz sentido falar de quebra de relação de confiança de uma pessoa com ela 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.

45. Aqui faço uma ressalva. Quando digo acima interesses *próprios*, ou confiança *em si própria*, emprego as expressões em sentido bastante restrito, substancial ou econômico, e não formal ou jurídico. Não é porque, digamos, um fundo é formalmente exclusivo, que sua concordância com determinado ato de gestão e administração implique necessariamente afastamento de qualquer violação a deveres fiduciários. Se o cotista único for uma entidade com titulares do patrimônio distintos de quem a representa – uma entidade de previdência complementar, por exemplo – ainda remanescem os deveres fiduciários no nível do fundo exclusivo, ao menos na medida em que seja possível verificar se o processo de formação de vontade do cotista único foi substancialmente adequado ou se há evidências de desvios por parte de quem atua em seu nome. Como já escrevi em outra oportunidade¹⁶:

[...]trato brevemente das considerações sobre o papel da gestora e da administradora em situações nas quais os investidores tomam as decisões por si próprios. Deveres fiduciários são, no plano da realidade econômica, aquilo que guia a orientação dos tomadores de decisão de patrimônio alheio exatamente pela impossibilidade de os titulares do patrimônio poderem fazê-lo por si só. Pudessem definir tudo o que será feito em todas as situações, não haveria dever fiduciário, mas apenas execução de ordens. E em fundos de investimento, tipicamente os prestadores de serviço decidem

¹⁶ Declaração de voto no PAS 19957.001921/2020-71, relatado por Marcelo Barbosa, julgamento iniciado em 12.07.2022 quando pedi vistas, e concluído em 08.11.2022.



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

*aquilo que os investidores não têm condição de decidir diretamente – seja por falta de conhecimento técnico, por falta de recursos para poder dedicar-se às decisões, ou mesmo por falta de interesse no plano subjetivo. Por isso os deveres fiduciários são definidos de maneira ampla – em suma, agir no interesse do titular do patrimônio, e como se o próprio titular estivesse agindo. **Ora, se o próprio dono age, nem mesmo remanesce o dever fiduciário: a instrução é direta e o dever do encarregado é uma obrigação simples, não um dever fiduciário.** Como dito pela defesa da [Acusada], então, não cabia a esta querer ser mais realista que o rei e substituir sua vontade à dos investidores. Se os deveres fiduciários mandam que o fiduciário aja no interesse do fiduciante e como este agiria se estivesse agindo ele mesmo, nada mais condizente que seguir a determinação do próprio investidor para dar cumprimento platonicamente perfeito do que os deveres fiduciários tentam aproximar.*

*Existe um complicador [...] que é quando o titular formal do direito fiduciário – como os representantes dos fundos de pensão – é também ele um fiduciário do beneficiário em última instância – como os pensionistas. **Nesses casos, o representante do investidor pode, como muitas vezes ocorre, estar agindo em detrimento dos beneficiários finais.** [...]*

Não acredito que haja uma generalização possível em casos de decisão pelos próprios investidores no que tange à extensão dos deveres fiduciários. Eles devem ser verificados casuisticamente, diante da especificidade de cada estrutura de governança. Delimitar, com base nos atos constitutivos e na realidade concreta de cada fundo, de cada estrutura por completo – dos beneficiários finais até os tomadores de decisão no primeiro andar da cadeia, dos papéis efetivamente desempenhados por cada um, e daí por diante. [...]

No caso dos autos, considerando os problemas de governança que por tanto tempo marcaram fundos de pensão, entendo que caberia, sim, à [Acusada] um cuidado maior para verificar se havia aparência de regularidade nas decisões tomadas pelos investidores.



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

46. Pois bem. Feitas as ressalvas acima, volto à hipótese destes autos, em que verifico haver, realmente, um mesmo núcleo de representação e patrimônio entre Máxima como cotista e Máxima como gestor. O fato é formalmente 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 fidúcia, não vejo violação ao bem jurídico tutelado.

47. A hipótese configura, a meu ver, uma excludente. Note-se que a suposta vítima, destinatário da fidúcia, apenas formalmente é distinta do suposto infrator. Na prática, trata-se do mesmo centro de interesses patrimoniais e de formação de vontade, pois não há elemento nos autos (nem mesmo alegação) que indique que, além da distinção formal de personalidades jurídicas, houvesse diferenças concretas, seja nos titulares em última instância dos patrimônios, seja na composição ou orientação dos órgãos formadores da vontade das entidades. Deste modo, pode-se considerar que houve consentimento do investidor, única vítima da infração sob discussão, e o consentimento da vítima é modalidade supralegal de excludente que opera sobre a própria tipicidade. Não houve lesão ao que me parece ser o único bem jurídico dessa infração e, portanto, entendo que a conduta não pode ser considerada típica. Sendo assim, entendo não haver infração no que diz respeito aos aportes realizados para o FIP Máxima Private Equity III.

48. Por fim, quanto a esta matéria, em atenção a um precedente mencionado nas discussões com meus pares, pertinente um breve esclarecimento a fim de delimitar mais precisamente a extensão das divergências e convergências. No PAS RJ2016/295, não me pareceu ter havido o elemento que nestes autos reputei central à excludente, pois naqueles autos, apesar de cotista exclusivo, não havia nem identidade de grupo econômico, nem qualquer sinal de aquiescência ou aprovação dos atos pelo investidor. O centro de meu entendimento é a concordância expressa do investidor, não sua classificação como de varejo, qualificado ou profissional; diante de vedações expressas, agir contra estas sem concordância do investidor afronta, por certo, o bem jurídico que enxergo como único na hipótese ora tratada.



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

II.4 Responsabilidade dos diretores

Saul Sabbá

49. Saul Sabbá figurou como o diretor da Máxima Corretora responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários entre 05.02.2004 e 22.07.2013.¹⁷

50. Como responsável pela mencionada atividade, nos termos do artigo 7º, II, da Instrução CVM nº 306/1999, tinha o dever específico de adequadamente administrar os recursos do FIP Viaja Brasil e do FIP Máxima Private Equity III e era quem, efetivamente, representava a Máxima Corretora para fins de imputação de responsabilidade quanto aos deveres tratados neste caso. Tinha, portanto, o dever de empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência exigidos pela regulamentação aplicável, nos termos do artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004, dever que infringiu na realização de novos investimentos sem cuidados adicionais frente aos sinais de alerta que se haviam apresentado.

51. Ante o exposto, voto pela condenação de Saul Sabbá quanto à infração de realizar tais investimentos sem a devida diligência.

Cesar Trotte

52. Cesar Trotte atuou na Máxima Asset como diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários durante o período de 01.12.2008 a 03.09.2013¹⁸.

53. Sustenta que sua atuação se restringia à administração e à gestão de clientes na modalidade de renda fixa e que “*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*”.

¹⁷ Doc. nº 0257508.

¹⁸ Doc. nº 0360817.



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. Porém, como responsável pela mencionada atividade, nos termos do artigo 7º, II, da Instrução CVM nº 306/1999, Cesar Trotte tinha o dever específico de adequadamente administrar os recursos do FIP Viaja Brasil e era quem, em última análise, representava a Máxima Asset. Tinha, portanto, o dever de empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência exigidos pela regulamentação aplicável, nos termos do artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

55. Tampouco merece prosperar o argumento de que a Instrução CVM nº 558/2015, que revogou a Instrução CVM nº 306/1999, seria mais benéfica ao Acusado por ter dividido a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários nas categorias de administrador fiduciário e de gestor de recursos. Considerando os termos da norma nova, a Máxima Asset, à época dos fatos, exercia somente a gestão de recursos de fundos de investimento e, assim, se enquadraria somente na segunda categoria mencionada.

56. Vale ressaltar que a Instrução CVM nº 558/2015 prevê a faculdade (não o dever) da administradora de indicar mais de um diretor responsável caso essas carteiras sejam de naturezas diversas ou voltadas para perfis de clientes diversos e sua estrutura administrativa contemple a existência de uma divisão de atividades entre as carteiras, que devem ser administradas de forma independente e exclusiva, em especial no que concerne à tomada de decisões de investimento (artigo 4º, §5º).

57. Ainda de acordo com a norma posterior, somente a pessoa jurídica registrada concomitantemente nas categorias gestor de recursos e administrador fiduciário tem a obrigação de indicar um diretor responsável exclusivamente pela atividade de administração fiduciária (artigo 4º, §6º). Frise-se que essa não era a situação da Máxima Asset, que exercia somente a gestão de recursos.

58. Em outras palavras, mesmo sob a égide da nova norma, a omissão do então diretor responsável Cesar Trotte não encontraria respaldo.



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

59. Ante o exposto, voto pela condenação de Cesar Trotte.

III. Dosimetria

60. Pelo exposto, concluo que os Acusados devem ser responsabilizados no âmbito deste PAS e passo à dosimetria das penas.

61. As infrações em questão foram praticadas antes da edição da Lei nº 13.506/2017, razão pela qual as penalidades a serem aplicadas devem seguir o disposto na legislação vigente à época dos fatos.

62. A violação pelo administrador e pelo gestor dos deveres fiduciários de que trata o referido art. 65-A é considerada infração grave nos termos do art. 117, inciso XIII, da Instrução CVM nº 409/2004, para os efeitos do art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/1976.

63. Deve ser também considerado que a infração cometida pela Máxima Corretora e seu diretor responsável ocorreram por mais tempo e envolveram quantidade maior de aportes e cotistas quando comparado com a infração cometida por Máxima Asset e seu diretor responsável. Como dito, foram realizados investimentos pelo FIP Viaja Brasil após existentes evidentes sinais de alerta (que não impediriam por si sós os investimentos, mas exigiam cautela e medidas adicionais de informação e reflexão sobre a decisão) e, inclusive, mesmo após a Máxima Corretora ter sido alertada sobre a não disponibilização pela Graça Aranha das informações e documentos.

64. A Administradora, por sua vez, responde também pela admissão de novos cotistas e pela fiscalização que deveria ter feito das atividades da Gestora.

65. No que se refere ao FIP Máxima Private Equity III, a integralização realizada com debêntures da Graça Aranha em 27.06.2013, por ser o cotista único do mesmo grupo econômico, sem prejuízo a terceiros, considero presente a exceção de tipicidade, nos termos dos §§ 40-44 acima, e entendo não caracterizada a infração.



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

66. Cabe considerar que a Máxima Asset renunciou das suas funções de gestão em 28.06.2013 e a Máxima Corretora, de suas funções como administradora do fundo, em 21.03.2014¹⁹.

67. E, ainda, que os bons antecedentes dos Acusados contam como circunstância atenuante.

68. Nesse contexto, voto pela condenação de todos os Acusados à penalidade de multa pecuniária, sopesando as circunstâncias agravantes e atenuantes destacadas acima, nos valores apontados na conclusão deste voto.

IV. APROVEITAMENTO DO TERMO DE COMPROMISSO CELEBRADO COM A ANBIMA

69. O Convênio celebrado por CVM e a ANBIMA (então ANBID) em 20.08.2008, sobre aplicação de penalidades e celebração de termos de compromisso, previa a possibilidade de consideração do termo de compromisso celebrado ou a penalidade aplicada pela outra entidade:

Qualquer investigado ou indiciado em processos administrativos conduzidos pela CVM ou pela ANBID pode requerer a tais entidades, quando da apuração de infrações de natureza semelhante relativas aos mesmos fatos, que a CVM ou a ANBID considerem termo de compromisso já celebrado ou penalidade já aplicada pela outra entidade (...)
(grifei)²⁰

70. Novo convênio foi celebrado em 18.07.2018 e, quanto ao assunto, não houve mudança:

*Os Partícipes poderão levar em consideração as sanções e penalidades aplicadas pelo outro Partícipe, como forma de aproveitamento da atividade de autorregulação nos termos do Convênio Relativo à Aplicação de Penalidades e Celebração de Termos de Compromisso, celebrado entre ANBIMA e CVM em 20.08.2008.*²¹

¹⁹ Fl. 15 do doc. nº 0362162.

²⁰ Cláusulas 2.1 e 2.2. Disponível em:
<<https://www.anbima.com.br/data/files/43/E5/57/0A/19C85610CE509456A9A80AC2/Convênio-Aproveitamento-Fundos.pdf>>

²¹ Cláusula 2.3.1. Disponível em:
<https://www.anbima.com.br/data/files/4F/71/E4/08/BFC575106582A275862C16A8/Aplicacao_de_Penalidade>



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

71. Para este caso, a imputação realizada pela acusação que entendo procedente consistiu na realização de novos investimentos pelo FIP Viaja Brasil sem procedimentos extraordinários de informação para tomada de decisão, mesmo após a Máxima Corretora ter sido alertada pelo auditor independente do fundo em 18.04.2013 sobre a não disponibilização pela Graça Aranha das informações e documentos solicitados. Compulsando os autos do PAI nº 01/2014, entendo que os indícios de irregularidades identificados pela ANBIMA não tratam desse assunto.

72. O Relatório da Superintendência de Supervisão de Mercados da ANBIMA, de 17.11.2014, relata aquele procedimento²². Inicialmente, foram identificados “indícios que deram origem ao PAI” (item 2.2.1). Após manifestações da Máxima Corretora e da Máxima Asset, a Superintendência concluiu pela existência de “indícios de que a Máxima CCTVM na função de Administradora e Distribuidora e a Máxima Asset na função de Gestora, do FIP Viaja Basil e do FIP Máxima, descumpriram as regras previstas nos regulamentos desses fundos e do Código de FIP e FIEE”. Foram elencadas 14 supostas infrações (item 2.6). Em 19.02.2015 foi celebrado o mencionado termo de compromisso entre Máxima Corretora, Máxima Asset e Anbima.

73. Parece-me que nenhuma dessas supostas infrações tem natureza semelhante com a realização de investimentos após o alerta de 18.04.2013.

74. Assim, rejeito o requerimento de aproveitamento do termo de compromisso celebrado no âmbito do PAI nº 01/2014. Faço a ressalva, contudo, de que minha divergência em relação à tese da Defesa decorre da distinção das imputações num e noutra caso, pois houvesse equivalência dos objetos das análises, a argumentação trazida neste ponto me é convincente no sentido de que haveria ao menos uma certa forma de *bis in idem*, porém com a ressalva de que a estrutura jurídica em que a autorregulação está apoiada não admite a dimensão processual desse princípio, apenas a material. Nesse sentido, a Resolução 45 determina que penalidades aplicadas por outras autoridades, embora não afastem a possibilidade de os fatos serem

[s_5b1_5d_1_.pdf](#)>

²² Fls. 12 a 58 do doc. nº 1082997.



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

julgados pela CVM, sejam consideradas para fins de dosimetria (art. 62, parágrafo único), norma cuja aplicação abrange os processos sancionatórios de entidades de autorregulação.

V. Conclusão

75. Pelo exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976 e com base nos precedentes deste Colegiado para fins de dosimetria²³, voto pela condenação de:

- i. Máxima S.A. CCTVM, à pena de multa de **duzentos mil reais**, por falta de diligência, em infração aos artigos 65, XV, e 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/04;
- ii. Máxima Asset Management Ltda., à pena de multa de **duzentos mil reais**, por falta de diligência, em infração ao disposto no artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/04;
- iii. Saul Dutra Sabbá, à pena de multa de **cem mil reais**, por falta de diligência, em infração aos artigos 65, XV, e 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/04; e
- iv. Cesar Siqueira Trotte, à pena de multa de **cem mil reais**, por falta de diligência, em infração ao disposto no artigo 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004.

76. Por fim, proponho o envio de ofício para Ministério Público em complemento ao Ofício nº 096/2017/CVM/SGE²⁴, para as providências que entender cabíveis no âmbito de sua competência.

Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2023.

João Accioly

Relator

²³ Como o PAS CVM nº 19957.002315/2021-53, entre outros.

²⁴ Doc. nº 0304823.