



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.007862/2018-20

Reg. Col. nº 1476/19

Acusados: Comanche Participações do Brasil S.A. Thomas Gregg Cauchois
Comanche Biocombustíveis de Canitar Comanche Biocombustíveis de Santa
Ltda. Anita Ltda.
Alicia Navar Noyola Aser Gonçalves Junior
Acrux Administração de Recursos Ltda. Victor Mariz Taveira
Alberto dos Santos Rodrigues Carlos Rebelatto
Oliveira Trust DTVM S.A. José Alexandre Costa de Freitas

Assunto: Apurar eventuais irregularidades em fundo de investimento em direitos creditórios em potencial infração **(i)** ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979; e **(ii)** ao art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004

Relator: Diretor Alexandre Costa Rangel

Voto

I. Introdução

1. Trata-se de Processo¹ que analisa a eventual responsabilidade dos Acusados no âmbito da cessão de direitos creditórios feita ao FIDC Comanche. Conforme descrito em maiores detalhes no Relatório, a Acusação foi estruturada sobre dois núcleos de imputação.
2. Em síntese, foram acusados da prática de operação fraudulenta, em violação ao item I c/c item II, alínea “c” da Instrução CVM nº 8/1979² **(i)** as Cedentes; **(ii)** Comanche Participações; **(iii)** Thomas Cauchois; **(iv)** Alicia Noyola; **(v)** Aser Gonçalves; **(vi)** Acrux; **(vii)**

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² “I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;”



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.gov.br/cvm

Victor Taveira; **(viii)** Alberto Rodrigues; e **(ix)** Carlos Rebelatto.

3. Já Oliveira Trust e José Alexandre Freitas foram acusados por falha no dever de fiscalização de terceiro contratado por fundo de investimento em direitos creditórios sob sua administração, em violação ao art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004.

4. Em benefício da concisão, organizo este voto da seguinte forma: **(i)** nesta primeira seção, apresento uma introdução, explicando em linhas gerais as acusações formuladas no Processo e a estrutura do voto; **(ii)** na segunda, analiso as preliminares suscitadas; **(iii)** na terceira, enfrento o mérito do Processo, em que **(a)** reconstituo alguns elementos fáticos úteis para a análise do caso; **(b)** faço a subsunção do contexto fático ao tipo normativo da operação fraudulenta; ato contínuo **(c)** analiso a eventual falha do dever da Administradora na fiscalização de terceiro; **(iv)** na quarta, faço a análise da responsabilidade de cada Acusado e proponho a dosimetria das respectivas penas, conforme aplicável; e **(v)** na quinta e última, encerro com a conclusão.

II. Preliminares

5. Nesta seção, abordarei as três preliminares suscitadas, de **(i)** prescrição da pretensão punitiva da Administração Pública Federal; **(ii)** inépcia da Acusação; e **(iii)** falta de competência para atuação da CVM.

Prescrição

6. Carlos Rebelatto, Alberto Rodrigues, Acrux, Victor Taveira, Alicia Noyola, Aser Gonçalves e Thomas Cauchois alegaram a ocorrência de prescrição da pretensão punitiva da CVM neste Processo.

7. Contudo, a alegação não procede.

8. Nos termos da art. 1º da Lei nº 9.873/1999³, a ação punitiva da Administração Pública Federal prescreve em 5 (cinco) anos, contados da prática do ato ou do dia em que tiver cessado a conduta irregular. Os atos interruptivos da prescrição punitiva, por sua vez, encontram-se descritos no art. 2º⁴ da Lei nº 9.873/1999, destacando-se o inciso I, que trata da hipótese de

³ “Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.”

⁴ “Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva; I - pela citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; III - pela decisão condenatória recorrível; IV – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal”.



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.gov.br/cvm

notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; e o inciso II, que trata da interrupção da prescrição por qualquer ato inequívoco de apuração.

9. No caso concreto, a CVM tomou conhecimento das questões objeto deste Processo em 11.09.2014, mediante recebimento de denúncia⁵. A investigação promovida pela Autarquia teve início em 02.12.2014, com o envio de pedido de esclarecimentos à Administradora⁶. Observo que a denúncia e o requerimento da CVM descreveram os contornos fáticos específicos mais relevantes das imputações que, ao fim e ao cabo, constaram da Acusação.

10. Em complemento, em 17.08.2017, a Autarquia enviou ofício à BR Distribuidora questionando exatamente os fatos constantes da denúncia, relacionados ao Fundo, ao Contrato de Cessão e ao Grupo Comanche⁷. No mesmo sentido, entre 13.08.2017 e 08.01.2018, a CVM encaminhou ofícios a diversas instituições financeiras⁸, requerendo informações atinentes ao Grupo Comanche, justamente para apurar os mesmos fatos objeto deste Processo.

11. Desse modo, parece-me claro que o pedido de esclarecimentos enviado pela CVM em 02.12.2014 representou o primeiro ato inequívoco de apuração das potenciais irregularidades analisadas neste Processo, consubstanciando, por essa razão, um evento apto a interromper o prazo prescricional da pretensão punitiva da CVM, nos termos do inciso II do art. 2º da Lei nº 9.873/1999.

12. Sobre o marco temporal de início de contagem do prazo prescricional, nos termos do art. 1º da Lei nº 9.873/1999, o prazo de 5 (cinco) anos deve ser contado (i) da prática do ato, hipótese que pressupõe algo estanque no tempo, com uma precisão que no presente caso não é possível; ou (ii) em caso de infração permanente ou continuada, da data em que a irregularidade tiver cessado, cenário que se afigura mais apropriado às imputações formuladas no Processo, considerando as circunstâncias específicas do caso concreto, mais associadas à continuidade da eventual prática de operação fraudulenta e da falha do dever de fiscalização do administrador fiduciário.

13. No contexto do Processo, o pedido de registro do Fundo foi protocolado em 21.12.2009 junto à CVM. O FIDC Comanche foi registrado em 14.01.2010, provisionou 100% dos direitos

⁵ Doc. 0580337.

⁶ Doc. 0580338. Em resposta ao pedido de esclarecimentos, a Administradora retornou à CVM com diversas informações e documentos relevantes para o Processo (Doc. 0580338), os quais foram objeto de apuração pelas áreas técnicas envolvidas.

⁷ Doc. 0580357.

⁸ Docs. 0580359, 0580360, 0580364 e 0580365.



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.gov.br/cvm

creditórios em 26.04.2011, entrou em liquidação ordinária em 26.03.2012 e foi cancelado em 28.03.2012. Entendo que esta última data deve ser definida como marco inicial da contagem da prescrição, uma vez que as potenciais irregularidades perduraram até o cancelamento do Fundo, considerando tratar-se do veículo no âmbito do qual as 2 (duas) imputações formuladas pela Acusação teriam se materializado.

14. De todo modo, de forma conservadora, ainda que fosse possível adotar como marco inicial de contagem a primeira data apontada acima (21.12.2009), por se referir à data em que o pedido de registro do Fundo foi protocolado na CVM, mesmo nesse cenário o primeiro ato inequívoco de apuração dos fatos, apto a interromper o prazo prescricional, teria ocorrido em intervalo inferior a 5 (cinco) anos, no dia 02.12.2014, com o pedido de esclarecimentos enviado pela CVM à Administradora.

15. Posteriormente, relevante destacar **(i)** a citação dos Acusados pelos correios com aviso de recebimento entre 07.11.2018 e 12.11.2018, conforme apontado no relatório de acompanhamento de defesas⁹, hipóteses que se enquadram no inciso I do art. 2º da Lei nº 9.873/1999; e **(ii)** a deliberação do Colegiado tomada em 31.03.2020 de rejeição das propostas de termo de compromisso apresentadas, circunstância que se insere na descrição do inciso IV do mesmo dispositivo legal, por representar um “*ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal*”.

16. Por tais motivos, deve ser afastada a preliminar de prescrição neste Processo.

Inépcia da Acusação

17. Carlos Rebelatto alega inépcia da Acusação, que, em sua visão, não teria apresentado indícios de autoria e materialidade suficientes para que fosse apresentada defesa, considerando em linhas gerais que **(i)** não teria recebido nenhuma vantagem patrimonial do FIDC Comanche; **(ii)** não prestou serviços diretamente ao FIDC Comanche; e **(iii)** não foi acusado de fraudar a Projeção de Fluxo de Caixa, que era tecnicamente correta.

18. Noto, contudo, que tais argumentos não dizem respeito propriamente à análise de uma questão preliminar, mas se confundem com a análise de mérito da Acusação. Por essa razão, tais pontos serão retomados oportunamente abaixo.

19. Além disso, registro que a Acusação apresentou, de forma completa e adequada, as

⁹ Doc. 0800675.



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.gov.br/cvm

irregularidades imputadas a todos os Acusados, incluindo Carlos Rebelatto, individualizando as condutas que, em tese, representariam o descumprimento dos respectivos comandos regulamentares, não tendo havido qualquer prejuízo ao exercício do contraditório e da ampla defesa.

Falta de competência da CVM

20. Alicia Noyola e Thomas Cauchois alegam que a CVM não teria competência para julgá-los, na medida em que não seriam pessoas submetidas às previsões da Lei nº 6.385/1976 ou da Lei nº 6.404/1976.

21. De plano, é importante registrar que a prática de operação fraudulenta não fica restrita a agentes diretamente regulados pela CVM, como companhias abertas, gestores, administradores fiduciários, custodiantes, assessores de investimento e demais intermediários registrados na Autarquia, por exemplo. Naturalmente, a irregularidade em questão pode ser praticada por pessoas naturais e jurídicas alheias a qualquer procedimento prévio de registro ou habilitação junto à Autarquia. O núcleo do tipo de operação fraudulenta não pressupõe, de qualquer forma, que o agente destinatário do comando normativo seja um participante regulado do mercado de valores mobiliários.

22. Alicia Noyola, além de sócia de sociedades do Grupo Comanche, era administradora das referidas entidades e efetivamente as representou em atos atinentes ao FIDC Comanche que, segundo a Acusação, representariam uma operação fraudulenta, nos termos previstos na Instrução CVM nº 8/1979.

23. Cito, exemplificativamente, a sua (i) assinatura no “*Primeiro Aditamento ao Instrumento Particular de Contrato de Promessa de Cessão e Aquisição de Direitos creditórios e Outras Avenças*”¹⁰, na condição de representante da Comanche Participações; e (ii) atuação como representante das Cedentes em assembleias gerais de cotistas¹¹.

24. Já Thomas Cauchois é o fundador e principal administrador do Grupo Comanche via Comanche Corporation, conforme documentos apresentados à SEC, além de informações apresentadas no Prospecto.

25. Nesse sentido, afastado também a terceira e última preliminar alegada.

26. Passo à análise do mérito do Processo.

¹⁰ Doc. 0580421.

¹¹ Doc. 0580422.



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.gov.br/cvm

III. Mérito

27. Divido esta parte do voto em três principais grupos: **(i)** primeiro, retomo os principais fatos e eventos pertinentes às imputações formuladas pela Acusação; **(ii)** em seguida, faço a subsunção do contexto fático à acusação de prática de operação fraudulenta, nos termos definidos no item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979; e **(iii)** por fim, trato especificamente da acusação feita em face da Administradora e de José Alexandre Freitas, de violação à obrigação de fiscalização da Gestora, em infringência ao art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004.

III.1 Breves considerações sobre o contexto fático relacionado à possível prática das irregularidades apontadas pela Acusação

28. O FIDC Comanche, conforme sua política de investimentos, foi um veículo de investimento estruturado especificamente para a aquisição dos direitos creditórios das Cedentes originados a partir do Contrato BR Distribuidora.

29. Consolidado aqui uma breve recapitulação dos principais eventos e datas relacionados ao Fundo: **(i)** em 31.03.2009, foi celebrado o Contrato BR Distribuidora; **(ii)** o Grupo Comanche, entre janeiro e setembro de 2009, discutia alternativas para captação de recursos; **(iii)** em outubro de 2009, começaram as tratativas com a Acrux para que ela assumisse a posição de gestora do Fundo; **(iv)** em 21.12.2009, foi protocolado o pedido de registro do FIDC Comanche junto à CVM; **(v)** em 23.12.2009, foi disponibilizada a primeira versão do Prospecto, sendo que a sua quinta e última atualização ocorreu em 25.06.2010; **(vi)** entre fevereiro e abril de 2010, as instâncias internas dos Cotistas aprovaram os investimentos no Fundo; **(v)** em 24.06.2010, foi celebrado o Contrato de Cessão, transferindo a titularidade dos direitos creditórios das Cedentes para o Fundo. O documento foi assinado pelo FIDC Comanche, representado pela Administradora; pelas Cedentes; pela Comanche Corporation, como coobrigada das Cedentes; pela Comanche Participações, como agente cobrador; e pela Gestora e instituição custodiante do Fundo, como intervenientes anuentes; **(vi)** os Aportes dos Cotistas no Fundo ocorreram entre 30.06.2010 e 21.10.2010; **(vii)** em 26.04.2011, foi realizada assembleia geral de cotistas do FIDC Comanche, informando que a Administradora constituiu provisão para devedores duvidosos no montante de 100% dos direitos creditórios do Contrato BR Distribuidora, em virtude de as Cedentes terem inadimplido com as suas obrigações de entrega dos produtos à BR Distribuidora; **(viii)** em 06.12.2011, foi realizada nova assembleia geral de cotistas, deliberando pela liquidação antecipada do Fundo e alienação das cotas seniores à Comanche Participações,



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.gov.br/cvm

em troca das Debêntures; e (ix) as Debêntures foram resgatadas antecipadamente, em 29.10.2015¹², por conta de inadimplemento de obrigações previstas na respectiva escritura de emissão¹³.

30. Destaco que houve apenas uma cessão de direitos creditórios ao FIDC Comanche, caracterizada pela cessão dos direitos creditórios de titularidade das Cedentes oriundos do Contrato BR Distribuidora. Por meio do referido instrumento, as Cedentes comprometeram-se a entregar volumes mensais de álcool à BR Distribuidora, a qual, por sua vez, comprometeu-se a efetuar os pagamentos devidos às Cedentes. Posteriormente, com o Contrato de Cessão, a titularidade dos direitos creditórios devidos originariamente às Cedentes pela BR Distribuidora, foi cedida ao FIDC Comanche.

31. O efetivo cumprimento pelas Cedentes do Contrato BR Distribuidora, celebrado em 31.03.2009, ocorreu conforme tabela abaixo:

Periodos	Mês	Canitar						Santa Anita					
		Anidro			Hidratado			Anidro			Hidratado		
		Contrato	Entrega	Diferença	Contrato	Entrega	Diferença	Contrato	Entrega	Diferença	Contrato	Entrega	Diferença
Período analisado na projeção de fluxo de caixa	abr/09	1.000	0	(1.000)	1.500	1.021	(479)	250	33	(217)	1.250	358	(892)
	mai/09	1.000	0	(1.000)	1.500	783	(717)	250	1.001	751	1.250	91	(1.159)
	jun/09	1.000	0	(1.000)	1.500	1.120	(380)	250	177	(73)	1.250	166	(984)
	jul/09	1.000	0	(1.000)	1.500	1.391	(109)	250	438	188	1.250	0	(1.250)
	ago/09	1.000	0	(1.000)	1.500	2.084	584	250	0	(250)	1.250	0	(1.250)
	set/09	1.000	0	(1.000)	1.500	1.523	23	250	0	(250)	1.250	315	(935)
	out/09	1.000	0	(1.000)	1.500	1.671	171	250	0	(250)	1.250	207	(1.043)
	nov/09	1.000	0	(1.000)	1.500	954	(546)	250	0	(250)	1.250	150	(1.100)
	Totals	8.000	0	(8.000)	12.000	10.548	(1.452)	2.000	1.649	(351)	10.000	1.388	(8.612)
Período anterior aos aportes e omitido dos quotistas	dez/09	1.000	0	(1.000)	1.500	0	(1.500)	250	0	(250)	1.250	0	(1.250)
	jan/10	1.000	0	(1.000)	1.500	0	(1.500)	250	0	(250)	1.250	0	(1.250)
	fev/10	1.000	0	(1.000)	1.500	0	(1.500)	250	0	(250)	1.250	0	(1.250)
	mar/10	1.000	0	(1.000)	1.500	0	(1.500)	250	0	(250)	1.250	0	(1.250)
	abr/10	1.333	0	(1.333)	2.167	0	(2.167)	417	0	(417)	1.583	0	(1.583)
	mai/10	1.333	0	(1.333)	2.167	0	(2.167)	417	0	(417)	1.583	0	(1.583)
	jun/10	1.333	0	(1.333)	2.167	0	(2.167)	417	0	(417)	1.583	0	(1.583)
Totals	7.999	0	(7.999)	12.501	0	(12.501)	2.251	0	(2.251)	9.749	0	(9.749)	
Período com direitos creditórios cedidos ao FIDC	jul/10	1.333	0	(1.333)	2.167	0	(2.167)	417	195	(222)	1.583	0	(1.583)
	ago/10	1.333	0	(1.333)	2.167	582	(1.585)	417	311	(106)	1.583	0	(1.583)
	set/10	1.333	0	(1.333)	2.167	697	(1.470)	417	0	(417)	1.583	364	(1.219)
	out/10	1.333	0	(1.333)	2.167	728	(1.439)	417	0	(417)	1.583	0	(1.583)
	nov/10	1.333	0	(1.333)	2.167	0	(2.167)	417	0	(417)	1.583	0	(1.583)
	dez/10	1.333	0	(1.333)	2.167	0	(2.167)	417	0	(417)	1.583	0	(1.583)
	jan/11	1.333	0	(1.333)	2.167	0	(2.167)	417	0	(417)	1.583	0	(1.583)
fev/11	1.333	0	(1.333)	2.167	0	(2.167)	417	0	(417)	1.583	0	(1.583)	
Totals	10.664	0	(10.664)	17.336	2.007	(15.329)	3.336	506	(2.830)	12.664	364	(12.300)	

32. Sobre o histórico acima, chama atenção a forma reiterada com que as Cedentes descumpriram as obrigações assumidas no âmbito do Contrato BR Distribuidora, desde o início de vigência do referido instrumento. Sem nenhuma demora, logo a partir do primeiro mês do contrato, as entregas realizadas pelas Cedentes sempre foram sensivelmente inferiores ao

¹² Doc. 0580354.

¹³ Doc. 0580355.



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.gov.br/cvm

volume contratado, quando não foram simplesmente inexistentes¹⁴.

33. Em termos percentuais, tomando como referência o período completo da tabela, o inadimplemento da entrega de produtos pelas Cedentes foi de **(i)** 100% para o anidro devido pela Comanche Canitar; **(ii)** 88,42% para o hidratado da Comanche Canitar; **(iii)** 84,83% para o anidro da Comanche Santa Anita; e **(iv)** 97,12% para o hidratado da Comanche Santa Anita.

34. As falhas de entrega por parte das Cedentes, como dito acima, começaram desde o início de vigência do contrato (31.03.2009), cerca de **(i)** 10 meses antes do registro do Fundo junto à CVM (14.01.2010); **(ii)** 1 ano e 3 meses antes da celebração do Contrato de Cessão (24.06.2010); **(iii)** 1 ano e 3 meses antes da última atualização do Prospecto (25.06.2010); e **(iv)** 1 ano e 7 meses antes dos últimos Aportes (de 30.06.2010 a 21.10.2010).

35. Diante da falta de adimplemento da entrega dos álcoois devidos pelas Cedentes, nos termos do Contrato BR Distribuidora, os direitos creditórios cedidos ao Fundo seriam afetados. A cláusula 4.4 dispunha que “*a compradora pagará à vendedora pelos produtos adquiridos durante sua vigência (...), a serem retirados na unidade produtora da vendedora*”. A cláusula 10.1 definia que “*no ato da entrega do produto à compradora, a vendedora deverá emitir e entregar nota fiscal de venda de produto ao representante designado pela compradora*”.

36. Ou seja, conforme expressamente previsto em contrato, caso as Cedentes não entregassem o volume contratado de álcool à BR Distribuidora – o que efetivamente não vinha ocorrendo de forma reiterada –, não haveria faturamento e não haveria qualquer obrigação de pagamento da BR Distribuidora.

37. Com relação aos argumentos de quebra de safra ou motivos de força maior para o inadimplemento das obrigações das Cedentes, tais pontos não se sustentam. A Acusação fez uma análise setorial e macroeconômica detalhada da produção de álcool, na região das Cedentes e no Brasil como um todo, demonstrando o não cabimento de tais hipóteses.

38. Igualmente, afasto as ilações das Cedentes de que seus próprios inadimplementos teriam decorrido do fato de que não compactuaram com irregularidades cometidas no âmbito da BR Distribuidora. Não foram indicadas, de forma concreta, que irregularidades seriam essas, nem foram trazidos quaisquer elementos de prova nesse sentido.

39. Destaco que o quase absoluto inadimplemento por parte das Cedentes estava presente

¹⁴ Importante registrar que nem um único metro cúbico (m³) de álcool etílico anidro carburante devido pela Comanche Canitar foi entregue pela referida cedente à BR Distribuidora durante todo o período analisado.



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.gov.br/cvm

desde abril de 2009, isto é, desde o início de vigência do Contrato BR Distribuidora. Como anotado acima, é importante frisar que o descumprimento reiterado e inequívoco das obrigações assumidas é muito anterior ao registro do Fundo junto à CVM (14.01.2010)¹⁵, à celebração do Contrato de Cessão (24.06.2010), à última atualização do Prospecto (25.06.2010) e aos Aportes (de 30.06.2010 a 21.10.2010). Essa informação, entretanto, não constou do Prospecto, nem foi avaliada quando da assinatura do Contrato de Cessão.

40. Na verdade, embora a sua última versão seja datada de 25.06.2010, o Prospecto continuou a trazer informações desatualizadas sobre o histórico de cumprimento das obrigações das Cedentes, limitando-se ao período de abril a novembro de 2009. Nenhum dado sobre as entregas realizadas nos meses de novembro de 2009 a junho de 2010 foi incluído no Prospecto – período em que o inadimplemento foi de 100% para todos os tipos de produtos e para ambas as Cedentes.

41. Em outras palavras, justamente no período de 7 meses anteriores à última atualização do Prospecto e à celebração do Contrato de Cessão que transferiu a titularidade dos direitos creditórios ao Fundo, não houve a entrega de qualquer volume de álcool pelas Cedentes em favor da BR Distribuidora. O Prospecto não indicava a quantidade de álcool efetivamente entregue pelas Cedentes, deixando de sinalizar qualquer forma de inadimplemento contratual. Assim, ao contrário do que afirmam alguns dos Acusados, o Prospecto nunca foi claro sobre o tema, não estando presente informação de extrema relevância acerca da performance minimamente atualizada dos direitos creditórios que seriam investidos pelo Fundo.

42. Havia, em sentido contrário, uma mensagem de aparente normalidade. Confira-se a tabela disponibilizada à época, que se limitava a indicar valores pagos pela BR Distribuidora às Cedentes em um determinado (e desatualizado) recorte temporal:

Mês/Ano	Santa Anita*	Canitar*	Total
abr/09	R\$ 319.390,36	R\$ 719.588,16	R\$ 1.038.978,52
mai/09	R\$ 763.793,64	R\$ 555.680,62	R\$ 1.319.474,26
jun/09	R\$ 369.074,67	R\$ 789.762,91	R\$ 1.158.837,58
jul/09	R\$ 312.294,29	R\$ 983.499,91	R\$ 1.295.794,20
ago/09	R\$ 0,00	R\$ 1.617.835,68	R\$ 1.617.835,68
set/09	R\$ 0,00	R\$ 1.144.206,00	R\$ 1.144.206,00
out/09	R\$ 177.373,66	R\$ 1.436.837,60	R\$ 1.614.211,26
nov/09	R\$ 259.056,94	R\$ 806.229,50	R\$ 1.065.286,44

Tabela 5: histórico de pagamentos desde o início de vigência do Contrato BR Distribuidora.

Fonte: Cedentes.

¹⁵ Doc. 0580341.



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.gov.br/cvm

43. Além disso, também observo que a inadimplência generalizada por parte das Cedentes não foi objeto de questionamentos ou providências por parte da Gestora ou da Administradora, ao celebrarem, em nome do Fundo, o Contrato de Cessão. O referido contrato foi celebrado 1 ano e 3 meses após o início de vigência do Contrato BR Distribuidora, período durante o qual já havia claros sinais da incapacidade das Cedentes em efetivamente entregar os volumes contratados à BR Distribuidora. A ausência de providências relativas a essa verificação – no exato momento em que o Fundo adquire a titularidade dos direitos creditórios com inequívocos problemas de performance por tanto tempo – naturalmente reforça o acerto da posição da Acusação de trazer a Gestora, suas partes relacionadas, a Administradora e seu diretor responsável, observadas as respectivas competências e atribuições, para as imputações formuladas no Processo.

44. Não identifiquei nos autos ou nas defesas qualquer justificativa econômica, comercial ou jurídica razoável para um recorte tão seletivo e específico das informações referentes ao Contrato BR Distribuidora, seja no âmbito do Prospecto, seja no contexto da celebração do Contrato de Cessão. Ainda mais considerando-se que deixou de ser informado no Prospecto e que deixou de ser averiguado no Contrato de Cessão, justamente, o período em que o inadimplemento de entregas pelas Cedentes foi de 100%.

45. Tratava-se, obviamente, de uma informação sobremaneira relevante para fins de assecuração de um regime informacional completo e transparente sobre os verdadeiros riscos associados ao investimento em cotas de emissão do Fundo (Prospecto) e sobre o instrumento que formalizou a aquisição da titularidade dos únicos direitos creditórios que poderiam ser comprados pelo Fundo (Contrato de Cessão).

46. Todo esse cenário autoriza, acima de uma dúvida razoável, o entendimento de que houve omissão intencional de informações no Prospecto e de providências diligentes em relação ao Contrato de Cessão, com o objetivo, em última análise, de induzir em erro os investidores interessados em subscrever e integralizar cotas de emissão do FIDC Comanche.

47. Observo que tais informações relativas ao período sumariamente ignorado pelo Prospecto e pelos prestadores de serviços do Fundo na assinatura do Contrato de Cessão, ainda que não fossem de seu conhecimento, poderiam ser identificadas sem maiores esforços, por meio de uma atuação diligente, em bases minimamente razoáveis.

48. Em um fundo de investimento em direitos creditórios destinado a adquirir créditos decorrentes de uma única cessão – referentes a um único contrato, com um único devedor final



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.gov.br/cvm

e apenas dois cedentes, sem qualquer grau de pulverização –, o mínimo que se pode esperar é que os agentes envolvidos, dentro de suas respectivas esferas de competência, promovam medidas razoáveis e adequadas de verificação do ativo que está sendo investido. Em se tratando de um contrato que já conta com algum histórico de vigência, parece adequado que sejam apurados e assegurados, com a profundidade necessária para cada caso concreto, os cumprimentos gerais das respectivas obrigações ao longo do tempo¹⁶.

49. O quadro fático identificado no caso concreto do Processo – de inadimplemento generalizado por parte das Cedentes desde o início da vigência do Contrato BR Distribuidora e falta de *disclosure* dessa informação no Prospecto e no Contrato de Cessão – já representaria um conjunto probatório relevante a indicar a ocorrência de eventual irregularidade.

50. O cenário ganha contornos ainda mais graves quando se identifica que os recursos captados pelo Fundo, com os Aportes dos Cotistas, foram direcionados preponderantemente para atividades e sociedades sem qualquer relação com a execução do objeto do Contrato BR Distribuidora por parte das Cedentes. Essa constatação desmonta um argumento apresentado por alguns acusados, no sentido de que o FIDC Comanche e o Contrato de Cessão teriam sido estruturados justamente para robustecer o caixa das Cedentes e viabilizar as atividades necessárias às entregas devidas à BR Distribuidora, de modo a destravar os pagamentos dos direitos creditórios previstos no Contrato BR Distribuidora. A alegação perde sentido quando se constata que os Aportes, em larga medida, sequer foram destinados a esse objetivo.

51. Em linhas gerais, a Área Técnica teve êxito em demonstrar nos autos um desvio de finalidade dos Aportes, conforme descrito em mais detalhes no item III.2, abaixo. Está comprovado nos autos que diversos pagamentos foram feitos a partir do repasse dos Aportes, sem que tenham sido esclarecidas, de forma crível, as suas respectivas fundamentações.

52. O Prospecto indicava em seu item 36, expressamente, que cabia à Gestora “*alocar os recursos decorrentes da integralização das Quotas e do recebimento dos ativos integrantes da carteira do Fundo*” na ordem ali indicada¹⁷, o que não contemplava uma série de pagamentos

¹⁶ Aliás, considerando a perspectiva bastante desafiadora (e completamente descolada do histórico mais recente) de que as Cedentes retomariam o cumprimento de suas obrigações, bem como o fato de que os direitos creditórios objeto do Contrato BR Distribuidora somente seriam devidos a partir do adimplemento da entrega do volume de álcool por parte das Cedentes, é de se questionar se a própria escolha do tipo de veículo (FIDC, e não um FIDC-NP, nos termos da Instrução CVM nº 444/2006) não integraria mais um elemento que comporia os elementos do tipo de operação fraudulenta.

¹⁷ “36. *Ordem de Aplicação de Recursos. A partir da 1ª data de integralização de Quotas e até a liquidação do Fundo, sempre preservada a manutenção de sua boa ordem legal, administrativa e operacional, o Gestor obriga-se, por meio dos competentes débitos e créditos realizados nas contas correntes de titularidade do Fundo, a alocar os recursos decorrentes da integralização das Quotas e do recebimento dos ativos integrantes da carteira do Fundo, na seguinte ordem: a) no pagamento dos encargos de responsabilidade do Fundo, devidos nos termos do Regulamento e da legislação aplicável; b) na constituição ou*



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.gov.br/cvm

a terceiros (incluindo partes relacionadas à Gestora) que foram constatados pela Área Técnica. As Cedentes realizaram esses pagamentos depois de terem recebido recursos relacionados à alienação da titularidade dos direitos creditórios ao Fundo.

53. Nesse sentido, entendo confirmado no Processo que a estruturação do FIDC Comanche e a celebração do Contrato de Cessão ocorreram mediante ocultação deliberada de informações relevantes relacionadas aos direitos creditórios que foram adquiridos pelo Fundo, bem como que os recursos captados foram direcionados a finalidades diversas daquelas informadas nos documentos pertinentes do Fundo.

54. Feita essa breve exposição do contexto fático, passo à caracterização dos elementos da operação fraudulenta.

III.2. A caracterização da operação fraudulenta

Breves notas sobre o tipo administrativo

55. A proteção dos investidores contra operações fraudulentas representa um dos pilares da regulação do mercado de valores mobiliários. Trata-se de um dos objetivos centrais visados de longa data em todas as jurisdições¹⁸. Esse destaque se justifica e deve sempre ser reforçado por diversos motivos, inclusive em virtude do impacto negativo que as fraudes podem provocar sobre a higidez, a confiança e o bom funcionamento do mercado.

56. A infração administrativa de operação fraudulenta, conforme tipificada pelo item I, na forma da alínea “c” do item II da Instrução CVM nº 8/1979 então vigente (e atualmente refletida na Resolução CVM nº 62/2022), tem como elementos essenciais **(i)** a sua realização no mercado de valores mobiliários; **(ii)** a utilização de ardil ou artifício; **(iii)** a indução ou manutenção de terceiros em erro; e **(iv)** a finalidade de obter, para si ou para terceiro, vantagem patrimonial.

57. Trato a seguir de cada um desses elementos.

enquadramento da RC; c) no provisionamento e na criação de reserva monetária no montante estimado dos encargos de responsabilidade do Fundo a serem incorridos no mês calendário subsequente ao da realização do respectivo provisionamento, incluindo a constituição de reservas de pagamento relacionadas à liquidação e extinção do Fundo, ainda que exigíveis em data posterior ao Prazo de Vigência do Fundo; d) na amortização das Quotas Seniores em Circulação, inclusive daquelas emitidas ao amparo do Regulamento, devidamente atualizadas pro rata temporis, observado que não haverá qualquer tipo de preferência, prioridade ou subordinação entre os titulares das Séries de Quotas Seniores em Circulação, incluindo os titulares da Série emitida no Regulamento; e) no pagamento do Preço de Aquisição dos Direitos Creditórios Elegíveis, em moeda corrente nacional, sempre até o Potencial de Cessão; e f) na amortização de Quotas Subordinadas, observados os limites, os termos e as condições do Regulamento”.

¹⁸ COFEE Jr, John. Rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in separation of ownership and control. New Haven: The Yale Journal, v. 111, nº 1, pp.1-82, Out. 2001, p. 68.



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.gov.br/cvm

Ocorrência no mercado de valores mobiliários

58. O primeiro requisito, de ocorrência no mercado de valores mobiliários, resta preenchido a partir da constatação de que a operação ora em análise foi materializada por meio da utilização de um fundo de investimentos em direitos creditórios, cujas cotas foram, inclusive, objeto de oferta pública, nos termos da regulamentação aplicável editada pela CVM.

A utilização de artifício ou ardil

59. O artifício ou ardil, para fins de caracterização da operação fraudulenta prevista na Instrução CVM nº 8/1979, remete à ideia de astúcia e engodo, representando a ferramenta por meio da qual se pratica a fraude¹⁹.

60. Observando-se a forma como o FIDC Comanche foi estruturado e como os direitos creditórios foram adquiridos pelo Fundo, fica claro que a falta de *disclosure* sobre a verdadeira extensão do inadimplemento das Cedentes no contexto do Contrato BR Distribuidora (seja no Prospecto, seja no Contrato de Cessão), descrito no item III.1, acima, constituiu o principal artifício. A ausência de informação sobre o grau extremamente elevado de inadimplência das Cedentes verificado até então – situação fática facilmente identificável, que desobrigava a BR Distribuidora de efetuar qualquer pagamento relacionado aos direitos creditórios adquiridos pelo Fundo – autoriza o preenchimento do requisito da utilização do artifício no caso concreto²⁰.

61. Muito embora alguns acusados tenham se dedicado a defender o mérito do investimento no Grupo Comanche, noto que este Processo não se propõe a analisar, em abstrato, se se tratava de um bom investimento ou não. Nem poderia ser o caso. Naturalmente, a avaliação da conveniência, da oportunidade, dos riscos associados e dos retornos esperados sobre qualquer investimento realizado em valores mobiliários – no caso, em cotas de emissão de fundos de investimento – não integra o mandato legal da Autarquia.

62. O que se analisa nesta imputação de operação fraudulenta é algo sensivelmente diferente. Avalia-se aqui, apenas e tão somente, se as ações e omissões comprovadas nos autos preenchem os requisitos necessários à caracterização do tipo administrativo previsto na Instrução CVM nº 8/1979, bem como se estão comprovados os elementos de autoria e materialidade da eventual infração.

¹⁹ MOTA, Fernando de Andrade. Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários. 303f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018 p. 189.

²⁰ Destinado a manter terceiros em erro, com se verá no subtópico seguinte.



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.gov.br/cvm

63. Outro ardil demonstrado pela Acusação reside no fato de que, segundo o Prospecto e o contrato de distribuição²¹, a Comissão de Distribuição seria paga pelas Cedentes. Todavia, o referido pagamento, em sentido diverso, foi realizado pelo Fundo, a partir dos recursos provenientes dos Aportes, em desacordo com o disposto no Prospecto.

64. Aproveito este trecho do voto para analisar especificamente a Projeção de Fluxo de Caixa, compreendida legitimamente pela Acusação como parte do ardil ou artifício requerido pela Instrução CVM nº 8/1979²².

65. Entretanto, tenho visão distinta neste ponto. Não consigo atribuir ao documento o peso e relevância propostos pela Acusação.

66. Apesar de a Projeção de Fluxo de Caixa efetivamente ter sido juntada ao Prospecto, esse documento foi produzido e anexado ao Prospecto, apenas em sua quinta versão, meses após o início dos esforços de captação do FIDC Comanche.

67. Aqui reside um ponto de relevante que me leva a concluir pela descaracterização da Projeção de Fluxo de Caixa como um ardil ou artifício destinado a manter os Cotistas em erro. É preciso observar que o referido documento foi datado de 05.05.2010 e trazido ao Prospecto somente em 07.06.2010, sendo que os trâmites internos de governança que aprovaram as decisões de investimento dos Cotistas no FIDC Comanche foram concluídos anteriormente a essa data, entre os meses de fevereiro e abril de 2010. Aponto, ainda, que os dois cotistas que ingressaram no Fundo após a divulgação de tal relatório no Prospecto o fizeram em 24.09.2010 e 21.10.2010²³, ou seja, já depois que a própria Administradora do Fundo, em assembleia de 17.09.2010²⁴, comunicara aos Cotistas a ocorrência dos inadimplementos no âmbito do Contrato BR Distribuidora.

68. Ora, um documento assinado e juntado ao Prospecto em momento posterior jamais poderia ter influenciado, de qualquer maneira, positiva ou negativamente, processos decisórios que, na oportunidade, já tinham sido concluídos, como provado nos autos. Lembro que, de acordo com a tese acusatória, teriam sido justamente os Cotistas os terceiros induzidos em erro

²¹ Assinado pelo FIDC Comanche e pela Distribuidora, tendo a Administradora como interveniente anuente. Conforme cláusula 3.1: “Pela prestação dos serviços de distribuição das Quotas, o DISTRIBUIDOR será remunerado exclusiva e diretamente pelas Cedentes.”

²² A referida projeção, contida no relatório da Auditora Independente emitido em 05.05.2010, passou a integrar anexo do Prospecto, tendo sido a ele apensado na versão datada de 07.06.2010.

²³ Doc. 0580428.

²⁴ Doc. 0580347.



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.gov.br/cvm

por eventuais vieses constantes da Projeção de Fluxo de Caixa (que foi categorizada como mais um elemento de ardil ou artifício, necessário à configuração da operação fraudulenta).

69. Respeitosamente, não vejo como isso seria possível, uma vez que as decisões de investimento já haviam sido aprovadas e concluídas pelos Cotistas que não haviam restado alertados sobre os inadimplementos quando a Projeção de Fluxo de Caixa foi divulgada.

70. Ainda que pudesse ser superada a ponderação anterior, também é fato que a Projeção de Fluxo de Caixa apresenta diversas ressalvas a respeito da extensão de seu escopo e finalidade. O caráter meramente opinativo do documento, devidamente acompanhado de extensas premissas e parâmetros limitadores, parece-me outro fator importante a ser considerado.

71. Também nesse sentido, um ponto adicional que deve ser destacado pela Projeção de Fluxo de Caixa consiste no fato de que o documento não incluiu trabalhos de auditoria e que, portanto, não estava sendo emitida qualquer opinião ou parecer sobre as demonstrações financeiras do Grupo Comanche.

72. Assim, entendo que a Projeção de Fluxo de Caixa, considerando a extensão e clareza de suas ressalvas e premissas, caracterizou um documento secundário, acessório e lateral no contexto do FIDC Comanche, tendo sido produzido e anexado ao Prospecto, inclusive, em momento posterior à conclusão da tomada de decisão de investimento no Fundo por parte dos Cotistas que não haviam restado alertados sobre os inadimplementos.

A indução de terceiros em erro

73. Parece-me claro que os atos relativos à constituição do FIDC Comanche, elaboração do Prospecto e celebração do Contrato de Cessão, notadamente em virtude das omissões acerca do grau elevado de inadimplemento das Cedentes no contexto do Contrato BR Distribuidora, ocorreram de modo a induzir os Cotistas em erro.

74. Como relatado, os Cotistas aportaram, em conjunto, pouco mais de R\$ 45 milhões no Fundo e, conforme análise da PFE sobre as propostas de termo de compromisso, os Cotistas ainda não recuperaram o valor dos Aportes até o momento²⁵.

75. Operações no mercado de capitais, naturalmente, comportam riscos. Assim, assiste

²⁵ Como mencionado no Relatório (§§ 20-23), no âmbito da liquidação do FIDC Comanche, as cotas seniores foram alienadas à Comanche Participações em troca de parcela de dinheiro e das Debêntures. As Debêntures foram resgatadas antecipadamente em 29.10.2015 por inadimplemento das obrigações assumidas pela Comanche Participações, o que resultou em bloqueios judiciais de recursos do Grupo Comanche. Não consta dos autos confirmação relativa ao efetivo recebimento dos valores devidos aos Cotistas na qualidade de titulares das Debêntures. Ao contrário, como também pontuado no Relatório (§133), segundo apurado pelo CTC, não houve ressarcimento integral dos prejuízos sofridos pelos Cotistas.



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.gov.br/cvm

razão aos Acusados quando afirmam que o principal risco de uma operação do gênero era o risco de crédito do Grupo Comanche e que este estava descrito no Prospecto.

76. Contudo, a mensuração adequada dos riscos associados a qualquer investimento no mercado de valores mobiliários depende de um regime informacional completo, preciso e transparente, o que não se verificou no presente caso. O inadimplemento histórico e relevante das Cedentes no âmbito do Contrato BR Distribuidora foi omitido do Prospecto e, ainda que não fosse do conhecimento dos prestadores de serviços do Fundo, não foi apurado quando da celebração do Contrato de Cessão. Caso o ardil não tivesse sido utilizado e caso o inadimplemento do Contrato BR Distribuidora tivesse sido divulgado, o processo decisório dos Cotistas poderia ter atingido resultado diverso.

77. Por tais motivos, considero preenchido, também, o requisito de indução de terceiros em erro.

A finalidade de obtenção de vantagem patrimonial indevida

78. Por fim, abordo o requisito de obtenção de vantagem patrimonial indevida. A vantagem em questão, como esclarece a norma, pode ser obtida para si ou para terceiros, de modo que a verificação da infração não decorre necessariamente da aferição de vantagem patrimonial pelos próprios acusados.

79. O primeiro grupo de vantagens patrimoniais indevidas, a meu ver, refere-se aos pagamentos realizados para as sociedades relacionadas aos sócios da Acrux: (i) Acrux Securitizadora, de R\$ 350 mil; (ii) Conclusiva, de R\$ 550 mil; e (iii) Opção RN, de R\$ 150 mil.

80. Acrux, Victor Taveira e Alberto Rodrigues alegam que tais pagamentos teriam fundamento econômico, pois remuneraram serviços prestados na estruturação de emissão de CCBs, estrutura que teria sido pensada junto à Estruturadora para a operação antes da definição de estruturação do FIDC Comanche. Para comprovar tais alegações, as defesas juntaram aos autos dois e-mails, indicando haver sido anexada minuta de “*contrato assessoria financeira*”, em 31.08.2009.

81. Como mencionado pelas defesas, tal contrato não se referiria ao FIDC Comanche. Ademais, menciono que o contrato não havia sido ainda sequer celebrado em agosto de 2009, servindo os e-mails para discutir possíveis remunerações pelos supostos serviços prestados pela Conclusiva – serviços esses que não foram descritos ou comprovados.

82. A Acrux Securitizadora, por sua vez, é mencionada na “*proposta de análise e*



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.gov.br/cvm

estruturação de securitização” assinada exclusivamente pela Estruturadora, que não tem o condão de comprovar a execução de quaisquer serviços.

83. Não foram apresentados documentos específicos referentes à Opção RN.

84. Em todo caso, nenhum desses três pagamentos guarda qualquer relação direta com o FIDC Comanche. A Acrux tinha pleno conhecimento do recebimento desses valores pelas Cedentes e, enquanto responsável pelo cumprimento das ordens de pagamento do FIDC Comanche, tinha ciência de estar recebendo valores advindos dos Aportes. Como representante dos interesses dos Cotistas, a Gestora desalinhou-se do seu principal mandato junto ao Fundo a partir do momento em que usufruiu de uma remuneração indireta paga a si própria e a partes relacionadas (via Cedentes, sem o devido *disclosure* aos Cotistas), em detrimento da defesa dos interesses dos investidores, que dependiam do cumprimento do Contrato BR Distribuidora para serem remunerados. A integralização das cotas de emissão do Fundo seria destinada, precipuamente, à aquisição dos direitos creditórios pelo Fundo, em favor das Cedentes, às quais caberia utilizar os recursos nas atividades relacionadas ao cumprimento de suas obrigações previstas no Contrato BR Distribuidora. A estruturação, portanto, do FIDC Comanche e o recebimento dos Aportes foi o que permitiu que fossem feitos tais pagamentos.

85. Ademais, a Comissão de Distribuição foi estipulada em 4% do valor distribuído, valor apontado pela Acusação como muito acima da média de mercado. Não apenas esse valor seria excessivo, como o Prospecto previa expressamente que a Comissão de Distribuição seria paga pelas Cedentes, o que, como mencionado, não ocorreu, pois o referido montante foi pago pelo Fundo. Novamente, um ponto de descumprimento de atribuição específica da Gestora.

86. Outras remessas relevantes de valores pelas Cedentes foram destinadas a outras sociedades do grupo, como a Comanche Corporation, no valor de R\$ 1,8 milhões; e a Comanche Bahia, no valor de R\$ 3,6 milhões. São sociedades do Grupo Comanche que não tinham relação com o FIDC Comanche, com o Contrato BR Distribuidora ou com as atividades que deveriam ser desenvolvidas pelas Cedentes para assegurar a entrega dos produtos e, por conseguinte, o pagamento dos direitos creditórios, indicando evidente desvio de valores. Nesse sentido, a Acusação identificou, ainda, a retenção de aproximadamente R\$ 7,8 milhões na forma de saldo em conta corrente ou aplicações financeiras do FIDC Comanche.

87. Assim, em linhas gerais, houve comprovação nos autos de que R\$ 26,9 milhões, montante equivalente a 57% dos Aportes realizados pelos Cotistas, não foi destinado à viabilização das atividades das Cedentes necessárias à produção de álcool, ao adimplemento do



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.gov.br/cvm

Contrato BR Distribuidora e ao recebimento dos direitos creditórios pelo Fundo. Esse montante teve destinação diversa.

88. Com relação aos outros 43% efetivamente investidos na produção, a Acusação chamou atenção para o fato de que contas correntes do Grupo Comanche receberam receitas provenientes de outros clientes no valor de R\$ 28,1 milhões, em montante muito superior ao auferido por ocasião das vendas realizadas pelas Cedentes à BR Distribuidora, de apenas R\$ 2,1 milhões. Isto é, mesmo considerando as despesas relacionadas à produção de álcool, o Grupo Comanche parece ter utilizado o FIDC Comanche para financiar a prestação de serviços a outros clientes que não a BR Distribuidora.

89. Ante o exposto, entendo presentes no Processo os elementos essenciais à configuração da infração administrativa de operação fraudulenta, conforme tipificada pelo item I, na forma da alínea “c” do item II, da Instrução CVM nº 8/1979. Concordo com a Área Técnica que estão atendidos os requisitos de (i) realização no mercado de valores mobiliários; (ii) utilização de ardis ou artifícios; (iii) indução ou manutenção de terceiros em erro; e (iv) finalidade de obter, para si ou para terceiro, vantagem patrimonial. As minhas considerações sobre os elementos de autoria a respeito da prática de operação fraudulenta, com a indicação das responsabilidades de cada acusado, conforme o caso, serão apresentadas na seção IV abaixo.

90. Passo, agora, à análise da imputação de falha no dever de fiscalização de terceiros contratados pelo Fundo.

III.3. Falha do administrador fiduciário na fiscalização das atividades do gestor de recursos

91. Oliveira Trust e José Alexandre Freitas foram acusados de falha na fiscalização de terceiro contratado (no caso, da Gestora) por fundo de investimento sob sua administração, em infringência ao art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004.

92. O regime jurídico estabelecido pela Instrução CVM nº 409/2004 tinha um foco de atenção destacada sobre a figura do administrador fiduciário, que, regulatoriamente, ocupava a posição de principal prestador de serviços do fundo, sendo responsável por toda e qualquer contratação de prestadores de serviços pelo fundo²⁶. Apesar de essa abordagem regulatória ter

²⁶ Cumpre registrar que, neste Processo, estamos aplicando as regras e conceitos jurídicos vigentes em 2004 (Instrução CVM nº 409/2004), revogados em 2014, conquanto refletidos na Instrução CVM nº 555/2014, os quais recentemente, ao final de 2022, foram substituídos pela Resolução CVM nº 175/2022. A nova regra, que ainda entrará em vigor, consolidou um arcabouço legal e regulatório inovador, moderno e sofisticado, alterando, substancialmente, as regras vigentes à época dos fatos



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.gov.br/cvm

sido sensivelmente modificada com a edição da Resolução CVM nº 175/2022, fato é que, à época dos fatos, segundo as regras então vigentes, o administrador fiduciário era responsável por fiscalizar os serviços prestados por todos os terceiros contratados pelo fundo. O comando inscrito no art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004 era expresso nesse sentido.

93. Naturalmente, a obrigação de fiscalização atribuída ao administrador fiduciário, no âmbito administrativo, jamais se confundiu com qualquer modalidade de responsabilidade solidária ou objetiva. Em atenção ao princípio da responsabilidade subjetiva, é preciso indicar, com precisão, as ações e omissões especificamente atribuídas ao administrador fiduciário para que se possa discutir, de forma adequada, o eventual descumprimento do comando de fiscalização sobre terceiros contratados pelo fundo.

94. Além disso, deve-se observar que não há, no ordenamento jurídico, qualquer indicação objetiva de atos ou procedimentos específicos que, uma vez realizados, obrigatoriamente conduzam ao atendimento do dever de fiscalização do administrador fiduciário previsto na Instrução CVM nº 409/2004. Trata-se de comando aberto, representado por um padrão de conduta, que somente se conforma na prática com a avaliação das circunstâncias e especificidades de cada caso concreto. Cada prestador de serviços, cada atividade, cada área de atuação, cada tipo de fundo de investimento, cada estrutura terá as suas particularidades, que devem ser consideradas quando da avaliação do cumprimento do dever de fiscalização do administrador fiduciário.

95. A regra não impõe ao administrador fiduciário a obrigação de garantir, de forma direta, finalisticamente, que irregularidades não sejam cometidas por outros prestadores de serviços. O que a norma estabelece, em sentido diverso, como obrigação de meio, é que o administrador fiduciário atue de forma diligente na fiscalização dos demais prestadores de serviços contratados. Ao constituir um núcleo privado responsável pela fiscalização de outros agentes dentro da própria estrutura do fundo de investimento, atribuindo ao administrador fiduciário esse papel de *gatekeeper*, o racional regulatório objetiva aumentar as chances de que irregularidades sejam evitadas ou identificadas o mais rápido possível e devidamente tratadas.

96. Nesse sentido, sempre em bases cuidadosas e ao mesmo tempo razoáveis, cabe ao administrador fiduciário envidar os melhores esforços no sentido de exercer suas atividades de acordo com um padrão de conduta diligente na fiscalização dos terceiros contratados pelo

objeto deste Processo, inclusive no que se refere à extensão e profundidade dos deveres e responsabilidades do administrador fiduciário de fundos de investimento no 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
www.gov.br/cvm

fundo. Caso o faça de forma documentada, apta a ser comprovada posteriormente – por exemplo, seguindo procedimentos, manuais e políticas internas –, o administrador fiduciário estará em melhores condições para defender a conformidade de suas atividades com o cumprimento do dever de fiscalização.

97. Por um lado, é verdade que nem toda irregularidade cometida por um prestador de serviço do fundo autoriza a conclusão de que, necessariamente, houve falha de fiscalização do administrador fiduciário. É possível que determinadas infrações a regras aplicáveis, fraudes ou irregularidades de natureza específica sejam cometidas mesmo diante de um robusto e eficiente sistema de fiscalização estruturado pelo administrador fiduciário. Fica ressaltado, aqui, o caráter inequívoco de obrigação de meio do dever de fiscalização previsto na Instrução CVM nº 409/2004.

98. Todavia, por outro lado, é igualmente verdade que o administrador fiduciário assume um ônus regulatório diferenciado, de extrema relevância, desde o início de seu mandato. Trata-se do agente que precisa promover, proativamente, de forma consistente, as medidas necessárias para se desincumbir da atribuição de fiscalização das atividades dos demais. Em caso de eventual irregularidade cometida por um terceiro, o dever de fiscalização do administrador fiduciário, em tese, pode restar atendido se for comprovada a existência, adequação, efetividade e diligência das suas atividades.

99. Trazendo todos esses conceitos ao caso concreto, a Gestora foi contratada pelo FIDC Comanche desde o registro inicial do fundo junto à CVM. Com efeito, a atuação da Gestora perante o Grupo Comanche na estruturação de captação no mercado antecedeu ao próprio engajamento da Oliveira Trust. De todo modo, a obrigação de fiscalização a ser cumprida refere-se, portanto, à obrigação de a Oliveira Trust fiscalizar as atividades da Acrux.

100. Da análise do Processo, conclui-se que o dever de fiscalização da Administradora não foi plenamente cumprido de acordo com o exigido pela Instrução CVM nº 409/2004.

101. O FIDC Comanche poderia adquirir direitos creditórios apenas das duas Cedentes e afiliadas²⁷. Houve um único instrumento contratual regulando a cessão de direitos creditórios ao Fundo, representado pelo Contrato de Cessão. Havia apenas uma sacada, a BR Distribuidora, como devedora principal dos direitos creditórios que poderiam ser adquiridos pelo Fundo. Não

²⁷ Segundo o Prospecto: “*Poderão ceder Direitos Creditórios Elegíveis ao Fundo: (i) a Comanche Biocombustíveis de Canitar Ltda.; (ii) Comanche Biocombustíveis de Santa Anita Ltda.; e/ou (iii) Afiliada(s) das sociedades mencionadas nos subitens “i” e “ii” acima, a serem incluídas como Cedente(s) apta(s) a ceder Direitos Creditórios ao Fundo, conforme disposto no Regulamento*” (Doc. 0580341).



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.gov.br/cvm

se pode sustentar, de forma alguma, que se trata de uma estrutura complexa ou mais pulverizada, hipótese que, em tese, poderia justificar procedimentos de fiscalização mais dinâmicos ou análises de amostragens, desde que em observância às regras aplicáveis.

102. Em complemento, considerando-se o baixo risco de crédito da sacada e os desafios enfrentados pelo Grupo Comanche quando da estruturação do Fundo – fundamento para a estruturação da operação e de pleno conhecimento de todos que dela participaram, incluindo a Administradora – parecia claro, desde o início, que o risco central do Fundo residia na capacidade empresarial, econômica e financeira das Cedentes em entregar à BR Distribuidora os volumes de produtos contratados por meio do Contrato BR Distribuidora.

103. Embora a responsabilidade pela análise da execução do Contrato BR Distribuidora e gestão dos direitos creditórios fosse da Gestora, para a adequada execução dos seus serviços e em conformidade com as suas responsabilidades atribuídas pela regulação, a Administradora não pode alegar desconhecimento desse risco central, absolutamente intrínseco à operação.

104. O mais grave a evidenciar a falha na fiscalização da Administradora sobre a atuação da Gestora, a meu ver, reside na constatação de que, em 24.06.2010, data de celebração do Contrato de Cessão, documento assinado pela Administradora como representante do Fundo, já havia um enorme histórico de inadimplência das Cedentes no âmbito do Contrato BR Distribuidora. Mais precisamente, desde 31.03.2009, data de assinatura do Contrato BR Distribuidora, 1 ano e 3 meses antes da efetiva transferência dos direitos creditórios ao FIDC Comanche, existia de forma bastante clara um ponto de atenção de extrema relevância, relativo ao histórico de performance e descumprimentos das Cedentes.

105. Ainda que a Administradora possa não ter sido informada de qualquer *red flag* específico na execução do contrato, cabia a ela minimamente perquirir e fiscalizar a Gestora sobre a atividade desta no que tange à execução do Contrato BR Distribuidora. O adequado exercício de um dever de fiscalização não pressupõe uma conduta exclusivamente reativa a pontos de atenção que lhe são trazidos.

106. Essa situação, entretanto, pelo que consta dos autos, não foi objeto de questionamento por parte da Administradora, nem constou do Prospecto do Fundo, que continuou a apresentar, como dito anteriormente, um recorte temporal mais antigo e desatualizado, além de materialmente incompleto e impreciso. Destaca-se, nesse contexto, a omissão da informação de que os descumprimentos das Cedentes, nos 7 meses anteriores à celebração do Contrato de Cessão e ao início dos Aportes, atingiram a marca de 100% de suas obrigações de entrega de



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.gov.br/cvm

produtos.

107. No Contrato de Cessão, as Cedentes declararam e asseguraram que apenas a BR Distribuidora estava adimplente com as suas obrigações²⁸, silenciando-se sobre a adimplência de suas próprias obrigações, sem as quais, nos termos do Contrato BR Distribuidora, nenhum pagamento seria devido às Cedentes.

108. Ademais, a Acusação apontou que a Acrux era, à época dos fatos, uma gestora com pouca experiência no mercado. Esse fator, de forma isolada, não prova muita coisa, nem pode ser confundido com qualquer forma de impedimento a que prestadores de serviços constituídos há pouco tempo, de posse das habilitações e registros exigidos pelas regras aplicáveis, sejam contratados por fundos de investimento.

109. De todo modo, entendo que a contratação de um gestor de recursos de terceiros novo, sem histórico relevante de atuação no mercado, pode consistir em um ponto de alerta que, conforme o caso, pode sugerir a pertinência de se optar por uma amplitude e profundidade diferenciada no que se refere ao cumprimento do dever de fiscalização do administrador fiduciário sobre o referido prestador de serviços, em observância à legislação e regulamentação aplicáveis. Este tópico, somado às demais circunstância descritas neste capítulo, a meu ver, deveria ter dado ensejo a uma fiscalização mais apurada sobre a atuação da Gestora, riscos que efetivamente se materializaram na operação fraudulenta.

110. Como bem aponta a Acusação, não tem o administrador fiduciário a obrigação de refazer o trabalho do gestor de recursos. Contudo, no caso concreto, o FIDC Comanche possuía um único risco, significativo, sobre o qual se apoiava toda a operação, a saber, a capacidade das Cedentes de cumprirem a sua parte do Contrato BR Distribuidora. E a concretização desse risco poderia ser de fácil verificação, mediante adequada (ou talvez mínima) diligência de um administrador fiduciário experiente sobre gestor não apenas novo, mas sob potencial conflito de interesses.

111. O que se está exigindo, neste caso concreto, é um *standard* mínimo, bastante razoável e adequado de diligência, de obtenção de informações, sem qualquer mistura, sobreposição ou intromissão da Administradora sobre as atribuições da Gestora. Não caberia à Administradora

²⁸ O tema encontra-se tratado na cláusula 4.1 do Contrato de Cessão, *in verbis*: “4.1. Cada Cedente e a Comanche Clean Energy, individualmente, devidamente representada na forma de seus atos constitutivos, declara e assegura à Administradora e ao Custodiante, que, na data de assinatura deste Contrato de Cessão e em cada Data de Oferta, conforme o caso: (...) j) os Sacados, devedores dos direitos creditórios oferecidos à cessão ao Fundo, não se encontram inadimplentes no cumprimento de qualquer obrigação pecuniária devida à Cedente e/ou a qualquer de suas Afiliadas, por prazo superior a 15 (quinze) dias:”.



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.gov.br/cvm

se imiscuir na análise de mérito da seleção dos ativos que viriam a integrar a carteira do Fundo, naturalmente.

112. Nesse sentido, vale destacar que a tabela com as informações das quantidades de biocombustíveis que deveriam ser entregues mensalmente pelas Cedentes à BR Distribuidora só foi incluída no Prospecto a pedido da própria CVM, por exigência da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários.

113. Portanto, a meu ver, o conjunto fático probatório constante dos autos comprova a falha da Administradora em seu dever de fiscalização da Gestora, em infração ao art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004.

114. Antes de concluir, considero importante comentar argumento trazido em memorial de defesa, apresentado há poucos dias nos autos²⁹, no sentido de que a quitação outorgada pelos Cotistas em favor da Administradora, em 26.03.2012, demandaria a absolvição da Administradora neste Processo.

115. Não tenho dúvidas de que esse fato, em conjunto com a aprovação das contas do Fundo sem ressalvas pela unanimidade dos Cotistas ao longo do tempo³⁰, consubstanciam questões fáticas relevantes em outras esferas, inclusive de reparação patrimonial entre as partes. Cuida-se de um reconhecimento expresso, por parte dos principais prejudicados pelas irregularidades apuradas nos autos, de que não atribuem à Administradora qualquer espécie de responsabilidade pelos prejuízos experimentados pelo Fundo.

116. De todo modo, estamos neste Processo circunscritos à esfera administrativa da regulação do mercado de valores mobiliários, objeto de competência privativa da CVM para fins de edição e supervisão de normas de conduta. Nesta seara, o bem jurídico tutelado consiste em assegurar que determinados padrões de comportamento sejam devidamente observados pelos participantes, independentemente de prejuízo ou da opinião externada pelos eventuais prejudicados no que se refere a questões de natureza reparatória em esfera civil.

IV. Responsabilidades e Dosimetria

117. Nesta seção, analisarei os elementos de autoria das infrações imputadas a cada Acusado, à luz do que foi comprovado nos autos. Conforme aplicável, atribuirei também a dosimetria da pena de cada Acusado.

²⁹ Doc. 1772369.

³⁰ Doc. 0580353.



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.gov.br/cvm

IV.1. Comanche Canitar, Comanche Santa Anita, Comanche Participações, Aser Gonçalves, Alicia Noyola e Thomas Cauchois

118. Demonstrada a materialidade da operação fraudulenta, parece-me claro que a responsabilidade primária pela infração recai sobre as Cedentes e Comanche Participações³¹.

119. Entendo que essas sociedades desempenharam função central em cada um elementos que compõem o tipo administrativo de operação fraudulenta, estruturando o FIDC Comanche como um veículo de investimento para aquisição de direitos creditórios sem divulgar informações importantes sobre histórico de inadimplementos, ocultando seletivamente informações e direcionando irregularmente os valores integralizados pelos Cotistas para outras finalidades, diferentes daquelas previstas nos documentos pertinentes.

120. Por conseguinte, também é responsável Aser Gonçalves, que, além de acionista da Comanche Participações, era diretor financeiro do Grupo Comanche, estando o adimplemento do Contrato BR Distribuidora e das obrigações do FIDC Comanche sob sua responsabilidade.

121. Além da responsabilidade decorrente de seu cargo, como apontou a Acusação, a participação de Aser Gonçalves na operação fraudulenta pode ser exemplificada por meio de sua assinatura em diversos documentos relacionados ao assunto³².

122. A responsabilidade de Alicia Noyola e Thomas Cauchois é menos acentuada que a de Aser Gonçalves, já que Alicia Noyola assinou apenas atos posteriores aos Aportes³³, enquanto que Thomas Cauchois não chegou a assinar atos relacionados diretamente ao FIDC Comanche.

123. Contudo, entendo que não se pode afastar a responsabilidade deles pela operação fraudulenta. Apesar de a sede do Grupo Comanche ser situada no exterior, as usinas no Brasil eram as únicas unidades produtivas do grupo como um todo. Nesse contexto, Alicia Noyola e

³¹ Controladora do grupo econômico das Cedentes no Brasil.

³² A título exemplificativo, é apontada sua participação no "Histórico de Aporte de Quotas" (Doc. 0580428) como sendo um dos responsáveis pelas Cedentes; no "Instrumento Particular de Contrato de Promessa de Cessão e Aquisição de Direitos creditórios e Outras Avenças" (Doc. 0580376); nas mensagens de acompanhamento do investimento trocadas com a Administradora (Doc. 0580345); na notificação enviada à administradora do Fundo (Doc. 0580349); no documento que trata de contas bancárias mantidas pelas Cedentes (Doc. 0580361) e no "Contrato de Prestação de Serviços de Cobrança do Fundo" (Doc. 0580430). Além disso, é possível comprovar sua presença nas assembleias de cotistas do FIDC Comanche realizadas em 17.09.2010, 12.01.2011 e 26.01.2011 (Doc. 0580422).

³³ Embora, registre-se, Alicia Noyola representou empresas do Grupo Comanche em dois importantes contratos relativos ao FIDC Comanche: (i) o "Primeiro Aditamento ao Instrumento Particular de Contrato de Promessa de Cessão e Aquisição de Direitos creditórios e Outras Avenças" (Doc. 0580421); e (ii) o "Instrumento Particular de Compromisso de Compra de Quotas Seniores da 1ª Série", pelo qual o Grupo Comanche se comprometeu a adquirir as cotas do FIDC Comanche em troca das Debêntures. Ademais, representou os cotistas subordinados nas assembleias gerais de cotistas de 23.05.2011, 13.07.2011, 29.09.2011, 06.12.2011 e 31.01.2012. Embora estes fatos sejam posteriores ao início do inadimplemento do Contrato BR Distribuidora e à estruturação do FIDC Comanche, eles demonstram o grau de proximidade que Alicia Noyola tinha com a operação.



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.gov.br/cvm

Thomas Cauchois eram os principais administradores do Grupo Comanche³⁴. Chama atenção, nesse sentido, que a operação fraudulenta envolveu transferências de valores também para a Comanche Participações e Comanche Bahia, demonstrando envolvimento do Grupo Comanche como um todo na operação.

124. Em linha com as considerações feitas anteriormente sobre o impacto das operações fraudulentas sobre a higidez do mercado de valores mobiliários, nos termos do item III da Instrução CVM nº 8/1979, essa irregularidade é considerada uma infração de natureza grave, sendo possível a aplicação de qualquer das penas previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976³⁵.

125. Nesse contexto, importante balizador para a aplicação das penalidades a serem aplicadas para as sociedades do Grupo Comanche e seus administradores são precedentes que envolvem operações fraudulentas perpetradas no âmbito de fundos de investimento, particularmente com cotistas semelhantes aos do FIDC Comanche.

126. Cito, assim, o PAS CVM Nº RJ2015/12087³⁶, em que foi aplicada (i) à gestora do fundo em questão a penalidade de R\$ 7,2 milhões³⁷, correspondente a 10% do valor da operação irregular; e (ii) a seu administrador a penalidade de inabilitação por 3 anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM.

³⁴ Thomas Cauchois é apresentado no Prospecto como o principal executivo do Grupo Comanche. A proeminência de Thomas Cauchois e Alicia Noyola no Grupo Comanche, porém, é melhor evidenciada pela Cláusula 13.1. 'aa', 'v', do "Instrumento Particular de Contrato de Promessa de Cessão e Aquisição de Direitos Creditórios e Outras Avenças" (Doc. 0580376). Esta previa que as empresas do Grupo Comanche se comprometem a "obter prévia e expressa aprovação, por escrito, dos titulares de, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) das Quotas Seniores em Circulação", por ocasião de promover a "saída dos executivos estratégicos, Sr. Thomas Cauchois e/ou da Sra Alicia Navar Noyola como sócios diretos ou indiretos de qualquer das cedentes". Não se trata de uma cláusula trivial em operações do gênero e demonstra elevado grau de controle dos administradores sobre o Grupo Comanche e sua supervisão sobre as operações do FIDC Comanche. Também os documentos arquivados na SEC demonstram sua relevância, descritos como *chairman* e vice *chairman* da controladora do Grupo Comanche.

³⁵ Considerando a redação vigente à época dos fatos (ou seja, anterior às alterações introduzidas pela Lei nº 13.506/2017): "Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários."

³⁶ j. 24.07.2018, Diretor Relator Pablo Renteria.

³⁷ Na ocasião, noto que o prejuízo apontado foi de, aproximadamente, R\$ 2,1 milhões.



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.gov.br/cvm

127. Aponto como referência, ainda, o PAS CVM nº RJ2015/9909³⁸, no qual a gestora de um fundo exclusivo adquiriu títulos superfaturados e apresentou extratos adulterados para a administradora, causando um prejuízo de US\$ 79 milhões. Ao final, o diretor responsável da gestora foi condenado, por maioria, à penalidade de multa no valor de R\$ 111 milhões, equivalente a 50% do valor total da operação fraudulenta³⁹.

128. Na operação analisada no PAS CVM nº RJ2015/2027⁴⁰, notas emitidas por instituições financeiras estrangeiras eram adquiridas por interpostas pessoas por meio de uma corretora nos Estados Unidos e, em seguida, revendidas por preços superfaturados, causando um prejuízo efetivo de cerca de US\$ 16 milhões. No caso, ao diretor responsável pela gestão dos fundos de investimento e principal idealizador da operação foi aplicada penalidade de proibição temporária, pelo prazo de 10 anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários. Dois outros participantes das triangulações receberam a penalidade de multa no valor de 2,5x (duas vezes e meia) a vantagem econômica indevida individualmente considerada⁴¹.

129. Dessa forma, casos como o presente Processo historicamente dão ensejo à aplicação de penalidades diversas por esta CVM, conforme características e especificidades de cada caso concreto.

130. Assim, considerando ter sido o Grupo Comanche o principal agente dos fatos tratados no Processo, que causou prejuízo aos Cotistas⁴², bem como considerando procedente a imputação formulada pela Acusação de infração ao item I c/c item II, alínea “c” da Instrução CVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta, dimensionada pela captação irregular pelo Fundo, voto pela aplicação da pena de multa pecuniária no valor individual de R\$ 3.000.192,11 (três milhões e cento e noventa e dois reais e onze centavos) a **(i)** Comanche Canitar; **(ii)** Comanche Santa Anita; e **(iii)** Comanche Participações, sendo o referido montante devido por cada um dos três acusados, totalizando montante correspondente a 20% dos

³⁸ j. 05.09.2017, Diretor Relator Gustavo Borba.

³⁹ Conforme voto vencedor apresentado pelo Diretor Henrique Machado.

⁴⁰ j. 02.04.2019, Diretor Relator Gustavo Gonzalez.

⁴¹ Os benefícios econômicos foram identificados nos valores de R\$5.076.341,49 e R\$ 5.278.707,03; e as multas foram estipuladas em R\$ 12.690.853,71 e R\$ 13.196.767,56.

⁴² Como pontuado no Relatório, no âmbito da negociação de propostas de termo de compromisso, o CTC apurou que os Cotistas não foram ressarcidos integralmente. De todo modo, o montante dos prejuízos ao final incorrido não restou inequívoco e não é adotado como base para aplicação da penalidade de multa. Isso porque o prejuízo causado a investidores passou a integrar o rol dos incisos do art. 11, §1º, da Lei nº 6.385/1976 apenas a partir da redação dada pela Lei nº 13.506/2017, editada posteriormente aos fatos objeto deste PAS. O parâmetro aqui adotado, de percentual da operação irregular limitado a 50%, já constava do inciso II do referido rol então vigente da Lei nº 6.385/1976.



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.gov.br/cvm

Aportes⁴³.

131. Já aos administradores envolvidos, conforme redação vigente à época da Lei nº 6.385/1976, aplico as seguintes penalidades de proibição temporária para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários brasileiro, em conformidade com as suas respectivas participações na operação fraudulenta, pelo período de: **(i)** Aser Gonçalves: 5 anos; **(ii)** Alicia Noyola: 3 anos; e **(iii)** Thomas Cauchois: 3 anos.

IV.2. Acrux, Victor Taveira e Alberto Rodrigues

132. Acrux atuou como gestora do FIDC Comanche, tendo como seus administradores responsáveis Victor Taveira e Alberto Rodrigues, que participaram diretamente das operações do Fundo.

133. Com relação à atuação desse núcleo relacionado à Acrux, ressalto **(i)** a posição da Gestora muito próxima da execução do Contrato BR Distribuidora, sendo de sua responsabilidade a gestão dos direitos creditórios do FIDC Comanche; **(ii)** as transferências, sem fundamento econômico demonstrado de forma convincente nos autos, feitas a sociedades ligadas, conforme analisado acima; **(iii)** a ausência de menção a tais sociedades na seção do Prospecto destinada à indicação dos potenciais conflitos de interesse envolvidos na operação do FIDC Comanche, o que poderia ser facilmente identificado e corrigido pelos referidos acusados.

134. Noto, contudo, que a reprovabilidade da conduta do grupo de agentes relacionados à Gestora é diversa. Os argumentos de Alberto Rodrigues de que o principal gestor da Acrux era Victor Taveira e que somente assinou documentos referentes ao FIDC Comanche quando estritamente necessário por motivos de governança parecem verossímeis, considerando-se a participação de cada administrador nos documentos do Fundo.

135. Esse fator apenas afeta a reprovabilidade da conduta de Alberto Rodrigues, não sendo suficiente para eximi-lo de responsabilidade, especialmente quando se observa que sociedades ligadas a ele receberam pagamentos e vantagens patrimoniais decorrentes da operação. Alberto Rodrigues não foi mero expectador da operação objeto deste Processo e não está sendo condenado por mera negligência. Ele tinha conhecimento da operação em todos os seus termos

⁴³ O valor base atrelado à operação fraudulenta considerou a totalidade dos Aportes, mesmo dos Cotistas que fizeram seus Aportes após o inadimplemento integral do Contrato BR Distribuidora, pois todos os cotistas foram vítimas da operação fraudulenta, que englobou toda a operação do FIDC Comanche.



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.gov.br/cvm

e dela participou ativamente.

136. Assim, voto pela condenação de Acrux, Victor Taveira e Alberto Rodrigues por infração ao item I c/c item II, alínea “c” da Instrução CVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta. Em linha com a análise conduzida no item anterior, entendo que as penalidades a serem aplicadas devem ser condizentes com as características do caso concreto.

137. Considerando as características da operação fraudulenta e a participação da Gestora na sua consecução, voto pela aplicação à Acrux da pena de multa pecuniária no valor de R\$ 2.250.144,08 (dois milhões, duzentos e cinquenta mil, cento e quarenta e quatro reais e oito centavos), correspondente a 5% dos Aportes⁴⁴.

138. Já com relação a seus administradores, aplico as seguintes penalidades de proibição temporária para a prática de quaisquer atividades que dependam de autorização ou registro na CVM, em conformidade com as suas respectivas participações na operação fraudulenta, pelo período de: (i) Victor Taveira: 3 anos; e (ii) Alberto Rodrigues: 2 anos.

IV.3. Carlos Rebelatto

139. Com relação à conduta de Carlos Rebelatto, a Área Técnica fez um minucioso trabalho de demonstrar como a Projeção de Fluxo de Caixa foi anexada ao Prospecto sem o conhecimento da Auditora Independente.

140. De todo modo, conforme adiantado acima, entendo que a Acusação não conseguiu demonstrar que a Projeção de Fluxo de Caixa tenha de alguma forma impactado nas decisões de investimento dos Cotistas. Entendo que a sua elaboração não pode estar atrelada à prática da operação fraudulenta em si, pois ocorreu depois de concluídos os trâmites internos dos Cotistas que não tinham sido alertados sobre os inadimplementos, de aprovação das respectivas decisões de investimento no FIDC Comanche.

141. Não vislumbrei, ainda, quaisquer indícios de que Carlos Rebelatto tivesse conhecimento das fraudes perpetradas pelo Grupo Comanche, sendo provável que de fato não soubesse. Por fim, o benefício supostamente irregular advindo da sua participação na operação fraudulenta – além de recebido pela Auditora Independente e não por ele – foi demasiadamente baixo e não me parece apto a justificar sua participação em uma irregularidade tão grave.

⁴⁴ O valor base atrelado à operação fraudulenta considerou a totalidade dos Aportes, mesmo dos Cotistas que fizeram seus Aportes após o inadimplemento integral do Contrato BR Distribuidora, pois todos os cotistas foram vítimas da operação fraudulenta, que englobou toda a operação do FIDC Comanche.



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.gov.br/cvm

142. Dessa forma, entendo que Carlos Rebelatto deve ser absolvido da acusação de infração ao item I c/c item II, alínea “c” da Instrução CVM nº 8/1979, pela prática de operação fraudulenta.

IV.4. Oliveira Trust e José Alexandre Freitas

143. Demonstrada no item III.3 a materialidade da irregularidade praticada pela Administradora e sobre ela recaindo a reponsabilidade correspondente, o mesmo ocorre com relação a José Alexandre Freitas, seu diretor responsável, que nada apresentou no sentido de evidenciar procedimentos e controles existentes voltados a assegurar o cumprimento do dever de fiscalização devida, conforme jurisprudência da CVM⁴⁵. Cabe, então, definir a dosimetria de suas penas.

144. A gravidade da irregularidade administrativa praticada pela Administradora é distinta e, sem dúvidas, menor que a dos demais Acusados. Isso não significa, porém, que a sua falha tenha sido irrelevante, especialmente por ter facilitado a ocorrência da operação fraudulenta, conforme analisado acima. Ao mesmo tempo, é necessário sopesar que a Administradora efetivamente atuou com diligência em período posterior aos Aportes, não tendo sido negligente em sua fiscalização. Foi comprovado nos autos que diligenciou, por exemplo, quanto a notificações, divulgação de fatos relevantes, convocações de diversas assembleias de cotistas para deliberar sobre possíveis soluções para a situação do Fundo, tendo dado cumprimento às deliberações dos Cotistas. Ademais, a Administradora situava-se em posição bem mais distante da execução do Contrato BR Distribuidora, não se podendo ignorar a realidade dos serviços prestados por cada prestador de serviços de fundos de investimento.

145. Dessa forma, levando esses pontos em consideração, proponho a condenação da Administradora e José Alexandre Freitas à penalidade de advertência⁴⁶.

V. Conclusão

146. Por todo o exposto, com fulcro no art. 11, incisos I, II, VII e VIII, da Lei nº 6.385/1976, com redação anterior à Lei nº 13.506/2017, voto:

- (i) pela rejeição das preliminares;
- (ii) pela condenação de **(a) Comanche Biocombustíveis de Santa Anita Ltda.; (b) Comanche Biocombustíveis de Canitar Ltda.; e (c) Comanche Participações do Brasil S.A.** à pena

⁴⁵ Citando-se, a título exemplificativo, o PAS CVM RJ2005/8510, j. 04.04.2007; e o PAS CVM 08/2004, j. 06.12.2012.

⁴⁶ Em linha com o PAS CVM Nº RJ2012/6987, j. 13.08.2013, Diretora Relatora Ana Novaes.



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.gov.br/cvm

- de multa pecuniária no valor individual, devido por cada uma delas, de R\$ 3.000.192,11 (três milhões, cento e noventa e dois reais e onze centavos), pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;
- (iii) pela condenação de Thomas Gregg Cauchois à pena de proibição temporária para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários pelo período de 3 anos, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;
 - (iv) pela condenação de Alicia Navar Noyola à pena de proibição temporária para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários pelo período de 3 anos, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;
 - (v) pela condenação de Aser Gonçalves Junior à pena de proibição temporária para atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários pelo período de 5 anos, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;
 - (vi) pela condenação de Acrux Administração de Recursos Ltda. à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 2.250.144,08 (dois milhões, duzentos e cinquenta mil, cento e quarenta e quatro reais e oito centavos), pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 8/1979;
 - (vii) pela condenação de Victor Mariz Taveira à pena de proibição temporária para a prática de quaisquer atividades que dependam de autorização ou registro na CVM, pelo período de 3 anos, em virtude da prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c” da Instrução CVM nº 8/1979;
 - (viii) pela condenação de Alberto dos Santos Rodrigues à pena de proibição temporária a prática de quaisquer atividades que dependam de autorização ou registro na CVM, pelo período de 2 anos, em virtude da prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c” da Instrução CVM nº 8/1979;



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.gov.br/cvm

- (ix) pela condenação de **(a) Oliveira Trust DTVM S.A.**; e **(b) José Alexandre Costa de Freitas** à pena de advertência, por terem falhado no dever de fiscalizar terceiro contratado por fundo de investimento sob sua administração, em infringência ao art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004; e
- (x) pela absolvição de **Carlos Rebelatto** da acusação de prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários.

147. Por fim, proponho que o resultado do julgamento deste Processo seja comunicado à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 229/2018/CVM/SGE, datado de 03.12.2018⁴⁷.

É como voto.

Rio de Janeiro, 9 de maio de 2023.

Alexandre Costa Rangel

Diretor Relator

⁴⁷ Doc. 0652194.