



**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](http://www.cvm.gov.br)

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/9195**

(Processo SEI nº 19957.010098/2019-51)

Reg. Col. nº 0148/2016

**Acusados:** Edgar Mansur Salomão  
Nils Bjellum  
Mehraz Rafat  
Orivaldo Balloni  
Agrenco Holding B.V.  
I.P.P.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A.  
Kewalan Empreendimentos e Participações S.A.

**Assunto:** Uso de práticas não equitativas em operações de PIPE (*Private Investment in Public Equity*)

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

**RELATÓRIO**

**I. INTRODUÇÃO**

1. Este processo administrativo sancionador (“PAS”) foi instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar supostas irregularidades em operações de subscrição privada de ações de emissão da Agrenco Limited (“Companhia” ou “Agrenco Limited”), realizadas pelo fundo de investimento Global Yield Fund Limited (“Fundo GEM”).

2. Edgard Mansur Salomão (“Edgar Salomão”), Nils Bjellum, Mehraz Rafat, Orivaldo Balloni, Agrenco Holding B.V. (“Agrenco Holding”), I.P.P.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A. (“I.P.P.S.P.E”) e Kewalan Empreendimentos e Participações S/A (“Kewalan”, e, em conjunto com Edgar Salomão, Nils Bjellum, Mehraz Rafat, Orivaldo Balloni, Agrenco Holding e I.P.P.S.P.E, os “Acusados”) foram acusados de realização 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  
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](http://www.cvm.gov.br)

operações fraudulentas, ilícito definido no item II, letra “c”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução. Em 15.01.2019, o Colegiado unanimemente deliberou dar nova definição jurídica aos fatos, substituindo a acusação de operação fraudulenta por uma acusação de uso de práticas não equitativas, definido no item II, “d da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução<sup>1</sup>.

3. As subscrições tidas como irregulares foram realizadas no âmbito de uma operação de financiamento (“Operação”), por meio da qual o Fundo GEM se comprometera a subscrever privadamente ações de emissão da Companhia até o montante de R\$130.000.000,00, por meio de um ou mais aumentos de capital, em contrapartida ao recebimento de remuneração contratualmente ajustada.

## II. ACUSAÇÃO

### II.1 Apuração dos fatos

4. Em 20.01.2011, a Companhia publicou fato relevante informando “que entrou em entendimento” com o Fundo GEM “acerca dos termos e condições de uma linha de crédito de três anos no valor de R\$130.000.000,00 (cento e trinta milhões de reais), segundo a qual o GEM disponibilizará um novo financiamento de capital à Companhia” e que “o capital disponibilizado poderá ser sacado a qualquer tempo pela companhia durante o prazo”. De acordo com esse contrato, “ao receber as solicitações de saque pela Companhia, o GEM se responsabilizará por subscrever ações da Companhia em uma ou mais subscrições privadas de ações no montante agregado máximo de R\$130.000.000,00 a um preço de subscrição por ação equivalente a 89,5% (oitenta e nove e meio por cento) do preço médio de fechamento da ação durante um período de negociação determinado”<sup>2</sup>.

5. Em 02.02.2011, a Companhia divulgou comunicado ao mercado informando “que, na data de hoje, (...) aconteceu reunião com a presença de todos os grandes credores bancários, bem como de outros credores não bancários, ocasião em que foi apresentado em detalhes o plano proposto para a aplicação da linha de crédito de R\$130.000.000,00 obtida junto ao Global Yield Fund Limited (“GEM”)”. Na mesma data, divulgou novo comunicando, informando que “firmou os documentos definitivos com o Global Yield Fund

---

<sup>1</sup> Fls. 627

<sup>2</sup> Fl. 79 (doc. 0871078).



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

Limited ('GEM'), o que possibilita a disponibilização do capital de R\$130.000.000,00, que serão utilizados para os fins corporativos da Companhia”<sup>3</sup>.

6. Em 21.03.2011, a Agrenco Limited divulgou comunicado ao mercado informando que sua controladora, Agrenco Holding, havia transferido 65.834.173 (sessenta e cinco milhões, oitocentos e trinta e quatro mil, cento e setenta e três) ações de emissão da Companhia à I.P.P.S.P.E., sua subsidiária brasileira. A Agrenco Holding permaneceu sendo a controladora da Companhia, visto que era detentora da integralidade das ações desta subsidiária, e esclareceu “que não se trata de emissão de novas ações, mas sim de mera transferência de ações já existentes”<sup>4</sup>.

7. Em 11.04.2011, a Agrenco Limited divulgou novo comunicado ao mercado, informando que “o Conselho de Administração da Companhia aprovou, nesta data, por unanimidade, (...) [os] termos de uma autorização para a GEM – Global Yield Fund Limited ("GEM"), adquirir 7,7 milhão de Certificados de Ações a um preço de exercício de R\$3,00 (três reais) que serão emitidos como parte dos termos com os quais o grupo GEM acordou a fim de fornecer uma linha de capital de financiamento de crédito no valor de R\$130 milhões para a Companhia”<sup>5</sup>.

8. A Agrenco Limited divulgou novo comunicado ao mercado em 14.04.2011 por meio do qual informou que a assembleia geral de credores aprovou o “Term Sheet”, o que “viabiliza o aporte, pela Companhia, de recursos via empréstimo no valor de até R\$130.000.000,00 (cento e trinta milhões de reais), que serão utilizados na operação das fabricas de Alto Araguaia e Caarapó e capital de giro para o início das operações das mesmas”<sup>6</sup>.

9. Em 27.04.2011, a Companhia divulgou comunicado ao mercado informando que a Agrenco Holding, por intermédio da sua subsidiária brasileira, I.P.P.S.P.E., transferiu à Kewalan – subsidiária do Fundo GEM no Brasil – 20.950.000 (vinte milhões, novecentos e cinquenta mil) ações de emissão da Agrenco Limited, representativas de 13,6% (treze vírgula seis por cento) do seu capital social, permanecendo o seu controle inalterado.

---

<sup>3</sup> Fl. 272 e 273.

<sup>4</sup> Fl. 80.

<sup>5</sup> Fl. 275.

<sup>6</sup> Fl. 84.



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

Esclareceu também “que tal transferência é parte do acordo financeiro firmado com o GEM e que tais ações serão retornadas à titularidade da Agrenco Holding B.V., nos termos do acordo financeiro pactuado”<sup>7</sup>.

10. Em 27.10.2011, houve novo comunicado ao mercado, “com o intuito de esclarecer e informar sobre as negociações realizadas no 3º trimestre de 2011 pela Companhia utilizando-se da operação de financiamento via GEM”. A Companhia divulgou também o quadro abaixo “sobre a quantidade de BDRs transacionadas e o respectivo preço de negociação”:

Data	Número de BDRs	Subscrição (valor por cada BDR)
05.07.2011	788.000	R\$ 0,90
20.07.2011	7.266.900	R\$ 0,82
09.08.2011	3.685.700	R\$ 0,55
25.08.2011	5.560.100	R\$ 0,46
05.09.2011	2.360.000	R\$ 0,49
26.09.2011	6.432.500	R\$ 0,47

11. Em 13.06.2012, a Operação foi objeto de notícia veiculada pelo jornal Valor Econômico. Entre outros aspectos, a reportagem afirmava que o Fundo GEM “oferece às empresas um modelo de capitalização diferente do usual, que tem como ponto de partida o empréstimo de ações dessas companhias. Primeiro vende os papéis que tomou emprestado na bolsa e depois compra ações no aumento de capital. O fundo faz a intermediação dos recursos até o caixa da empresa, mas não se torna um sócio de longo prazo”. Com essa estrutura, segundo a notícia, o Fundo GEM não correria risco de perder dinheiro, além de receber remuneração equivalente a 2% do total da linha anunciada<sup>8</sup>.

12. Em 19.06.2012, a SEP encaminhou ofício à Agrenco Limited por meio do qual solicitou manifestação da Companhia sobre a operação, notadamente sobre o aumento de capital, o empréstimo de ações ao Fundo GEM e o entendimento sobre a legalidade da operação<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Fls. 86 e 87.

<sup>8</sup> Fls. 92 a 95. Além da operação relacionada à Agrenco Limited, a notícia menciona também as companhias “Laep, Tecnosolo e Teka”.

<sup>9</sup> OFÍCIO CVM/SEP/GEA-4/nº206/12 (fls 01 e 02), resposta às fls. 6 a 23 (doc. nº 0871078).



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

13. Em sua resposta, a Companhia destacou possuir sede em Bermuda. Assim, seus atos constitutivos foram aprovados em conformidade com as leis daquele país, que regem, dentre outras matérias, as alterações de seu estatuto. Alegou, ainda, não poder ser confundida com suas controladas indiretas no Brasil, que estavam em recuperação judicial.

14. No tocante ao aumento de capital, a Agrenco Limited informou que em 25.03.2011 foi realizada AGE na qual foi deliberado o aumento do capital autorizado, que passou de 205.000.000 (duzentos e cinco milhões) de ações para 225.000.000 (duzentos e vinte e cinco milhões). Tal elevação do capital autorizado teria ocorrido para que o conselho de administração da companhia tivesse os poderes necessários para decidir sobre o efetivo aumento do capital social da Companhia e permiti-la fazer uso das prerrogativas contratadas por meio do Contrato de Subscrição (“Subscription Agreement”), celebrado em Bermuda, em 01.02.2011, com o Fundo GEM.

15. O Subscription Agreement estipulava que a Companhia teria a faculdade de exigir a subscrição privada de até R\$130.000.000,00 (cento e trinta milhões de reais) em ações da Companhia ou BDRs que as representem, o que faria por meio de notificação (“Subscription Notice”), expedida a seu exclusivo critério durante o período de vigência do contrato. O Fundo GEM poderia indicar sociedade por ela controlada, com sede e administração no Brasil, para efetuar, em seu lugar, a subscrição.

16. Assim, no curso de vigência do “Subscription Agreement”, as ações emitidas pela Companhia foram subscritas por Kewalan, indicada pelo Fundo GEM. Uma vez subscritas as ações, Kewalan depositou-as junto ao banco estrangeiro custodiante do Programa de BDR da Companhia, que, por sua vez, instruiu um banco brasileiro a escriturar a respectiva quantidade de BDRs em nome de Kewalan. Em contrapartida, Kewalan desembolsou o valor correspondente ao preço de emissão das ações subscritas em benefício de Agrenco Administração de Bens S.A., em recuperação judicial, controlada indireta da Companhia, por meio de mútuo. Como a Kewalan devia à Companhia o preço de emissão das ações subscritas, as obrigações se compensariam com a sub-rogação da Agrenco Limited na posição de credora de sua controlada.

17. Em contrapartida aos serviços de consultoria financeira relacionados com a estruturação da operação, a Companhia ainda ficava obrigada a pagar remuneração ao Fundo GEM, no montante de R\$3.250.000,00 (três milhões, duzentos e cinquenta mil 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](http://www.cvm.gov.br)

18. Em relação ao empréstimo de ações, a Companhia informou que se tratava de instrumento que poderia ser utilizado pelo Fundo GEM, quando da solicitação da subscrição de ações. Tal empréstimo foi contratado por meio do “Share Lending Agreement”, celebrado entre I.P.P.S.P.E. e o Fundo GEM, em 04.04.2011.

19. Assim, a transferência das 65.834.173 (sessenta e cinco milhões, oitocentos e trinta e quatro mil, cento e setenta e três) ações de emissão da Companhia pela Agrenco Holding à I.P.P.S.P.E. (conforme o já referido comunicado ao mercado de 21.03.2011) teve o condão de viabilizar a formalização do “Share Lending Agreement”, cujo efeito, segundo a Companhia, seria limitado à esfera patrimonial das partes.

20. Diante da resposta apresentada pela Companhia, a SEP encaminhou novos ofícios. Em resposta, a Companhia informou, em relação às informações acerca da transferência de ações pela Agrenco Holding à I.P.P.S.P.E., que as 65.834.173 ações da Agrenco Limited de titularidade da Agrenco Holding foram convertidas em BDRs e transferidas à sua subsidiária brasileira. Do total, a I.P.P.S.P.E. transferiu à Kewalan 950.000 (novecentas e cinquenta mil) BDRs, em 29.03.2011 e 20.000.000 (vinte milhões), em 19.04.11, a fim de viabilizar a realização das operações contratadas no âmbito dos acordos financeiros celebrados com o Fundo GEM.

21. A SEP encaminhou novos ofícios aos Acusados, solicitando esclarecimentos sobre as operações.

22. Em resposta, Kewalan afirmou que os recursos aportados lhe pertenciam, ou seja, eram recursos próprios, independentemente de a Kewalan ter vendido BDRs da Companhia no mercado ou de ter se valido de contribuição de acionistas da Agrenco Limited. Além disso, afirmou que as negociações feitas em bolsa sempre tiveram a preocupação de não influenciar indevidamente a formação de preços do ativo, de modo que nunca ultrapassaram 16% do volume negociado.

23. Nils Bjellum, Edgard Salomão e Agrenco Holding apresentaram resposta conjunta<sup>10</sup> na qual, em síntese:

---

<sup>10</sup> Fls. 218 a 225.



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

- i. reafirmaram a estrutura da operação de aumento de capital da Companhia e as características do contrato de empréstimo de ações celebrado em 04.04.2011 entre o Fundo GEM e a I.P.P.S.P.E.;
- ii. destacaram os fatos relevantes e os comunicados ao mercado emitidos pela Companhia, a fim de demonstrar que a operação foi objeto de *disclosure* pela Agrenco Limited;
- iii. afirmaram que, diante dessas informações, seria descabido afirmar que os investidores poderiam ter sido induzidos a pensar que haveria a entrada de um novo investidor, o que evidenciaria que o Fundo GEM não esteve em situação não equitativa em relação aos demais detentores de BDR;
- iv. afirmaram que, considerando a situação econômica das subsidiárias da Companhia no Brasil, que estavam em recuperação judicial, os recursos oriundos do aumento de capital foram carreados para essas empresas, visando recuperá-las. A esse respeito, garantiram que os investidores tiveram pleno acesso às informações mensais nos autos da recuperação judicial; e
- v. Por fim, registraram que os negócios realizados pelo Fundo GEM nunca atingiram 16% do montante de BDRs em circulação no mercado.

24. A I.P.P.S.P.E. apresentou manifestação<sup>11</sup> na qual reiterou os argumentos utilizados nas demais respostas acrescentando que a I.P.P.S.P.E. é uma companhia fechada que era parte de um contrato particular, cujos efeitos se restringiriam às respectivas partes e que era disciplinado pela legislação inglesa. Ainda assim, sua atuação foi descrita em comunicados ao mercado, informações compartilhadas e outros documentos, como parecer de auditores independentes da Companhia, no âmbito de suas Demonstrações Financeiras.

## II.2 Conclusões da Acusação

25. A SEP concluiu que a operação ocorreu da forma exposta no fluxograma a seguir:

---

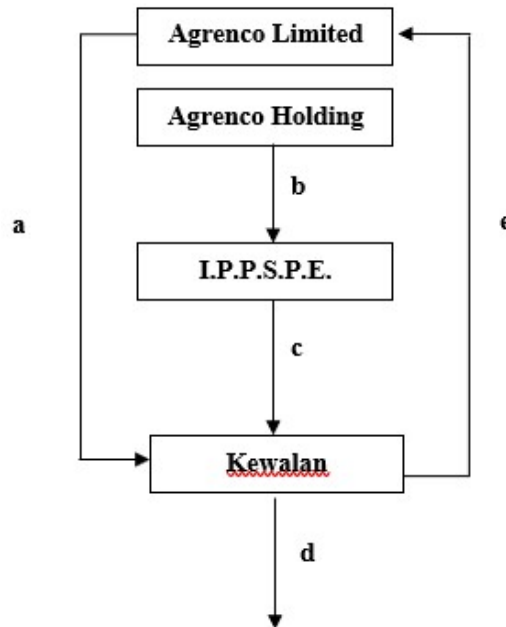
<sup>11</sup> Fls. 262 a 342.



### 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](http://www.cvm.gov.br)



- a. a Companhia firma o *Subscription Agreement* e o *Share Lending Agreement* com o Fundo GEM;
- b. a Agrenco Holding B.V., controladora da Companhia, transfere ações de emissão da Agrenco Limited à I.P.P.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A. (sua subsidiária), por meio de aporte de capital;
- c. a I.P.P.S.P.E., no âmbito do *Share Lending Agreement*, empresta 20.950.000 (vinte milhões e novecentos e cinquenta mil) de BDRs, representativos das ações anteriormente transferidas, à Kewalan, subsidiária do GEM. Através da *Subscription Notice*, a Agrenco Limited solicita ao GEM a subscrição de ações, determinando a quantidade de ações a serem subscritas e o *floor price*;
- d. os BDRs são vendidos no mercado pela Kewalan, de acordo com as determinantes da *Subscription Notice*; e
- e. por fim, com os recursos captados no mercado através da venda dos BDRs de emissão da Agrenco, a Kewalan subscreve as ações no aumento de capital da Companhia, com deságio de 10,5% no preço obtido pela média de fechamento das cotações realizadas nos 10 dias posteriores ao envio da referida notificação.

26. Em resumo, a SEP entende que “o Fundo GEM, através de Kewalan, recebeu BDRs emprestados do acionista controlador da Companhia, através de I.P.P.S.P.E., vendeu tais





#### 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](http://www.cvm.gov.br)

valores mobiliários no mercado durante os períodos de precificação dos aumentos de capital e utilizou o montante arrecadado para subscrever os próprios aumentos” e que “o Fundo GEM não aportou recursos próprios na Companhia, mas sim ‘captou’ tais recursos no mercado com a venda das ações emprestadas pelo controlador, utilizando-os para subscrever os BDRs no aumento de capital por um preço com deságio”.

27. A área técnica afirma que Kewalan subscreveu 70.238.100 BDRs nos aumentos de capital, que envolveram o montante de R\$52.620.786,16 (cinquenta e dois milhões, seiscentos e vinte mil, setecentos e oitenta e seis reais e dezesseis centavos). Nesse mesmo período, Kewalan vendeu no mercado um total de 77.244.450 BDRs, no valor de R\$61.284.238,90 (sessenta e um milhões, duzentos e oitenta e quatro mil, duzentos e trinta e oito reais e noventa centavos).

28. De acordo com a SEP, “a diferença de valores entre o montante vendido e o montante subscrito é parte do resultado da remuneração auferida pelo GEM na operação, que recebeu também remuneração fixa de R\$3.250.000,00 (três milhões, duzentos e cinquenta mil reais), relativa ao *fee* contratualmente estabelecido de 2,5% do valor total do aumento de capital” e que “não se tem notícias de que o empréstimo de BDRs tenha sido devolvido ao acionista controlador da Agreco”.

29. Segundo a Acusação, a operação descrita, do modo como foi conduzida, configurou a realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 08/1979, com base em dois fundamentos descritos a seguir: **(i)** a deficiência informacional referente à divulgação da informação; e **(ii)** a atuação do Fundo GEM no mercado, por meio da Kewalan.

#### ***Divulgação da Operação***

30. Inicialmente, a Acusação destaca que o artigo 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002 estabelece que é dever do Diretor de Relação com Investidores divulgar atos e fatos relevantes de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor e que o artigo 21 daquele mesmo normativo prevê, ainda, que as suas normas serão aplicadas às companhias patrocinadoras de programas de BDRs níveis II e III, naquilo que não forem incompatíveis com as disposições aplicáveis nos países em que os respectivos valores mobiliários forem emitidos. Ainda segundo a Acusação, o artigo 44, §2º, da Instrução CVM nº 480/2009 dispõe, em complemento às normas já referidas, que o representante legal dos



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

emissores estrangeiros é equiparado ao DRI para todos os fins previstos na legislação e regulamentação do mercado de capitais.

31. A SEP afirma que o fato relevante publicado pela Companhia em 20.01.2011 informava a respeito do entendimento firmado com o Fundo GEM para a disponibilização de uma linha de crédito no valor de R\$130.000.000,00 (cento e trinta milhões de reais), pela qual o fundo disponibilizaria à Companhia “novo financiamento de capital”. Ademais, o documento informava que o capital poderia ser “sacado” mediante mera solicitação de subscrição de ações ao Fundo GEM, que ficaria responsável por subscrever ações a um preço de 89,5% (oitenta e nove e meio por cento) do preço médio de fechamento da ação durante um determinado período (“Período de Precificação”).

32. A Acusação reconhece que tanto a transferência das ações pela controladora à sua subsidiária e dos BDRs à Kewalan, quanto à possibilidade de operações de aumento de capital com participação do Fundo GEM foram divulgadas pela Companhia.

33. No entanto, a SEP ressalta que “**em nenhum momento**, foi divulgado de forma clara e precisa a relação entre tais operações, não tendo sido informado que se tratava, na prática, de um empréstimo de BDRs ao Fundo GEM, regido pelo *Share Lending Agreement* (não disponibilizado ao público), e que esses BDRs emprestados poderiam ser vendidos (e seriam, pois esse é justamente o ‘mecanismo’ da operação) no mercado para viabilizar a subscrição de novas ações” (grifos no original).

34. Além disso, alega que, na divulgação das operações, o empréstimo de ações é sempre denominado como “transferência”, mas que o real objetivo dessa “transferência” jamais teria sido explicitado.

35. Ademais, a SEP afirma que o uso das expressões “linha de crédito” e “financiamento” no fato relevante de 20.01.2011 pode ter induzido os investidores em erro, pois, na realidade, não havia qualquer perspectiva de entrada de um novo investidor disposto a aportar volume considerável de recursos próprios na Companhia. A divulgação teria sido feita em desacordo com o artigo 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002 e com o objetivo de viabilizar a operação de capital, pois outros investidores se interessariam em comprar BDRs de emissão da Companhia tendo em vista a notícia da entrada de um novo investidor.

36. A SEP concluiu que “a maneira como tal operação foi divulgada ao mercado serviu de ‘meio’ para viabilizar a operação, além de colocar o Fundo GEM em posição diferenciada



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

em relação aos demais detentores de BDRs da Agrenco, (...), na medida em que o Fundo GEM operava sem que o mercado estivesse informado da verdadeira estrutura da operação”.

#### *Atuação do Fundo GEM no mercado nos períodos de precificação*

37. A Acusação afirma que além da remuneração contratual de 2,5% (dois e meio por cento) do valor da linha de subscrição (R\$130 milhões), o Fundo GEM tinha um ganho quase sem risco na medida em que vendesse ao mercado as ações que recebeu em empréstimo a um preço superior ao preço de emissão de novas ações, tendo em vista o deságio de 10,5% sobre o preço médio do Período de Precificação. Esse deságio representaria uma remuneração adicional ao Fundo GEM. Haveria também a possibilidade de ganhos adicionais (“supondo que o preço médio das ações vendidas pelo GEM coincida com o preço médio do Período de Precificação, este ganhará o valor do deságio, qual seja, 10,5%. Por sua vez, se conseguir vender as ações (sic) por um preço médio superior ao preço médio do Período de Precificação, ampliará seus ganhos”).

38. Segundo a SEP, a Kewalan **(i)** atuou vendendo BDRs em todos os dias do Período de Precificação anteriores às subscrições; **(ii)** apesar de ter recebido ações emprestadas do controlador em 28.03.2011 e 19.04.2011, ela iniciou a venda das ações emprestadas em 31.03.2011, justamente no primeiro dia do primeiro Período de Precificação e **(iii)** operou apenas nos períodos de precificação, não registrando negociações com BDRs da Agrenco Limited fora desses períodos.

39. A Acusação destaca que as negociações da Kewalan eram bastante significativas nos Períodos de Precificação, chegando a representar 27,54% (vinte e sete vírgula cinquenta e quatro por cento) do volume negociado em determinado pregão, demonstrando a capacidade de impactar o volume de transações e a cotação do ativo. Notadamente, nos períodos em que a Kewalan vendeu BDRs emitidos pela Companhia, o ativo AGEN33 desvalorizou-se acentuadamente.

40. Além da remuneração fixa de R\$3.250.000,00, a SEP indica que a Kewalan teve um ganho de R\$8.663.452,74 (oito milhões, seiscentos e sessenta e três mil, quatrocentos e cinquenta e dois reais e setenta e quatro centavos) nas operações com os BDRs da Companhia. O resultado indicado pela Acusação corresponde à diferença entre o valor obtido pela Kewalan com a venda dos BDRs que tomou em empréstimo (R\$61.284.238,90) e o montante por ela investido na subscrição de novos BDRs (R\$52.620.786,16).



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

#### *Caracterização dos fatos como realização de operações fraudulentas*

41. A SEP concluiu que as infrações apontadas, relativas às falhas informacionais no âmbito da operação de aumento de capital e ao procedimento adotado para precificação das ações, quando analisadas em conjunto, demonstrariam a ocorrência de prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, conforme descrito na letra “c” do item II da Instrução CVM nº 08/1979.

42. Isso porque a influência significativa de Kewalan na formação dos preços de fechamento que serviriam de base para a determinação do preço (com deságio) na emissão das novas ações, somada à divulgação de fatos relevantes e comunicados ao mercado “sabidamente incompletos” colocaram a Kewalan e os acionistas controladores da Companhia em indevida posição de desequilíbrio e desigualdade em face dos demais participantes do mercado.

43. No entendimento da área técnica, ninguém (com exceção dos Acusados) sabia que o Fundo GEM não aportaria recursos próprios na Companhia, mas sim “captaria” tais recursos no mercado com a venda de BDRs emprestados pelo controlador, que seriam utilizados para subscrever as ações no aumento de capital por um preço com deságio.

44. Diante do exposto, a SEP propôs a responsabilização da Agrenco Holding, da I.P.P.S.P.E. e da Kewalan pela referida prática, assim como dos administradores da Companhia que, tendo ciência de toda a operação, teriam praticado os atos essenciais à sua efetivação. Os administradores teriam ciência de todos os aspectos relacionados às tratativas que resultaram nos aumentos de capital da Companhia e que acabaram por colocar Kewalan em indevida posição de desequilíbrio em face dos demais participantes da operação.

### **III. DEFESA**

45. Regularmente intimada, Kewalan não apresentou defesa<sup>12</sup>. Os demais acusados tempestivamente apresentaram defesa conjunta<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Edital publicado em 18/12/2015. Fls. 490.

<sup>13</sup> Fls. 508 e seguintes (doc. 0871095).



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

#### ***Síntese da Operação***

46. Segundo a defesa, os atos constitutivos da Agrenco Limited foram aprovados em conformidade com as leis de Bermudas, portanto, a Companhia apresenta-se no mercado brasileiro como emissor estrangeiro, e seus estatutos são regidos por aquelas leis.

47. Os aumentos do capital autorizado, conforme deliberado nas assembleias gerais extraordinárias de 25.03.2011 (20.000.000 de ações adicionais) e de 16.09.2011 (50.000.000 de ações adicionais), foram realizados em conformidade com a legislação aplicável. O objetivo desse aumento foi o de conferir maior flexibilidade ao Conselho de Administração, permitindo-lhe efetivar as prerrogativas contratadas por meio do Acordo de Subscrição celebrado com o Fundo GEM.

48. Em relação ao contrato de empréstimo, a defesa reafirma que ele conferia uma faculdade ao Fundo GEM, que não necessariamente seria exercida. Destacou, ainda, que o referido contrato era regido pelas leis da Inglaterra, razão pela qual deveria ser interpretado à luz das regras contratuais inglesas, e não brasileiras. Ainda assim, a norma brasileira teria sido devidamente cumprida quando da divulgação da celebração desse documento.

49. Notadamente, o Grupo Agrenco vivia uma crise financeira, de modo que a celebração da operação com o Fundo GEM seria a única alternativa à interrupção das atividades da Companhia e de suas subsidiárias brasileiras, que já passavam por recuperação judicial. Desse modo, era natural que o contrato tivesse elementos desfavoráveis à Companhia.

50. Ademais, a defesa sustenta que a Companhia não tinha qualquer ingerência sobre a forma como o Fundo GEM se financiaria para o cumprimento do contrato. Nesse sentido, a Companhia, seus administradores ou controladores não poderiam responder pela forma como o Fundo GEM se financiou.

51. Dessa forma, a operação teria sido implementada conforme as leis e regulamentações adequadas, quais sejam, as normas do mercado de capitais brasileiro e as regras de atos societários de Bermudas, Cayman e Inglaterra. Inexistindo, assim, ocorrência de operação fraudulenta.

#### ***Preliminar de legislação aplicável e de competência da CVM***

52. A defesa afirma que, na forma do artigo 11 da Lei de introdução às normas do Direito Brasileiro, as sociedades anônimas obedecem à lei do Estado em que se constituíram, 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  
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](http://www.cvm.gov.br)

portanto, a Lei nº 6.404/1976 não seria aplicável aos emissores estrangeiros<sup>14</sup>, como é o caso da Companhia. Assim somente a Lei nº 6.385/1976 e as demais normas pertinentes ao funcionamento do mercado de capitais brasileiro seriam aplicáveis ao caso em apreço.

53. Dessa forma, a defesa alega que os acusados deveriam ser julgados, exclusivamente, pelas supostas violações às normas previstas na Lei nº 6.385/1976 e na Instrução CVM nº 358/2002, reconhecidamente aplicável a Companhias estrangeiras.

#### *Mérito*

54. A defesa traz ainda alguns argumentos pelos quais entende que a Acusação não deve prosperar:

- i. apesar de considerar insuficiente a divulgação das informações, a SEP reconhece que os Defendentes responderam às dezenas de ofícios e comunicações enviadas pela CVM e que a Companhia cumpriu o dever de divulgar informações, não estando incluída no rol de acusados;
- ii. a CVM não se dispôs a comunicar ao mercado (ou pedir à Companhia que comunicasse) as informações que teriam sido omitidas pelos comunicados ao mercado e fatos relevantes. Assim, não se estaria protegendo o mercado, mas buscando punir, sem qualquer alerta, os Defendentes;
- iii. a reportagem do Jornal Valor Econômico, citada pela Acusação e baseada nas informações divulgadas pela Companhia, trazia todos os detalhes da operação, o que demonstra que nada estava oculto; e
- iv. não existem fatos e provas que indiquem efetivamente o ilícito atribuído aos Defendentes, mesmo assim, a Acusação conclui que toda a operação seria um conluio dos defendentes para operar de forma fraudulenta no mercado.

55. Em seguida, os Acusados analisam cada um dos elementos utilizados pela Acusação para corroborar suas conclusões.

---

<sup>14</sup> Os Defendentes citam o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/14871, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 26.11.2013.



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

#### ***Divulgação da Operação***

56. A defesa afirma que os acusados não tinham a responsabilidade de elaborar e enviar as informações e comunicações ao mercado e à CVM, pois, na qualidade de ex-conselheiros, controlador e sociedade sob o controle da Agrenco Holding, não estavam sujeitos ao disposto na Instrução CVM nº 480/2009.

57. Nesse sentido, a Acusação estaria equivocada ao mencionar o artigo 21 dessa Instrução, que prevê que as suas normas são aplicáveis às empresas patrocinadoras de programas de BDRs níveis II e III, visto que os Defendentes não se confundem com a Companhia (que sequer figura no rol de acusados).

58. Assim, eventual divulgação incompleta de informações, e ainda mais, a suposta fraude por trás desse ato não poderiam ser imputadas aos Defendentes.

59. Ademais, a operação estaria, a todo tempo, detalhadamente descrita no plano de recuperação judicial das sociedades controladas pela Agrenco Limited. Além de ter passado pelo crivo de legalidade do juízo competente e pelo crivo jurídico-negocial dos *stakeholders* sem que tenha sido alvo de críticas ou controvérsias.

#### ***Atuação do Fundo GEM no mercado durante os períodos de precificação***

60. A defesa afirma que “tratava-se da última e única alternativa de financiamento disponível para a Agrenco”.

61. Ao contrário do que afirma a Acusação, os negócios efetuados pela Kewalan não teriam representado parcela significativa dos negócios com BDRs da Agrenco Limited: os volumes representaram, no máximo, 16% do total do período e não teriam o condão de interferir na cotação dos BDRs.

62. A Defesa considera que não eram os negócios feitos pela Kewalan que interferiam nas cotações, mas sim que nos momentos de crise financeira (que resultavam na baixa das cotações) a Companhia recorria ao financiamento disponibilizado pela Kewalan.

63. Dessa forma, afirma que “não tem fundamento a acusação de que os negócios baseados na operação com o Fundo GEM tenham sido firmados com o propósito de influenciar a cotação dos BDRs”.



#### 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](http://www.cvm.gov.br)

#### ***Impossibilidade de enquadramento da conduta como Operação Fraudulenta***

64. Afirmam que a imputação feita não passa de presunção, não tendo sido apresentados pela Acusação os elementos essenciais para a configuração do ilícito administrativo previsto no item II, “c”, da Instrução CVM nº 08/1979.

#### ***Ausência de responsabilidade dos Acusados***

65. De acordo com a Defesa, a Acusação não poderia tentar responsabilizar os membros do Conselho de Administração por terem firmado os contratos para a realização da operação, visto que tal função não é designada aos conselheiros da Companhia, mas sim do órgão executivo da Administração.

66. Além disso, era inexigível conduta diversa dos conselheiros, pois, naquele momento, a sobrevida da Companhia dependia da adoção da única modalidade de financiamento disponível no mercado.

67. Portanto, esses Defendentes teriam atuado de boa-fé e em busca da realização dos interesses da Companhia.

68. Em relação à Agrenco Holding, na qualidade de controladora da Agrenco Limited, e à I.P.P.S.P.E, na qualidade de sociedade sob o controle da Agrenco Holding, afirmam que ambas as sociedades são companhias fechadas, não listadas em bolsa, e que, portanto, não são obrigadas a enviar informações à CVM e, muito menos, são responsáveis pela atuação do Fundo GEM.

69. Por fim, alegam que as supostas infrações não acarretaram quaisquer prejuízos ou reclamações por parte dos investidores, o que impossibilitaria a atribuição de responsabilidades e aplicação de penalidades aos Acusados.

#### **IV. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO**

70. Em 15.03.2016, esse processo foi originalmente distribuído para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes e, em 04.01.2017, redistribuído para o Diretor Henrique Machado. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 14.07.2017, o presente processo foi redistribuído e fui designado seu Diretor Relator<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Fls. 592, 617 e 618.





#### 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](http://www.cvm.gov.br)

#### V. REDEFINIÇÃO JURÍDICA DOS FATOS

71. Na reunião do Colegiado de 15.01.2019, propus nova definição jurídica dos fatos, no sentido de que fosse substituída a acusação de infração ao item I, na forma da letra “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979 (realização de operação fraudulenta) por infração ao item I, na forma da letra “d” do item II, da mesma Instrução (uso de práticas não equitativas) para todos os acusados<sup>16</sup>.

72. O Colegiado, por unanimidade, aprovou a proposta de recapitulação da infração nos termos apresentados.

#### VI. ADITAMENTO DA DEFESA

73. Regularmente intimada, Kewalan não se manifestou<sup>17</sup>.

74. Os demais acusados tempestivamente apresentaram manifestação conjunta reiterando os argumentos de defesa<sup>18</sup>. Destacaram, ainda, que **(i)** a redefinição jurídica dos fatos viola o sistema acusatório de atuação do Colegiado da CVM os princípios fundamentais de contraditório e ampla defesa; **(ii)** não restaram demonstrados pela Acusação o suposto dolo dos Acusados, pois inexistente a intenção de promover benefícios adicionais a uma das partes, e que a operação teria sido realizada em desigualdade de condições com todos os participantes do mercado; e **(iii)** a alegada prática não equitativa não deriva da celebração dos contratos celebrados, mas sim da suposta não comunicação do seu teor ao mercado, cuja responsabilidade jamais recairia sobre ex-conselheiros da Agrenco Limited, que não tiveram qualquer vantagem comprovada com a operação.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 7 de julho de 2020

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>16</sup> Fls. 627

<sup>17</sup> Fls. 647, 652 e 661 a 663.

<sup>18</sup> Fls. 675 e seguintes.