



**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

**VOTO**

**I. INTRODUÇÃO**

1. Este processo busca apurar a responsabilidade de Edgar Salomão<sup>1</sup>, Nils Bjellum, Mehraz Rafat, Orivaldo Balloni, Agrenco Holding, I.P.P.S.P.E. e Kewalan, por suposto uso de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, 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.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste Voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no Relatório.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

#### ***Breve resumo da Operação***

2. A Operação foi estruturada a partir de dois contratos: **(i)** o *Subscription Agreement* assinado em 01.02.2011 entre a Companhia e o Fundo GEM (“Contrato de Subscrição”); e **(ii)** o *Share Lending Agreement* celebrado em 04.04.2011 entre a I.P.P.S.P.E., controlada da Agrenco Holding no Brasil, e o Fundo GEM (“Contrato de Empréstimo”).
3. A Operação guarda alguma similitude com uma linha de crédito, dado que o financiador se compromete a fornecer recursos à financiada na medida em que essa requisitar (naturalmente, dentro dos termos e condições pactuados). Não se trata, contudo, de empréstimo, uma vez que o financiador irá prover recursos subscrevendo novas ações da sociedade financiada, em aumentos de capital feitos com essa finalidade. Pode-se, portanto, descrever a operação como uma verdadeira linha de *equity*. Tais operações foram divulgadas no Brasil como operações de PIPE (*Private Investment in Public Equity*), muito embora o termo seja internacionalmente empregado para se referir a um conjunto mais abrangente de operações<sup>2</sup>.
4. Segundo o Contrato de Subscrição, a Agrenco Limited, a cada vez que desejasse que o Fundo GEM subscrevesse ações em um aumento de capital, deveria enviar a esse fundo uma notificação (“Notificação de Subscrição”) informando **(i)** a quantidade de ações a serem subscritas pelo Fundo GEM – ou por uma sociedade por ele indicada; e **(ii)** o preço mínimo de emissão, abaixo do qual a Companhia não desejaria realizar aquele aumento de capital (“Preço Mínimo”).
5. Com relação ao preço de emissão, o Contrato de Subscrição estabelecia que o preço das ações a serem subscritas privadamente pelo Fundo GEM (“Preço de Subscrição”) corresponderia a 89,5% da cotação média dos *Brazilian Depositary Receipts* (“BDRs”) da Companhia nos dez pregões da BM&FBovespa posteriores à Notificação de Subscrição (“Período de Precificação”), com base nos respectivos preços de fechamento.
6. De outro lado, o Contrato de Empréstimo assegurava ao Fundo GEM – ou a uma sociedade por ele indicada – o direito de, a cada vez que fosse enviada uma Notificação de Subscrição, tomar emprestados da I.P.P.S.P.E. BDRs lastreados em ações de emissão da Companhia em quantidade igual às que teria que subscrever.

---

<sup>2</sup> O PIPE, como o nome indica, envolve qualquer aporte privado em uma companhia aberta.



#### 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)

7. A primeira Notificação de Subscrição ocorreu em 14.04.2011 e, a partir daí, a Agrenco Limited realizou diversos aumentos de capital, integralmente subscritos pela Kewalan, subsidiária do Fundo GEM no Brasil<sup>3</sup>. Em todas as vezes, a Kewalan tomou emprestados BDRs em quantidade correspondente às ações que teria que subscrever no aumento privado e alienou esses certificados em operações realizadas na bolsa brasileira, obtendo desse modo recursos para cumprir com o compromisso de financiamento assumido no Contrato de Subscrição. A Operação se prolongou até 04.10.2012, data em que Kewalan realizou a última venda de BDRs no mercado de valores mobiliários brasileiro.

8. Note-se que o período entre o recebimento das ações emprestadas à Kewalan e a data de subscrição das novas ações emitidas pela Agrenco Limited corresponde ao Período de Precificação. Assim, precificadas as ações acima do Preço Mínimo, a Kewalan então deveria: (i) subscrever as ações do aumento de capital da Companhia na quantidade informada na Notificação de Subscrição; e (ii) entregar à I.P.P.S.P.E. ações na mesma quantidade que lhe foram emprestadas.

9. As ações subscritas não eram, no entanto, integralizadas no ato. O que acontecia é que a Kewalan, ao invés de pagar à Companhia o lhe era devido, desembolsava via mútuo às subsidiárias da Companhia sediadas no Brasil, em recuperação judicial, o valor correspondente à integralização.

10. A Agrenco Limited, então, assumia a dívida de suas subsidiárias perante a Kewalan, momento no qual havia a compensação das obrigações: de um lado a obrigação, contraída pela Kewalan, de integralizar o aumento de capital das ações de emissão da Agrenco; e de outro, a obrigação contraída pelas subsidiárias da Agrenco no Brasil perante a Kewalan devido ao mútuo.

## II. PRELIMINARES

### *Redefinição jurídica dos fatos*

11. A defesa alega que a redefinição jurídica dos fatos, realizada na reunião do Colegiado de 15.01.2019, viola o sistema acusatório de atuação do Colegiado da CVM e os princípios fundamentais de contraditório e ampla defesa.

---

<sup>3</sup> E.g. fls. 99 e 143 a 145.



#### 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)

12. De plano, ressalto ser dever do Colegiado da CVM, enquanto órgão hierarquicamente superior, rever, de ofício ou a pedido do interessado, os atos administrativos praticados pelas Superintendências que não se coadunem com as normas aplicáveis. Trata-se de manifestação do princípio da hierarquia, bem como do princípio da autotutela administrativa, que impõe à Administração Pública o múnus de exercer o controle administrativo sobre sua própria atuação. Nos dizeres de José dos Santos Carvalho Filho<sup>4</sup>:

“A Administração Pública comete equívocos no exercício de sua atividade, o que não é nem um pouco estranhável em vista das múltiplas tarefas a seu cargo. Defrontando-se com esses erros, no entanto, pode ela mesma revê-los para restaurar a situação de regularidade. Não se trata apenas de uma faculdade, mas também de um dever, pois que não se pode admitir que, diante de situações irregulares, permaneça inerte e desinteressada. Na verdade, só restaurando a situação de regularidade é que a Administração observa o princípio da legalidade, do qual a autotutela é um dos mais importantes corolários.

Não precisa, portanto, a Administração ser provocada para o fim de rever seus atos. Pode fazê-lo de ofício. Aliás, não lhe compete apenas sanar as irregularidades; é necessário que também as previna, evitando-se reflexos prejudiciais aos administrados ou ao próprio Estado.”

13. No contexto específico de processos administrativos sancionadores em que a retificação da qualificação jurídica de fatos tidos como irregulares pela acusação se mostra necessária, os artigos 25 e 26 da Deliberação CVM nº 538/2008, vigente à época dos fatos, determinam o seguinte<sup>5</sup>:

Art. 25. O Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Seção III.

---

<sup>4</sup> CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de Direito Administrativo*. 17ª ed. Rio de Janeiro: Editora Lumen Júris, 2007, p. 27.

<sup>5</sup> As mencionadas normas foram mantidas pela Instrução CVM nº 607/2019 (artigo 47), que revogou a Deliberação CVM nº 538/2008: Artigo 47. O Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar do termo de acusação ou da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Subseção IV.



### 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)

Art. 26. Na hipótese do art. 25, todos os acusados indicados pelo Colegiado serão intimados, devendo a intimação ser acompanhada exclusivamente da ata contendo a decisão do Colegiado.

14. Em meu despacho datado de 15.01.2019<sup>6</sup> no qual propus ao Colegiado a nova definição jurídica dos fatos trazidos pela acusação, expus de maneira detalhada que a proposta se baseava tão somente na narrativa acusatória – dado que o exame do mérito somente é cabível no momento do julgamento. Naquela oportunidade, pontuei, em síntese, que o Colegiado já julgou dois processos sancionadores envolvendo acusações similares à Operação analisada (PAS CVM nº RJ2012/13605 e PAS CVM nº RJ2014/13353<sup>7</sup>), bem como procedeu de maneira idêntica no âmbito do PAS CVM nº 13/2013 (redefinição jurídica realizada na reunião do Colegiado de 18.12.2018).

15. Como se percebe, a modificação realizada configurou o que se denomina de *emendatio libelli*, i.e., a situação prevista no artigo 383 do Código de Processo Penal, segundo a qual “[o] juiz, sem modificar a descrição do fato contida na denúncia ou queixa, poderá atribuir-lhe definição jurídica diversa, ainda que, em consequência, tenha de aplicar pena mais grave”. Importante ressaltar que, nesse aspecto, o regime sancionador da CVM é mais favorável aos acusados do que outros tipos de processos administrativos punitivos<sup>8</sup> e mesmo do que o processo penal<sup>9</sup>. Sobre esse ponto, reitero aqui o que disse no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/6517:

---

<sup>6</sup> Fls. 627 a 633.

<sup>7</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13605, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 23.8.2016, e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/13353, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 22.12.2017.

<sup>8</sup> Recurso em Mandado de Segurança. 2. Anulação de processo administrativo disciplinar e reintegração ao serviço público. Alteração da capitulação legal. Cerceamento de defesa. (...) 5. Entendimento pacificado no STF no sentido de que o indiciado defende-se dos fatos descritos na peça acusatória e não de sua capitulação legal. Jurisprudência. 6. Princípios do contraditório e da ampla defesa observados na espécie. Ausência de mácula no processo administrativo disciplinar. 7. Recurso a que se nega provimento. (RMS 24.536/DF, Rel. Min. Gilmar Mendes, Segunda Turma, DJ 05.03.2004). No mesmo sentido, RMS 32.495, Rel. Min. Cármen Lúcia, Segunda Turma, DJe 01.08.2014 e REsp 617.103/PR, Rel. Min. Paulo Medina, DJ 22.05.2006.

<sup>9</sup> AGRAVO REGIMENTAL NO HABEAS CORPUS. SUPERVENIÊNCIA DE SENTENÇA CONDENATÓRIA. ESVAZIAMENTO DA ALEGAÇÃO DE NULIDADE DA SENTENÇA DE PRONÚNCIA POR EXCESSO DE LINGUAGEM. ANÁLISE VERTICAL E EXAURIENTE. OMISSÃO NA PEÇA ACUSATÓRIA. CONFIGURADA A EMENDATIO LIBELLI. DESNECESSIDADE DE INTIMAÇÃO DA DEFESA. RÉU SE DEFENDE DOS FATOS E NÃO DA CAPITULAÇÃO JURÍDICA. PROVA EMPRESTADA. LEGALIDADE. CONTRADITÓRIO E AMPLA DEFESA PRESERVADOS. (...) 4. É princípio comezinho do direito penal e processual penal que o réu se defende dos fatos narrados na inicial, e não da capitulação jurídica a eles atribuída pela acusação. 5. Contrariamente ao alegado pelo agravante, e já estatuído nas instâncias ordinárias, a questão atrai a normatividade do artigo 383 (*emendatio libelli*) e não 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  
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)

“2. No regime sancionador da CVM, os acusados se defendem tanto dos fatos quanto do tipo que lhe foi imputado

3. Esse fato, vale frisar, diferencia os processos sancionadores instaurados por essa autarquia de outros tipos de processos administrativos punitivos e mesmo do processo penal. Na CVM, o Colegiado pode dar ao fato definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória, mas não no momento do julgamento, devendo dar aos acusados afetados pela nova definição jurídica prazo para aditamento de suas defesas.

4. Ponderando os prós e contras, acredito que essas limitações que a CVM se impôs ao regular o trâmite dos seus processos sancionadores foram acertadas. Afinal de contas, o tipo imputado pode ter reflexo direto na forma como a conduta do acusado pode ser revista e, conseqüentemente, no modo pelo qual esse se defende. Nessa perspectiva, garantir que os acusados possam se defender tanto dos fatos quanto da sua capitulação é medida que propicia o mais amplo direito de defesa.”

16. Vale ressaltar que foi assegurada aos acusados, antes do julgamento, oportunidade para nova manifestação, em estrita observância às garantias do contraditório e da ampla defesa, o que demonstra a improcedência da preliminar suscitada.

#### ***Competência da CVM e normas aplicáveis***

17. A defesa alega que a Lei nº 6.404/1976 não seria aplicável aos emissores estrangeiros, como é o caso da Companhia. Nesse sentido, argumenta que as normas societárias aplicáveis, inclusive aos seus administradores, seriam aquelas em vigor no país de sua sede. Assim, afirma que as supostas infrações devem ser julgadas somente à luz da Lei nº 6.385/1976 e da Instrução CVM nº 358/2002.

18. Entendo ser incontroverso que a Lei nº 6.404/1976 não é aplicável a sociedades constituídas no exterior. No entanto, parece-me igualmente ser incontestado que a competência da CVM para apurar irregularidades administrativas e aplicar sanções advém da Lei nº 6.385/1976, e reside, especificamente nos artigos 9º e 11 do mencionado diploma legal.

19. O Colegiado da CVM já teve oportunidade de se manifestar, em linhas gerais, sobre a questão da competência extraterritorial da Autarquia prevista no §6º do artigo 9º da Lei nº

---

artigo 384 (mutatio libelli) do Código de Processo Penal, razão pela qual mostra-se desprovida a abertura de prazo para a manifestação da defesa, tendo em conta que o réu se defende dos fatos narrados na incoativa, e não da capitulação jurídica ofertada pelo Parquet. (...) 7. Agravo regimental desprovido. (AgRg no HC 289.078/PB, Rel. Ministro ANTONIO SALDANHA PALHEIRO, Sexta Turma, DJe 15.02.2017).





### 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)

6.385/1976<sup>10</sup> e firmou o entendimento de que se trata de norma especial não exaustiva, que não limita a competência da CVM, mas a define para um caso particular, i.e., o de “conduta fraudulenta”. Essa última expressão não tem o mesmo significado que “operações fraudulentas”, presente no artigo 18, II, “b” do referido diploma legal e que foi definido no inciso II, “c” da Instrução CVM nº 8/1979, mas apresenta sentido amplo e abarca qualquer conduta de má-fé, com abuso de confiança ou clandestinidade<sup>11</sup>.

20. No caso dos autos, ambos os requisitos legais restaram preenchidos.

21. Verifico que a narrativa acusatória destacou que a divulgação de informações intencionalmente imprecisas pela Companhia não permitiu que investidores brasileiros compreendessem por completo todas as circunstâncias envolvidas no aumento de capital, o que os levou a negociar em posição de desvantagem em relação a Kewalan (artigo 9º, §6º, inciso D). Quanto ao inciso II do mencionado §6º, resta evidente que a divulgação de comunicados ao mercado e de fatos relevantes intencionalmente incompletos com vistas a não permitir a completa compreensão da Operação pelos demais participantes do mercado, bem como a atuação de Kewalan, que alienou BDRs no mercado de valores mobiliários brasileiro, foram condutas relevantes que ocorreram em território nacional.

22. No que se refere ao argumento da defesa de que somente a Instrução CVM nº 358/2002 seria aplicável ao caso dos autos (e não a Instrução CVM nº 08/1979), entendo que essa suposta restrição não encontra amparo no mencionado artigo 9º, §6º, que não faz essa distinção.

### III. MÉRITO

#### III.1 Materialidade

23. Inicialmente, é necessário ressaltar qual o escopo do presente PAS.

24. A SEP, ao oferecer o termo de acusação, bem delimitou as razões de seu convencimento sobre a ocorrência de irregularidades cometidas pelo Acusados. Segundo a área técnica, da maneira como foi conduzida, a operação descrita configurou infração à

---

<sup>10</sup> §6º - A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.

<sup>11</sup> PAS CVM nº RJ2015/2027, julgado em 02.04.2019, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez; PAS CVM nº SP2007/0117, julgado em 26.02.2008, Dir. Rel. Diretor Eli Loria e PAS CVM nº SP2007/0118, julgado em 26.02.2008, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto.



#### 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)

Instrução CVM nº 08/1979. Essa conclusão se baseia: **(i)** na deficiência intencional referente à divulgação das informações da Operação; e **(ii)** na atuação do Fundo GEM no mercado, por meio da Kewalan.

25. Assim sendo, entendo como impertinente o argumento de defesa de que seria inexigível conduta diversa dos conselheiros da Agrenco Limited. Segundo essa alegação, naquele momento, o Grupo Agrenco vivia uma crise financeira e a celebração da operação com o Fundo GEM seria a única alternativa à interrupção das atividades da Companhia e de suas subsidiárias brasileiras.

26. As decisões dos administradores referentes ao financiamento das atividades sociais são, por definição, negociais e, conseqüentemente, são a princípio protegidas pela regra da decisão negocial, ou *business judgment rule*. Essa proteção pressupõe, contudo, que o administrador atuará dentro da margem de discricionariedade que lhe é conferida na lei.

27. Assim, ainda que o PIPE fosse, de fato, a única alternativa para o soerguimento do Grupo Agrenco, a operação jamais poderia ser realizada ao arrepio das normas aplicáveis. E, embora a Agrenco Limited fosse uma sociedade constituída no exterior, ela se financiava, sobretudo, no mercado brasileiro e, conseqüentemente, estava sujeita às regras que protegem a integridade desse mercado, inclusive a Instrução CVM nº 08/1979.

28. A Acusação, portanto, não questiona a validade econômica do contrato. Sequer refere-se ao dever de diligência do administrador ou a eventual desalinhamento da operação com o interesse social da Companhia. O objeto desse processo é, exclusivamente, a análise de eventual ocorrência de uso de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários.

29. Assim, destaco que para a Acusação, a irregularidade na Operação seria resultado da “estrutura adotada para a precificação do aumento de capital [...], aliada à divulgação de Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado sabidamente incompletos” que “colocaram a Kewalan e os acionistas controladores da Companhia em indevida posição de desequilíbrio e desigualdade em face dos demais participantes do mercado”.

#### ***Divulgação da Operação***

30. O primeiro aspecto que, segundo a Acusação, evidenciaria o caráter doloso e irregular da operação refere-se à divulgação de informações incompletas ao mercado.

31. A Instrução CVM nº 480/2009 contém diversos dispositivos aplicáveis, também, aos emissores estrangeiros, dentre os quais os artigos 14 e 16, que trazem regras a serem





#### 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)

observadas na divulgação das informações exigidas nas normas da CVM. Para facilidade de exame, transcrevo a seguir os referidos dispositivos:

Artigo 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro

Artigo 15. Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

Artigo 16. O emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado.

32. No presente caso, é incontroversa a divulgação ao mercado da transferência das ações pelo controlador à sua subsidiária e, em seguida, dos BDRs à Kewalan, bem como acerca da possibilidade de operações de aumento de capital, das quais o Fundo GEM participaria.

33. Contudo, a relação entre tais operações não foi divulgada de maneira clara e precisa como determina o comando regulamentar e, mais importante, a publicação de fatos relevantes e comunicados não informavam que a Operação tratava, em sua essência econômica, da capitalização da Agrenco Limited com recursos obtidos do mercado bursátil brasileiro e não de subscrição privada realizada por novo investidor que iria aportar vultosos recursos.

34. Assim, novos investidores poderiam adquirir BDRs de emissão da Agrenco com a falsa expectativa de que um grande investidor aportaria recursos próprios na Companhia. No entanto, os Acusados sabiam, desde o início da operação, que o Fundo GEM nunca teve a intenção de aportar capital próprio, de permanecer sócio da Companhia ou de correr os riscos do negócio.

35. Na realidade, os recursos aportados pela Kewalan eram financiados pela venda dos BDRs emprestados, ou seja, os recursos eram “captados” no mercado brasileiro e utilizados para subscrever ações no aumento de capital contando ainda com um deságio em relação ao preço estabelecido no Período de Precificação. Ao final da operação, os BDRs adquiridos no aumento de capital seriam utilizados para quitar o empréstimo.

36. Ficam claras as omissões na divulgação das informações prestadas pela Companhia. Em primeiro lugar, as informações disponibilizadas não indicavam ao mercado a real dimensão do risco que o Fundo GEM estava disposto a assumir ao contratar com a Agrenco Limited. O mercado, ao ser informado que um grande investidor está disposto a aportar



#### 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)

recursos e correr riscos em uma companhia que enfrentava grave crise financeira, naturalmente cria uma expectativa, capaz de impactar fortemente a cotação e o volume de negociação desse ativo, sobre a possível recuperação da saúde financeira daquela companhia.

37. Dessa forma, a omissão da informação de que a Operação foi estruturada de modo a assegurar que o Fundo GEM não iria correr os riscos do negócio desempenhado pela Agrenco Limited demonstra o propósito de falsear a verdadeira natureza econômica da operação e induzir os demais participantes do mercado em erro.

38. Pelos mesmos motivos, deve ser rejeitado o argumento de defesa de que a Companhia, seus administradores ou controladores não tinham qualquer ingerência sobre a forma como o Fundo GEM se financiaria para o cumprimento do contrato.

39. Como demonstrado no Relatório, a Agrenco Limited indicou, em mais de uma resposta aos questionamentos feitos pela SEP, que encarava os dois contratos celebrados – o *Subscription Agreement* e o *Share Lending Agreement* – como contratos que continham nexos econômico e deveriam ser interpretados e aplicados conjuntamente. Nesse sentido, o próprio instrumento do *Share Lending Agreement*, celebrado entre o Fundo GEM e I.P.P.S.P.E. em 04.04.2011, considerava expressamente (i) que o Fundo GEM e Agrenco Limited celebraram o *Subscription Agreement* em 01.02.2011 e (ii) que I.P.P.S.P.E. pretendia disponibilizar BDRs ao Fundo GEM para que ele vendesse tais ativos durante cada período de precificação e devolvesse quantidade equivalente de tais ativos após a emissão de novas ações, no contexto do *Subscription Agreement* e para seu cumprimento<sup>12</sup>. Também o comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 27.04.2011 desmente o argumento, pois informou 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.

40. Tais fatos, aliados ao de que I.P.P.S.P.E. era subsidiária integral de Agrenco Limited e o de que houve compensação de obrigações envolvendo ambas as sociedades e o Fundo GEM, demonstram de maneira contundente que o empréstimo de BDRs realizado por I.P.P.S.P.E. em favor de Kewalan era inerente à estrutura da Operação. Assim, resta claro

---

<sup>12</sup> Fl. 25.



#### 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)

que a maneira de financiamento do Fundo GEM e Kewalan era não apenas de conhecimento de todos os envolvidos, mas foi por eles aprovada e tida como certa e necessária para a execução da Operação.

#### ***Atuação do Fundo GEM no mercado nos Períodos de Precificação***

41. A Acusação afirma que além da remuneração contratual de 2,5% (dois e meio por cento) do valor da linha de subscrição contratada, o Fundo GEM tinha um “ganho quase sem risco”, na medida em que vendia as ações recebidas em empréstimo a preço superior ao preço de emissão das novas ações, tendo em vista o deságio de 10,5% (dez e meio por cento) sobre o preço médio do Período de Precificação.

42. Em decorrência disso, além do valor de R\$3.250.000,00 (três milhões, duzentos e cinquenta mil reais) recebido pelo Fundo GEM a título de serviços de consultoria financeira, a Kewalan obteve 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), resultante da diferença entre o valor dos BDRs vendidos e das ações subscritas. Deste modo, o deságio aplicado sobre o preço médio do período representou ganho de 16,5% (dezesseis e meio por cento) do valor “capitalizado”.

43. Esse ponto destacado pela Acusação não me parece relevante. Primeiramente, a remuneração fixa e o deságio de 10,5% foram objeto de divulgação por fato relevante. Além disso, estavam previstos no contrato mantido entre o Fundo GEM e a Agrenco Limited (o Subscription Agreement) e, como já mencionado, a CVM, geralmente, não syndica a adequação e justiça de contratos celebrados por companhias abertas.

44. A Acusação menciona também que a Kewalan vendeu BDRs em todos os dias dos Períodos de Precificação e não realizou negociações fora desses períodos, quando as negociações da Kewalan eram bastante significativas (até 27,54%), o que impactava o volume e a cotação do ativo.

45. Nesse ponto, também discordo da Acusação, uma vez que a descrição acima mais relaciona a uma suposta manipulação de preços de valores mobiliários e não é este o escopo do presente processo. Além disso, a Kewalan poderia obter ganho adicional que dependia, como reconhece a SEP, de vender os BDRs obtidos por empréstimo a preço médio acima do preço de precificação pactuado com Agrenco Limited (média de fechamento das cotações



#### 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)

realizadas nos 10 dias posteriores ao envio da notificação), não existindo, portanto, interesse por parte da Kewalan na desvalorização do ativo.

46. Não obstante, em linha com os dois precedentes já mencionados (PAS CVM nº RJ2012/13605 e PAS CVM nº RJ2014/13353) entendo que ficou comprovado que a Operação foi estruturada de uma forma pela qual a Kewalan figurava em uma indevida posição de desequilíbrio face aos demais participantes da operação, pois ela negociou valendo-se de ilícita *vantagem informacional*.

47. A assimetria informacional decorrente da omissão de informações sobre o *Subscription Agreement* e o *Share Lending Agreement*, bem como da relação entre os mesmos, fez com que Kewalan fosse o único investidor em condições de financiar a sua participação no aumento de capital por meio da venda de ações emprestadas gratuitamente durante o período de precificação e de negociar com conhecimento completo sobre a Operação.

### III.2 Autoria

48. Quanto à autoria, entendo que Edgard Mansur Salomão e Nils Bjellum são os principais autores da infração administrativa.

49. Eles foram os administradores da Agrenco Limited que, em conjunto com o Fundo GEM, praticaram quase todos os atos que, em conjunto, constituíram a irregularidade. Eles negociaram e estruturaram a Operação, além de terem firmado o *Subscription Agreement*<sup>13</sup>.

50. Edgar Salomão, então presidente do conselho de administração da Agrenco Limited, foi também o responsável pela divulgação de comunicados ao mercado e de fatos relevantes entre 20.01.2011 e 27.04.2011, que, como visto, eram intencionalmente omissos quanto às circunstâncias envolvidas na Operação. A atuação desse acusado abarcou não apenas a estruturação da Operação, mas também o período inicial de execução, que envolveu, por exemplo, o envio para o Fundo GEM da notificação de subscrição de 11.03.2011<sup>14</sup>.

51. Nils Bjellium, além de ter participado da fase inicial de negociação e estruturação da Operação, também contribuiu durante toda a fase de sua execução, por exemplo, ao

---

<sup>13</sup> Fls. 54 e 117 a 142.

<sup>14</sup> Fl. 100.



#### 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)

encaminhar diversas notificações de subscrição ao Fundo GEM entre 19.04.2011 e 11.06.2012<sup>15</sup>.

52. No que se refere a Mehraz Rafat e Orivaldo Balloni, ambos ex-administradores da Agrenco Limited, entendo que não há provas de que contribuíram voluntariamente para a irregularidade. Apesar de a SEP ter afirmado que eles “tinham ciência de todos os aspectos relacionados às tratativas que resultaram nos aumentos de capital da Companhia e que acabaram por colocar a Kelawan em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes”<sup>16</sup>, a área técnica não logrou apresentar prova de que eles conheciam a irregularidade e de que optaram por contribuir para que ocorresse.

53. Nesse sentido, noto que a SEP acusa Mehraz Rafat e Orivaldo Balloni por “deliberar[em] pelo aumento de capital da Companhia que permitiu as subscrições da Kewalan no âmbito da Operação, em reunião do Conselho de Administração realizada em 11.04.2011”. A ata da mencionada reunião<sup>17</sup> reflete o comunicado ao mercado divulgado na mesma data e, como exposto no relatório anexo a esse voto, não continha informações completas ou que permitissem a compreensão das circunstâncias que envolviam a subscrição a ser realizada pelo Fundo GEM.

54. Como já disse, entendo que o fato de os mencionados conselheiros terem votado a favor do aumento de capital e da subscrição privada realizada pelo Fundo GEM, isoladamente considerado, não autoriza concluir que eles agiram com dolo, componente necessário para caracterização da infração administrativa de uso de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários. As alegações da SEP quanto a esses acusados caracterizariam, se muito, falta de diligência de administradores de companhia, o que não é compatível com as infrações administrativas previstas na Instrução CVM nº 08/1979.

55. Kewalan figura como outra autora da infração administrativa. A sociedade com sede no Brasil foi o veículo por meio do qual o Fundo GEM (com sede nas Ilhas Cayman) executou todos os passos da Operação: a subscrição de ações perante Agrenco Limited, o recebimento de BDRs emprestados por I.P.P.S.P.E., a venda desses ativos no mercado brasileiro e a transferência do valor correspondente ao preço de emissão das ações subscritas a uma das subsidiárias de Agrenco Limited. Kewalan foi, como descrito, a principal

---

<sup>15</sup> Fls. 101 a 116.

<sup>16</sup> Itens 85 e 86 do termo de acusação.

<sup>17</sup> Fls. 74 a 78.



#### 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)

beneficiária da vantagem informacional decorrente da omissão dolosa de informações sobre a Operação.

56. Agreco Holding B.V. e sua subsidiária brasileira, I.P.P.S.P.E., concorreram ativamente para o ilícito e também são responsáveis. A transferência de ações por elas realizadas em benefício de Kewalan, como descrito, foi inerente à estrutura da Operação e, assim, etapa necessária para a consumação da irregularidade. Vale frisar que o fato de Agreco Holding B.V., controladora de Agreco Limited e de I.P.P.S.P.E., todas do mesmo grupo econômico, portanto, terem atuado de maneira coordenada é mais um indicativo de conhecimento dos detalhes da Operação e de contribuição voluntária para a sua ocorrência.

#### IV. DOSIMETRIA

57. Passo, por fim, à fixação das penalidades.

58. Começo assinalando que o uso de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, definida no item II, letra “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo seu item I é infração considerada grave para os fins previstos no §3º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, nos termos do item III da mencionada Instrução.

59. Levo em consideração, como circunstância agravante, a prática reiterada e sistemática da conduta irregular, que envolveu a atuação de Kewalan no mercado brasileiro, vendendo BDRs de Agreco Limited entre 31.03.2011 e 04.10.2012<sup>18</sup>.

60. Também conta como agravante o cometimento da infração mediante ardil e fraude, consistente na divulgação de informações deliberadamente incompletas com a finalidade de não permitir que os demais participantes do mercado compreendessem todas as circunstâncias envolvidas no aumento de capital. Nesse aspecto, ressalto que a utilização de ardil ou fraude não é elementar do tipo administrativo previsto no inciso II, letra “d” da Instrução CVM nº 08/1979.

61. Não há antecedentes a serem levados em consideração, exceto quanto a Nils Bjellum. Ele foi condenado no âmbito do PAS CVM nº 19957.006977/2017-16 e do PAS CVM nº 19957.002784/2016-13, por não cumprimento das obrigações periódicas impostas às companhias previstas na Instrução CVM nº 480/2009, em ambos os casos. No entanto, os

---

<sup>18</sup> Itens 73 a 76 do termo de acusação e fls. 344 a 394.





#### 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)

recursos interpostos ainda não foram julgados pelo CRSFN até a presente data (Processo CRSFN nº 10372.100384/2018-22 e Processo nº 10372.100312/2018-85).

#### V. CONCLUSÃO

62. Ante o exposto, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, voto pela:
- i. Condenação de **Kewalan Empreendimentos e Participações S/A** à penalidade de **proibição temporária por 5 (cinco) anos** de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, com fulcro no inciso VIII do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, pelo uso de práticas não equitativas, definido no item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo item I daquela mesma Instrução;
  - ii. Condenação de **Edgard Mansur Salomão** à penalidade de **inabilitação temporária por 2 (dois) anos** para o exercício de cargo de administrador em companhia aberta, com fulcro no inciso IV do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, pelo uso de práticas não equitativas, definido no item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo item I daquela mesma Instrução;
  - iii. Condenação de **Nils Bjellum**, à penalidade de **inabilitação temporária por 2 (dois) anos e 4 (quatro) meses** para o exercício de cargo de administrador em companhia aberta, com fulcro no inciso IV do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, pelo uso de práticas não equitativas, definido no item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo item I daquela mesma Instrução;
  - iv. Absolvição de **Mehraz Rafat** da acusação de uso de práticas não equitativas, definido no item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo item I daquela mesma Instrução;
  - v. Absolvição de **Orivaldo Balloni** da acusação de uso de práticas não equitativas, definido no item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo item I daquela mesma Instrução;
  - vi. Condenação de **Agrenco Holding B.V** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$400.000,00 (quatrocentos mil reais)**, com fulcro no inciso II do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, por ter concorrido para o uso de práticas não equitativas, definido no item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo item I daquela mesma Instrução; 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)

vii. Condenação de **I.P.P.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A.** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$400.000,00 (quatrocentos mil reais)**, com fulcro no inciso II do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, por ter concorrido para o uso de práticas não equitativas, definido no item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo item I daquela mesma Instrução.

63. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 112/2015/CVM/SGE<sup>19</sup> e ao Ofício nº 181/2019/CVM/SPS/CCP<sup>20</sup>, para as providências que julgar cabíveis.

É como voto.

Rio de Janeiro, 7 de julho de 2020

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>19</sup> Fl. 461.

<sup>20</sup> Doc. nº 0871113.