



## 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

Reg. Col. nº 0148/2016

**Acusado:** Edgard 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:** Nova definição jurídica dos fatos (artigo 25 da Deliberação CVM nº 538/2008)

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### DESPACHO

#### *Introdução*

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência 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”), realizadas pelo fundo de investimento Global Yield Fund Limited (“Fundo GEM”).
2. Foram acusados 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,



## 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)

Nils Bjellum, Mehrnaz Rafat, Orivaldo Balloni, Agrenco Holding e I.P.P.S.P.E, “Acusados”).

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.

### ***Breve resumo da Operação***

4. 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”).

5. 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>1</sup>.

6. Segundo o Contrato de Subscrição, a Agrenco, 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”).

7. 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

---

<sup>1</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)

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.

8. 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.

9. Entre 14.04.2011 e 25.06.2012, a Agrenco realizou diversos aumentos de capital, integralmente subscritos pela Kewalan, subsidiária do Fundo GEM no Brasil. 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.

10. Note-se que o período entre o recebimento das ações emprestadas à Kewalan e a data de subscrição das novas ações emitidas pela Agrenco 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.

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

12. A Agrenco, 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.



## 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)

### *Tipificação da SEP como operação fraudulenta*

13. A Acusação entendeu que a Companhia não teria divulgado informações relevantes a respeito da Operação que impactariam diretamente na percepção dos investidores acerca da natureza dos investimentos.

14. Ao contrário do Fundo GEM e, por certo, da própria Companhia, os demais investidores e participantes do mercado não teriam conhecimento acerca (i) do empréstimo de BDRs à Kewalan; (ii) da negociação de BDRs pela Kewalan ao longo do período de precificação; e (iii) do caráter temporário da participação detida pelo Fundo GEM, através de sua subsidiária, no capital social da Agrenco.

15. Na visão da Acusação, a divulgação incompleta de informações seria proposital e teria por objetivo “mascarar” a natureza transitória da subscrição realizada pelo Fundo GEM, o qual não teria a intenção de efetivamente participar do capital social da Companhia.

16. Ainda, a SEP aponta que o arranjo permitia ao Fundo GEM, através da Kewalan, vender os BDRs da Companhia blindado dos riscos de mercado inerentes a essas operações. Expõe a área técnica que havia a “possibilidade de um ganho quase sem risco na medida em que este [o Fundo GEM] vendesse no mercado as ações que recebeu dos controladores a um preço superior ao preço de emissão, haja vista o deságio de 10,5% em relação ao preço médio do período de precificação previsto no contrato.”

17. A SEP destaca ainda que as vendas do Fundo GEM no Período de Precificação constituíram parte significativa do total de operações realizadas com os BDRs da Companhia, o que “demonstra sua capacidade de impactar o volume de negócios e a cotação do AGEN33”. A área técnica dá os exemplos dos pregões ocorridos nos dias 11.08.2011, 16.08.2011 e 21.08.2011, nos quais a Kewalan foi responsável por, respectivamente, 27,54%, 27,06% e 26,21% do volume total negociado dos BDRs de Agrenco.

18. Quando da definição jurídica dos supostos ilícitos, a SEP chega mesmo a flertar com a tipificação por prática de operação não equitativa (alínea “d” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979<sup>2</sup>). Ela o faz ao afirmar que, conjuntamente, a deficiência

---

<sup>2</sup> II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para



## 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)

informacional e a atuação da Kewalan na negociação dos BDRs da Companhia “colocaram a Kewalan e os acionistas controladores da Companhia em indevida posição de desequilíbrio e desigualdade em face dos demais participantes do mercado.”

19. No entanto, a Acusação, conclui “que tais infrações, analisadas em conjunto, constituíram, na verdade, etapas de execução de outro ilícito administrativo mais grave, consubstanciado na prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, como descrito na Instrução CVM nº 08/79.” Nessa direção, propôs a responsabilização dos Acusados por operação fraudulenta, em infração ao item I, na forma da alínea “c” do item II, da Instrução CVM nº 08/1979<sup>3</sup>.

### ***Breves considerações sobre os tipos da Instrução CVM nº 08/1979***

20. Pelos motivos expostos a seguir, entendo que a definição jurídica adotada pela acusação não foi a mais adequada. No que a Acusação vê operação fraudulenta, vejo prática não equitativa.

21. Os tipos da Instrução CVM nº 08/1979 foram propositalmente definidos de forma aberta. Existem, de um lado, inegáveis vantagens na opção adotada: os tipos abertos possuem alta capacidade de adaptação, fato que explica definições cunhadas há quarenta anos não terem se tornado obsoletas, em que pesem as radicais transformações pelas quais o mercado passou desde então.

22. De outro lado, não se podem ignorar os inconvenientes decorrentes do emprego de tipos tão abertos.

23. Esses incluem, por exemplo, alegadas dificuldades em compreender se determinadas condutas, usualmente associadas a novos padrões de negociação, estão abarcadas pelos velhos tipos da Instrução CVM nº 08/1979. Implicam, também, em problemas relacionados ao fato de que a regra inclui não só um, mas um conjunto de tipos, todos com contornos poucos claros.

---

qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

<sup>3</sup> II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardid 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  
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)

24. Não causa surpresa, portanto, que constantemente surjam dúvidas quanto ao tipo apropriado para certos casos concretos, especialmente frente ao imperativo de que uma conduta deva ser delimitada em um único tipo.

25. Ao longo das últimas quatro décadas, foram julgados diversos casos nos quais foram analisadas as mais variadas condutas subsumidas aos tipos da Instrução CVM nº 08/1979. Ainda que a jurisprudência dessa casa busque definir os elementos caracterizadores de cada um dos tipos e, assim, delimitar as fronteiras que os separam, fato é que a matéria ainda está longe de estar pacificada. No entanto, deve-se reconhecer que alguns consensos já foram aparentemente alcançados, dentre os quais o de que não existe escala de reprovabilidade entre os tipos descritos na referida Instrução.

### *Proposta de nova definição jurídica dos fatos*

26. Entendo que a definição jurídica adotada pela acusação não foi a mais adequada, e que as supostas irregularidades deveriam ser caracterizadas como prática não equitativa e não como operação fraudulenta.

27. Esta análise, é bom que se diga, não avança no mérito da acusação, que será oportunamente analisada no julgamento do processo. Trata-se tão somente de verificar se os fatos narrados pela Acusação poderiam configurar infração ao tipo imputado. Penso que a melhor resposta é que não poderia.

28. Sem pretender aqui me estender além do necessário, noto que o Colegiado já julgou dois processos sancionadores envolvendo acusações similares à Operação analisado. São eles os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2012/13605<sup>4</sup> e nº RJ2014/13353<sup>5</sup>, ambos relatados pelo Diretor Pablo Renteria. Em ambos os casos, a irregularidade foi tipificada como prática não equitativa.

29. Recentemente, ainda, foi aprovada por unanimidade a proposta do Diretor Carlos Rebello para a nova definição jurídica dos fatos tratados no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/2013<sup>6</sup>. Os fatos desse último caso são ainda mais similares aos que embasam a presente acusação se comparados àqueles dos processos de relatoria do

---

<sup>4</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13605, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 23.8.2016.

<sup>5</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/13353, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 22.12.2017.

<sup>6</sup> Analisado na reunião ocorrida no dia 18.12.2018.



## 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)

Diretor Pablo Renteria. Isso porque, assim como no caso ora em discussão, o precedente mais recente versa sobre financiamento concedido a emissor estrangeiro, cujo aumento de capital foi integralmente subscrito pelo veículo que havia se comprometido a financiá-lo.

30. Assim como neste caso, a área técnica formulou acusação de operação fraudulenta, tendo o Colegiado, contudo, seguindo a proposta do Relator, deliberado por dar nova definição jurídica aos fatos, que serão analisados como prática não equitativa. Penso não haver razão para que o presente caso seja julgado com base em um tipo distinto dos anteriores.

31. Diante de todo o exposto, proponho, com fundamento no artigo 25 da Deliberação CVM nº 538/2008, nova definição jurídica dos fatos apurados no âmbito do presente processo, de modo que as condutas de (i) Edgard Mansur Salomão; (ii) Nils Bjellum; (iii) Mehraz Rafat; (iv) Orivaldo Balloni; (v) Agrenco Holding B.V.; (vi) I.P.P.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A. e (vii) Kewalan Empreendimentos e Participações S/A sejam analisadas à luz da proibição de prática não equitativa, proibida pelo item I da Instrução CVM nº 08/1979 e conceituada pela alínea “d” do item II da mesma Instrução.

32. Caso seja aprovada a proposta aqui feita, o processo deverá ser encaminhado à Coordenação de Controle de Processos Administrativos para que, nos termos dos artigos 25 e 26<sup>7</sup> da Deliberação CVM nº 538/2008, prossiga à intimação dos Acusados para, se entenderem pertinente, apresentarem aditamento às suas defesas.

Rio de Janeiro, 15 de janeiro de 2019

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>7</sup> 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.