PRE-015/25
São Paulo, 28 de julho de 2025

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
conpublicasdm0125@cvm.gov.br
Rua Sete de Setembro, 111, Centro,
CEP 20050-90901- Rio de Janeiro- RJ

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger
Berwanger@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 01/25

Prezados Senhores,

1. A Associação Brasileira das Companhias Abertas – Abrasca, associação civil de âmbito nacional, sem fins lucrativos, com sede na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Cardeal Arcoverde, 2.365, 2º andar, Conjunto 23 - Pinheiros, CEP 05408-003 ("Abrasca") vem, respeitosamente, na qualidade de representante dos interesses das companhias abertas associadas, em atenção ao Edital de Consulta Pública SDM nº 01/25 ("Consulta Pública"), que visa alterar a Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 ("RCVM 44"), apresentar a presente manifestação contendo sugestões à proposta objeto da Consulta Pública ("Manifestação").

2. Inicialmente, a Abrasca gostaria de parabenizar a iniciativa da CVM de buscar o constante aprimoramento do regime de divulgação de informações ao mercado, dada a extrema relevância dele para a correta precificação dos papeis das companhias pelos investidores e para a higidez do mercado de capitais brasileiro. A Abrasca entende que a nova regulação proposta moderniza e facilita a aplicação da norma pelos participantes do mercado.

3. Para fins desta Manifestação, deve-se considerar a minuta que propõe alterações na RCVM 44 como Minuta A ("Minuta A") e a que propõe a alterações na Resolução CVM 80 como Minuta B ("Minuta B" e, em conjunto com a Minuta A, as "Minutas").

4. Esta Manifestação será dividida em quatro seções, sendo que: (I) a primeira tratará de alterações relativas à divulgação de aquisição de participação relevante; (II) a segunda tratará de alterações relativas ao regime dos fatos relevantes; (III) a terceira tratará da introdução do conceito de comunicado ao mercado na RCVM 44; e (IV) a quarta tratará da aplicabilidade do regime informacional de companhias abertas a outros emissores. Em todos eles, serão feitos comentários em relação às propostas de alteração apresentadas na Consulta Pública.

5. O posicionamento das companhias abertas associadas à Abrasca é expresso neste

documento no tocante aos principais conceitos propostos, com considerações específicas sobre a redação dos dispositivos constantes das Minutas.

I. Aquisição de Participação Relevante

6. Nesta Seção I, apresentaremos comentários às alterações propostas pela Minuta A relativamente à divulgação da aquisição de participação relevante, prevista na RCVM 44, com a indicação dos ajustes sugeridos por nós nesta Manifestação.

7. Cômputo da Participação Relevante. No que concerne ao cômputo da participação relevante de investidores, a Consulta Pública esclarece que as alterações propostas têm como objetivo levar à norma orientações do Ofício Circular Anual CVM/SEP 2025 ("Ofício SEP"), normatizando orientações do referido ofício a respeito do cômputo de participações relevantes envolvendo ações referenciadas por instrumentos financeiros derivativos, dentre outros.

8. Nesse sentido, recomendamos a incorporação, na norma, de referência expressa ao cômputo dos ADRs, GDRs e BDRs (exceto o BDR Nível I e os BDRs não patrocinados) e, como relação ao BDRs, desde que compatíveis com as disposições aplicáveis nos países onde foram emitidas as ações que servem como lastro de tais valores mobiliários, na determinação da participação relevante, orientação essa já constante do Ofício SEP:

> *Art. 7º, §1º: Para fins de verificação do atingimento dos percentuais previstos no caput, também devem ser consideradas as aquisições de quaisquer direitos sobre as ações, inclusive aqueles decorrentes de instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações e de certificados de depósitos de ações e, como relação ao BDRs, desde que compatíveis com as disposições aplicáveis nos países onde foram emitidas as ações que servem como lastro de tais valores mobiliários e com exceção dos Brazilian depositary receipts – BDRs Nível I e dos BDRs não patrocinados.*

9. Formação e Dissolução de Grupo – Sem Aquisição. Como inovação regulatória, a Minuta A propõe que a necessidade de reportar o atingimento de participação relevante em determinado emissor também decorra da formação ou dissolução de grupo de pessoas, independentemente da aquisição ou alienação de ações ou de direitos sobre ações.

10. Nesse caso, entendemos que a redação proposta pode acabar capturando situações indesejadas, uma vez que o conceito de "*pessoa vinculada*" é amplo e se baseia em critérios de "*atuação em conjunto*" ou "*representação do mesmo interesse*", sem delimitação clara do contexto.

11. Isso abre margem para interpretações segundo as quais, para fins de caracterização de um grupo de pessoas vinculadas, sequer seria necessário um acordo para atuação conjunta (nem mesmo tácito), como exige, por exemplo, a regulamentação do mercado de capitais norte-americano. Bastaria que as partes fossem consideradas parte de um mesmo "*grupo de interesses*" de tempos em tempos.

12. Por exemplo, a redação poderia capturar situações como a de duas sociedades sob

controle comum que negociem determinado papel ao mesmo tempo, ainda que de forma independente e sem se alinharem. Nesse sentido, sugerimos que essa atuação conjunta decorra da celebração de acordo entre as pessoas em questão no sentido de agir em conjunto.

13. Por essa razão, recomendamos que a norma apresente o esclarecimento abaixo:

> *Art. 33. O investidor e pessoas a ele vinculadas devem informar o atingimento de participação relevante no capital social do emissor, seja em decorrência de aumento ou de redução dessa participação.*
>
> *§1º Também devem ser informadas:*
>
> *I – a formação e a dissolução de um grupo de pessoas vinculadas, ainda que não tenha ocorrido aquisição nem alienação de ações ou de direitos sobre tais ações, quando a formação ou dissolução de tal grupo representar o atingimento de participação relevante no capital social do emissor e houver acordo firmado entre tais pessoas no sentido de agir em conjunto com o propósito de adquirir, deter, votar ou alienar ações de um emissor; e*
>
> *II – a mudança de objetivos do investidor e de pessoas a ele vinculadas com relação à composição do controle ou à estrutura administrativa do emissor, nos termos do art. 34, caput, inciso III.*

14. Conceito de Pessoas Vinculadas. Na consulta pública, a CVM registrou expressamente interesse em receber comentários sobre a uniformização do conceito de "*bloco de acionistas*" com as regras de definição de "*pessoa vinculada*" constantes da recém editada Resolução CVM nº 215, de 29 de outubro de 2024, que rege as ofertas públicas de aquisição de ações.

15. A respeito da uniformização do conceito "*bloco de acionistas*" e com o conceito de "*pessoa vinculada*", estamos de acordo com o conceito e não temos comentários adicionais ao texto.

16. Intenção de (Não) Influenciar – Hipóteses. No tema de divulgação de participação relevante, a principal alteração se refere ao regime aplicável a essa divulgação quando o investidor adquirente da participação informa que tem (ou não tem) objetivo de alterar a composição de controle ou a estrutura administrativa do emissor.

17. Nos casos em que há esse objetivo, a Minuta A propõe que o reporte do investidor ao emissor seja imediato, mantendo a dinâmica que já vige na regra atual. Por outro lado, nos casos em que o investidor não tem esse objetivo, a norma passa a prever um prazo de 3 (três) dias úteis para a realização da comunicação ao emissor.

18. Ainda, propõe-se que o investidor que reporta não ter o objetivo de influenciar o controle ou alterar a estrutura administrativa do emissor se abstenha de praticar determinados atos. Assim, a Minuta A apresenta listas exemplificativas de atos indicativos dessa intenção de influenciar (ou não) o controle ou a estrutura administrativa do emissor, em relação às quais a CVM solicita comentários do mercado.

19. Nas referidas listas, recomendamos a alteração dos incisos IV do §1º e III do §2º do artigo 38 da Minuta A, uma vez que "*a convocação de assembleia para deliberar sobre [...] ação de responsabilidade envolvendo administradores*", incluída na lista dos atos que denotam a intenção de alterar o controle ou a estrutura administrativa do emissor nos parece conflitar com o ato de promover *"medidas judiciais, arbitrais ou administrativas em decorrência de possíveis irregularidades cometidas pelo emissor, por seus administradores ou por seus acionistas controladores",* incluído na lista de atividades que não sugerem intenção de alterar o controle ou a estrutura administrativa do emissor.

20. Desse modo, com o objetivo de dissipar qualquer conflito de interpretação na aplicação da norma, sugerimos que atos praticados no contexto de medidas judiciais, que nos parecem não revelar necessariamente interesse de influenciar o controle/estrutura administrativa do emissor, sejam tratados exclusivamente no parágrafo segundo da norma proposta:

> *Art. 38 O investidor que informar não ter por objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor deve abster-se de atuar de forma a ocasionar tal alteração após o atingimento de participação societária relevante.*
>
> *§1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor:*
>
> *[...]*
>
> *IV – a convocação de assembleia para deliberar sobre eleição ou~~,~~ destituição ~~ou propositura de ação~~ de ~~responsabilidade envolvendo~~ administradores;*
>
> *[...]*
>
> *§ 2º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, não se presume o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor em função exclusivamente de o investidor:*
> *[...]*
> *IV – tomar qualquer medida admitida na legislação e na regulamentação voltada a promover a instalação do conselho fiscal e a eleição de seus membros;~~ e~~*
> *V – tomar qualquer medida admitida na legislação e na regulamentação voltada a promover a instalação de comitê de auditoria ou de outros comitês cujas atribuições estejam relacionadas à observância de normas (compliance) ou ao aprimoramento da governança corporativa do emissor~~.~~; e*
> *VI – a convocação de assembleia para deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores.*

21. Vedação do Exercício do Direito de Voto – Pendência da Comunicação. A proposta de concessão de prazo adicional de 3 (três) dias úteis para que investidores que não tenham o objetivo de alterar a estrutura de controle ou administrativa do emissor divulguem o atingimento de participação relevante representa avanço relevante sob o ponto de vista da racionalização regulatória. O reconhecimento pela CVM das dificuldades práticas enfrentadas por investidores institucionais na consolidação imediata de suas posições é coerente com a realidade operacional desses agentes e, nesse sentido, a alteração sugerida deve ser

aplaudida.

22. No entanto, o mesmo dispositivo determina que, durante esse período – 3 (três) dias úteis – e até que o reporte ao emissor seja efetivamente feito, o investidor ficará impedido de exercer o direito de voto com base nas ações adquiridas que deram ensejo à obrigação de divulgação. Essa vedação, ainda que temporária, suscita importantes preocupações de ordem jurídica e institucional, que merecem reflexão e eventual reavaliação por parte desta Comissão.

23. Primeiramente, cabe ressaltar que o controle a ser feito sobre a vedação ao exercício do direito de voto não pode ser imputado aos emissores, que não dispõem dos meios ou controles internos para referida verificação. Com efeito, não seria operacionalmente viável ou razoável que emissores tenham que acompanhar a movimentação da base acionária, sobretudo na iminência de Assembleias Gerais de Acionistas, a fim de determinar se ações recém adquiridas e cujas negociações configurem participação relevante podem ou não ser computados para os quóruns de instalação e deliberação dessas assembleias.

24. Sob o ponto de vista jurídico, entendemos que a falta de uma comunicação implicar que o investidor não possa exercer seu direito de voto é medida excessivamente restritiva, capaz de gerar assimetria entre acionistas da mesma classe e com os mesmos direitos patrimoniais e políticos. Tal distinção, sem previsão legal, não baseada em critérios objetivos de conflito de interesse, pode colidir com o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas previsto no caput do artigo 109, §1º, da Lei 6.404/76.

25. Considerando os comentários acima, nas hipóteses em que o investidor não possui interesse em influenciar no controle/estrutura administrativa do emissor, sugerimos a exclusão da restrição ao direito de voto enquanto pende a comunicação da aquisição de participação relevante:

> *Art. 39. Quando o investidor não tiver objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, a comunicação do atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve ser enviada ao diretor de relações com investidores em até 3 (três) dias úteis, contados da realização do negócio que ocasionou a variação da participação.*
>
> ~~*§ 1º Além de observar o disposto no art. 38, o investidor deve abster-se de exercer direito de voto ou celebrar acordo tendo por objeto direito de voto até que efetue a comunicação de que trata o caput.*~~
>
> ~~*§ 2º O disposto no § 1º não se aplica a ações detidas pelo investidor antes do atingimento de participação relevante que ocasionou a necessidade de comunicação.*~~

26. <u>Prazo (3 dias úteis) – Divulgação de Participação</u>. Na consulta pública, a CVM registrou expressamente interesse em receber comentários sobre o prazo de 3 (três) dias úteis para divulgação da participação relevante, quando o investidor não tem interesse em influenciar no controle/estrutura administrativa do emissor.

27. A respeito do prazo de 3 (três) dias úteis, entendemos se tratar de prazo razoável,

uma vez que atende tanto à necessidade de maior tempo para que investidores institucionais que atuam em múltiplos fundos e jurisdições compilem as informações sobre as negociações efetuadas como à necessidade de *disclosure* ao mercado sobre negociações relevantes.

28. Prazo (três meses) – Mudança de Posicionamento. Na consulta pública, a CVM registrou expressamente interesse em receber comentários sobre o prazo de 3 (três) meses como referencial de intervalo mínimo em que se assume que mudanças de posicionamento (isto é, do objetivo de não influenciar para o objetivo de influenciar o controle e a estrutura do emissor) por parte de investidores possam ordinariamente ocorrer.

29. A respeito do prazo de 3 (três) meses, entendemos que se tratar de prazo razoável e que permite tanto ao mercado como à própria CVM observar se determinados atos que denotam a intenção de influenciar o controle/estrutura administrativa do emissor estão sendo praticados pelo investidor que adquiriu ações que configuram participação relevante.

II. Fatos Relevantes

30. Nesta Seção II, apresentaremos comentários às alterações propostas pela Minuta A relativamente ao regime de fatos relevantes, previstos na RCVM 44, com a indicação dos ajustes apresentados por nós nesta Manifestação.

31. Definição de Fato Relevante. Comentamos, a priori, as alterações propostas na definição de fato relevante no âmbito da Minuta A em 2 (dois) tópicos.

32. *Inclusão Pontual – Lista Exemplificativa*. Na lista exemplificativa de fatos potencialmente relevantes, sugerimos a inclusão de uma exceção no inciso XI que trata de operações societárias para excetuar operações que envolvam apenas o emissor e sociedade integralmente controlada pelo emissor:

> *Art. 5º Considera-se fato relevante qualquer ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios do emissor que possa influir de modo ponderável:*
>
> *[...]*
>
> *XI – incorporação, incorporação de ações, cisão total ou parcial fusão e outras formas de reorganização societária ou combinação de negócios envolvendo o emissor, exceto por operações societárias que envolvam exclusivamente o emissor e outras sociedades controladas pelo emissor; [...]*

33. *Parâmetros de Materialidade*. De acordo com precedentes analisados da CVM[1], o exame da obrigatoriedade de divulgação de um fato relevante não depende apenas da sua efetiva concretização, mas também da análise da potencial relevância do evento, bem como da probabilidade de sua efetivação.

34. Nesse contexto, a CVM tem reiteradamente afirmado que a avaliação da

1 Jurisprudência da CVM (PAS CVM RJ 2016/7190) e do CRSFN (Recurso 13264), que exige avaliação do binômio "probabilidade x magnitude" para caracterização da relevância da informação, inclusive nas matérias elencadas como potencialmente relevantes pela norma.

materialidade de determinado ato/fato deve considerar, em síntese, de forma combinada, os seguintes elementos:

(i) Probabilidade de Ocorrência: por este critério, se analisa o grau de certeza ou de expectativa razoável de que o evento ou ato venha a se concretizar, ou seja, ainda que o processo se encontre em estágios iniciais, tal fato poderá ser caracterizado como relevante caso apresente potencial de gerar efeitos significativos sobre o emissor ou sobre a decisão de investimento por parte dos acionistas e investidores; e

(ii) Magnitude do Impacto: trata-se da avaliação a respeito da dimensão ou da gravidade dos efeitos que o evento poderá produzir sobre a situação econômico-financeira do emissor, sobre o valor de mercado de seus valores mobiliários ou sobre a decisão de investimento dos investidores.

35. A interpretação conjunta desses dois critérios é frequentemente denominada pela CVM como o teste de materialidade (binômio probabilidade × magnitude), segundo o qual, mesmo diante de eventos com baixa probabilidade de concretização, a existência de potenciais efeitos severos pode, por si só, gerar a obrigação de divulgação, com o objetivo de preservar a igualdade de acesso à informação e a integridade do mercado.

36. Entendemos que a inclusão na norma dos parâmetros acima mencionados permitirá que os emissores ponderem sobre a verificação (ou não) de um fato relevante dentro de parâmetros já reconhecidos pelos órgãos reguladores, sem se limitarem aos fatos exemplificativamente listados no rol ao artigo 5º, seja quando a decisão for pela declaração (ou não) de determinado fato como relevante.

37. Com essa inclusão, espera-se maior segurança jurídica na divulgação de informações relevantes por emissores, que embasarão sua decisão não apenas na análise da lista exemplificativa de fatos relevantes (dado objetivo), como também nos parâmetros de materialidade, magnitude e probabilidade que devem nortear a divulgação de informações relevantes (dado subjetivo).

38. Considerando os comentários acima, apresentamos abaixo sugestões de alteração à redação da Minuta A para endereçá-los:

> *Art. 5º Considera-se fato relevante qualquer ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios do emissor que possa influir de modo ponderável:*
>
> *(...)*
>
> *§2º Quando presentes os requisitos de que trata o caput e o §3º abaixo, um fato relevante relativo aos eventos indicados nos incisos I, II, VII, VIII, XI e XXIV do §1º não deixa de ser assim considerado em razão de se tratar de evento em fase de estudos concretos ou negócio jurídico em tratativas ou sob condição suspensiva ou resolutiva, devendo, nesse caso, ser observado ainda o disposto no art. 15.*
>
> *§ 3º. As situações que caracterizem ato ou fato relevante, inclusive os*

exemplos de fatos potencialmente relevantes previstos no § 1º do art. 5º, deverão ser analisadas à luz do caso concreto, considerando sempre os parâmetros da materialidade, magnitude e probabilidade.

39. Negócio Jurídico Condicionado. O artigo 15 da Minuta A tem se aplicado para fatos relevantes, mas não deveria se aplicar a divulgações em geral, o que incluiria comunicados ao mercado totalmente facultativos e eventualmente até informações divulgadas por outros meios, como comunicações não voltadas a investidores, eventuais entrevistas etc.

40. Não é razoável, por exemplo, que uma companhia precise divulgar o implemento de condições sobre um negócio jurídico que a princípio não afetaria a decisão dos investidores e que foi divulgado por sua própria iniciativa e não em decorrência de obrigação legal ou regulatória.

41. Além de aumentar os custos de observância, pois as áreas de relações com investidores precisariam tomar um cuidado ainda maior em monitorar informações não relevantes e acompanhar os departamentos jurídicos das companhias, entende-se que não é justificável a CVM acompanhar o adimplemento de negócios jurídicos que não forem considerados fatos relevantes.

42. Considerando os comentários acima, apresentamos abaixo sugestões de alteração à redação da Minuta A para endereçá-los:

> *Art. 15. Sempre que divulgar fato relevante sobre um negócio jurídico sujeito ao implemento de condições, o emissor fica obrigado a divulgar novas informações quando as condições se verificarem.*

43. Pedido de Confidencialidade. No âmbito dos pedidos de confidencialidade, a falta de um prazo para que a área técnica da CVM decida sobre o pedido formulado pela parte interessada prejudica a previsibilidade da conclusão do procedimento.

44. Por essa razão, sugerimos a inclusão do prazo de 1 (um) dia útil para que a área técnica da CVM possa decidir sobre os pedidos formulados nesse sentido.

45. Em se tratando de confidencialidade de informação relevante, a presteza com que a resposta é obtida pela parte interessada é essencial para tutelar o regime informacional aplicável aos emissores.

46. Ainda, a CVM concentrou as atribuições relativas à divulgação de fatos relevantes nos diretores de relações com investidores, em harmonia com o artigo 49 da RCVM 80 e com a posição já bem consolidada do Colegiado da Autarquia, como se vê, por exemplo, na alteração feita ao parágrafo único do artigo 22 (antigo artigo 6º da RCVM 44), o qual deixou de prever que as pessoas tratadas no *caput* poderiam divulgar "diretamente" fatos relevantes. E, de forma mais expressa ainda, o artigo 16 da Minuta A, o qual prevê que esses diretores são responsáveis por divulgar fatos relevantes e comunicados ao mercado.

47. O artigo 23, § 3º da Minuta A, porém, repete o mesmo texto do antigo artigo 7º, § 3º

da RCVM 44, determinando que os acionistas controladores e os administradores não se eximem de responsabilidade pela divulgação do ato ou fato relevante quando apresentassem à área técnica informações que deixaram de ser divulgadas.

48. Ocorre que, sendo o diretor de relações com investidores o responsável pela divulgação, acionistas controladores e outros administradores não deveriam ser responsáveis pela divulgação do fato relevante, mas, no máximo, pela prestação de informações ao DRI sobre fatos relevantes de que tenham conhecimento.

49. Considerando os comentários acima, apresentamos abaixo sugestões de alteração à redação da Minuta A para endereçá-los:

> *Art. 23. A SEP, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, pode decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art. 22.*
>
> *§ 1º O requerimento de que trata o caput deve ser dirigido à SEP por meio de correspondência eletrônica destinada ao endereço institucional da SEP em que conste como assunto "pedido de confidencialidade".*
>
> *§ 2º Cabe à SEP analisar o requerimento de que trata o caput em até 1 (um) dia útil e, caso decida pela divulgação do fato relevante, deve comunicar a decisão imediatamente ao diretor de relações com investidores, para que promova a divulgação na forma do art. 25. Caso não haja resposta no prazo estipulado, poderá o emissor, com base na sua avaliação de risco, manter a confidencialidade.*
>
> ~~*§ 3º Na hipótese do parágrafo único do art. 22, o requerimento de que trata o caput não exime os acionistas controladores e os administradores de sua responsabilidade pela divulgação do fato relevante.*~~

50. Divulgação, Correção, Aditamento. A redação atual da norma na RCVM 44 (artigo 3º) dispõe que a CVM tem poder para determinar a divulgação, correção ou republicação de fatos relevantes. Existe um artigo praticamente idêntico na RCVM 80, o artigo 62, o qual dispõe que a SEP pode solicitar modificações ou correções de informações eventuais e periódicas (mas não a divulgação ou o aditamento).

51. O texto sugerido na Minuta A dá a entender que a SEP teria poderes para determinar a divulgação, correção ou aditamento de quaisquer informações prestadas pelo emissor, o que potencialmente não se restringiria nem mesmo às informações reguladas pela CVM, mas também a quaisquer outras que o emissor venha a divulgar. Além disso, se aplicaria a comunicados ao mercado inteiramente facultativos e a informações gerais apresentadas por companhias fechadas e outros emissores não registrados.

52. Assim, o texto sugerido pela CVM aumenta custos de observância das companhias abertas e fechadas, que precisariam monitorar informações cuja divulgação sequer é obrigatória, e estariam sujeitas a controle dessas informações pela área técnica. Desse modo, sugerimos manter o racional da RCVM 44 e restringir a regra a fatos relevantes:

> *Art. 17. A Superintendência de Relações com Empresas – SEP pode*

determinar a divulgação, correção ou aditamento das informações prestadas pelo emissor, exceto as de caráter voluntário. ~~das informações prestadas pelo emissor~~.

53. Dever de Sigilo. Quanto à duração do dever de manter sigilo sobre atos e fatos relevantes, o artigo 18 da Minuta A propõe que tal dever seja observado por pessoas que tiveram acesso à informação relevante em razão de cargo para além do término do mandato, extinguindo-se apenas quando a informação se tornar pública ou puder ser obtida de maneira independente.

54. Contudo, assumindo que informações relevantes podem perder esse caráter pelo decurso do tempo e, ainda, que uma obrigação não pode perdurar indefinidamente com relação a uma parte, sugere-se a inclusão de um prazo de 24 (vinte e quatro) meses durante o qual a pessoa que teve acesso à informação relevante permanece obrigada a manter sigilo.

55. Considerando os comentários acima, apresentamos abaixo sugestões de alteração à redação da Minuta A para endereçá-los:

> *Art. 18. Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.*
>
> *Parágrafo único. A obrigação de guardar sigilo sobre as informações relativas a fato relevante obtidas em razão de cargo ou posição ocupada~~, não~~ se extingue ~~com o~~(i) após o decurso do prazo de 24 (vinte e quatro) meses contados do término do exercício do cargo ou função, ~~permanecendo vigente~~ ou (ii) até que a informação se torne pública ou possa ser obtida de maneira independente, o que ocorrer primeiro.*

56. Responsabilidade pela Declaração do Fato Relevante. O artigo 32 da Minuta A trata da divulgação irregular de fato relevante por meio de comunicado ao mercado. Nesse artigo específico, a Minuta A faz remissão às pessoas referidas no artigo 24[2] como responsáveis pela avaliação da relevância da informação a ser divulgada.

57. Considerando que a responsabilidade primária para declarar fato relevante é do Diretor de Relações com Investidores, e que as pessoas mencionadas no artigo 24 possuem responsabilidade apenas subsidiária[3] quanto à divulgação de fatos relevantes (ou seja, tais pessoas são responsáveis na medida em que haja omissão do Diretor de Relações com

2 Acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

3 PAS CVM 19957.008286/2023-03 (parecer do Comitê de Termo de Compromisso de 14/08/2024): "De acordo com a SEP: [...] (iv) a responsabilidade primária de zelar pela comunicação entre a companhia e o mercado é do DRI, de modo que este deve diligenciar pela ampla e imediata divulgação de qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos negócios da Companhia, sendo que, adicionalmente, a RCVM 44 estende (conforme disposto no §2º do art. 3º) a todos os administradores a responsabilidade de divulgar as informações referentes a atos e fatos relevantes em caso de omissão do DRI". PAS CVM nº 19957.009010/2021- 72, j. em 01/11/2023.

Investidores com o seu dever de divulgação), recomenda-se que a redação do artigo 32 seja ajustada para mencionar expressa e exclusivamente o Diretor de Relações com Investidores como o responsável pela avaliação da relevância da informação.

58. Considerando os comentários acima, apresentamos abaixo sugestões de alteração à redação da Minuta A para endereçá-los:

> *Art. 32. A decisão entre a divulgação de informação por aviso de fato relevante ou por comunicado ao mercado deve ser pautada pela avaliação ~~das pessoas referidas no art. 24~~ do Diretor de Relações com Investidores a respeito da relevância da informação a ser divulgada.*
>
> *§ 1º O disposto no caput não impede o posterior exame pela CVM da decisão tomada quanto à forma de divulgação da informação.*
>
> *§ 2º O exame de que trata o § 1º deve partir da presunção de boa-fé ~~das pessoas referidas no art. 24~~ do Diretor de Relações com Investidores e da correção da avaliação que ~~elas fizeram~~ ele fizer sobre a relevância da informação, porém deve também considerar eventuais circunstâncias indicativas de uso inadequado da forma de divulgação da informação, em especial quando a opção pelo comunicado ao mercado for feita diante de informação: [...]*

59. Momento da Divulgação. Propomos alterações ao artigo 20, §2º, da Minuta A, para esclarecer a prerrogativa do Diretor de Relações com Investidores de avaliar e divulgar fato relevante durante a sessão de negociação.

60. A esse respeito, verificamos que a Autarquia tem oficiado emissores quando há divulgação de fato relevante durante a sessão de negociação. Nesses casos, a CVM tem destacado que, conforme o artigo 5º da RCVM 44, a divulgação de atos ou fatos relevantes deve ocorrer, sempre que possível, fora do horário de negociação, para evitar impactos indevidos no mercado, uma vez que, no entendimento da Autarquia, tal prática pode comprometer a simetria informacional e a proteção dos investidores.

61. Nota-se que não há segurança jurídica e previsibilidade suficientes para resguardar a atuação do Diretor de Relações com Investidores nos casos em que este entender que há risco de vazamento de informações relevantes durante o horário de negociação dos valores mobiliários.

62. A alteração sugerida no § 2º tem por objetivo assegurar a prerrogativa do Diretor de Relações com Investidores de avaliar e interpretar a necessidade de divulgar fato relevante durante o horário de negociação dos valores mobiliários, e solicitar suspensão dessas negociações, afastando a possibilidade de a CVM, no âmbito de sua atuação fiscalizatória e sancionatória, promover posterior avaliação qualitativa do mérito da urgência dessa divulgação e do pedido de suspensão das negociações, resultando em eventual instauração de processo administrativo sancionador e/ou expedição de ofício de alerta ao emissor.

63. Considerando os comentários acima, apresentamos abaixo sugestões de alteração à redação da Minuta A para endereçá-los:

Art. 20. A divulgação de fato relevante deve ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nos mercados organizados em que os valores mobiliários do emissor sejam admitidos à negociação.

[...]

§ 2º Caso seja imperativo que a divulgação de fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o emissor pode solicitar, sempre simultaneamente às entidades administradoras dos mercados, nacionais e estrangeiros, em que os valores mobiliários sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação de tais valores mobiliários, ou outros a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados sobre o assunto pelas entidades administradoras de mercados organizados.–Tal solicitação pelo emissor será considerada medida diligente e de cautela e não ensejará posterior avaliação qualitativa pela CVM quanto ao mérito do que seja urgência necessária.

III. Comunicado ao Mercado

64. Nesta Seção III, apresentaremos comentários à novidade proposta pela Minuta A a respeito da introdução do conceito de "*comunicado ao mercado*" na RCVM 44, com a indicação dos ajustes apresentados por nós nesta Manifestação.

65. Comunicado ao Mercado – Definição. A Minuta A introduz o conceito de comunicado ao mercado em seu artigo 6º, como um meio de comunicação de que emissores podem se valer para a divulgação de informações que não sejam consideradas relevantes. Amplamente reconhecido na experiência do mercado de capitais brasileiro, o comunicado ao mercado já é recorrente e amplamente utilizado pelos emissores de acordo com as orientações do Ofício SEP.

66. Ao introduzi-lo na regulamentação, a Minuta A estabelece que o comunicado será utilizado por emissores para divulgar informações exigidas pela regulamentação do mercado de capitais e também informações julgadas úteis.

67. Para a divulgação de informações julgadas úteis por emissores, é importante destacar que a veiculação de comunicado ao mercado é voluntária e facultativa, não ensejando qualquer penalidade ou o início de procedimento fiscalizatório para emissores a não divulgação de informação meramente útil.

68. Ainda, é necessário esclarecer o meio adequado para divulgação de comunicados ao mercado.

69. Considerando os comentários acima, apresentamos abaixo sugestões de alteração à redação da Minuta A para endereçá-los:

Art. 6º. Entende-se por comunicado ao mercado o anúncio divulgado pelo emissor para veicular informação não considerada fato relevante, mas que

ainda assim seja exigida do emissor pelas entidades reguladoras do mercado de capitais nos termos da legislação aplicável~~ou por ele interpretada como útil para os participantes do mercado de capitais~~.

~~Parágrafo único.~~Parágrafo 1º. São exemplos de ~~potenciais~~ situações de que trata o caput:

I – materiais utilizados em reuniões com analistas de valores mobiliários;

II – esclarecimentos em resposta a consultas formuladas pela CVM ou por entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários;

III – recebimento de comunicação, promovida nos termos do art. 33 por investidor detentor de participação relevante, informando não ter objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor; e

IV – outras informações exigidas pela regulamentação aplicável a emissores de valores mobiliários para as quais não seja exigida uma forma específica de prestação da informação.

Parágrafo 2º. Informações interpretadas como úteis pelo emissor também poderão ser divulgadas de forma voluntária e facultativa por comunicado ao mercado.

Parágrafo 3º. A decisão pela não divulgação de comunicado ao mercado de informação não exigida do emissor não será considerada infração a esta resolução.

Parágrafo 4º. O comunicado ao mercado será divulgado nos sites da CVM e das entidades administradoras de mercados organizados em que os valores mobiliários do emissor sejam admitidos à negociação.

70. Erro de Forma. Por fim, diante de um erro de forma (isto é, a divulgação de informação relevante por meio de comunicado ao mercado), recomendamos a inclusão de previsão normativa para estabelecer que, na supervisão de infrações desse tipo, a CVM privilegiará a adoção de procedimentos de prevenção consistentes na orientação dos participantes do mercado de valores mobiliários.

71. Isso se deve ao fato de que, na prática, do ponto de vista de disseminação da informação no mercado de capitais, o fato relevante e o comunicado ao mercado são absorvidos pelos participantes do mercado em velocidade muito similar, de acordo com a experiência dos departamentos de relações com investidores de emissores.

72. Ainda a esse respeito, recomenda-se a exclusão dos incisos III e IV do §2º do artigo 32.

73. Sobre o inciso III, a regra contida nesse artigo faria presumir que um comunicado ao mercado divulgado 15 (quinze) dias depois de uma negociação com valores mobiliários do emissor por acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal ou ainda a formalização de plano individual de investimentos, seria irregular.

74. Na prática, tal regra geraria custos de observância, pois os departamentos de relações com investidores precisariam acompanhar negociações realizadas por

administradores, controladores e conselheiros fiscais para divulgar comunicados ao mercado. Caso houvesse divulgação nesses períodos, é provável que as companhias precisariam responder a ofícios de questionamento da CVM ou da B3.

75. Além disso, a regra pode ser contrária ao interesse de investidores, pois as companhias muito possivelmente atrasariam o envio de comunicados importantes para evitar a divulgação nesse prazo de 15 (quinze) dias.

76. Sobre o inciso IV, a divulgação de um tipo de informação pelo emissor via fato relevante não pode ser tratada como um indicativo de que aquele determinado tipo de informação terá sempre tratamento de fato relevante.

77. O aviso de fato relevante não está vinculado ao tipo de informação que se veicula, mas sim ao teste de materialidade feito pelas diretorias de relações com investidores.

78. Desse modo, a previsão normativa indicativa de circunstância em que a CVM pode se apoiar para fazer o reexame da decisão da diretoria de relações com investidores pode criar incentivos para que informações não relevantes em um dado momento sejam divulgadas via fato relevante apenas porque, no passado, aquele mesmo tipo de informação fora tratada como relevante.

79. Considerando os comentários acima, apresentamos abaixo sugestões de alteração à redação da Minuta A para endereçá-los:

> *Art. 32. A decisão entre a divulgação de informação por aviso de fato relevante ou por comunicado ao mercado deve ser pautada pela avaliação ~~das pessoas referidas no art. 24~~do Diretor de Relações com Investidores a respeito da relevância da informação a ser divulgada.*
>
> *§ 1º O disposto no caput não impede o posterior exame pela CVM da decisão tomada quanto à forma de divulgação da informação, que privilegiará, nessas hipóteses, a boa-fé do emissor e a adoção de procedimentos de prevenção consistentes na orientação dos participantes do mercado de valores mobiliários.*
>
> *§ 2º O exame de que trata o § 1º deve partir da presunção de boa-fé ~~das pessoas referidas no art. 24~~do Diretor de Relações com Investidores e da correção da avaliação que elas fizeram sobre a relevância da informação, porém deve também considerar eventuais circunstâncias indicativas de uso inadequado da forma de divulgação da informação, em especial quando a opção pelo comunicado ao mercado for feita diante de informação:*
>
> *I – que vinha sendo mantida sob sigilo e que tenha escapado ao controle do emissor; ou*
>
> *II – sobre tratativas em curso, especialmente nas quais tenha sido celebrado acordo vinculante, a respeito de negócio que, se concretizado, possa caracterizar informação relevante~~;~~.*
>
> *~~III – divulgada no período de 15 (quinze) dias que suceder: a) a realização de negócios com valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados por parte de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal; ou b) a formalização de plano individual~~*

> ~~*de investimento ou desinvestimento pelas pessoas referidas na alínea "a"; e*~~
>
> ~~*IV – comparável a informações divulgadas no passado pelo emissor sob a forma de fato relevante.*~~

80. Alteração Fática. Todos os comunicados previstos na atual RCVM 44 possuem previsão de divulgação imediata. Contudo, não é razoável manter a mesma regra de divulgação imediata para comunicados ao mercado cujo prazo para divulgação inicial pode ser maior ou mesmo para uma divulgação inteiramente facultativa.

81. Assim, sugere-se esclarecer que o prazo para divulgar uma alteração de fato relevante seja igual ao da divulgação inicial, não devendo haver qualquer prazo previsto em regulaão para divulgações facultativas:

> *Art. 14. Qualquer mudança nos fatos objeto de aviso de fato relevante ~~das declarações feitas nos termos desta Resolução~~ deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior.*

IV. Aplicabilidade do Regime Informacional a outros Emissores

82. Nesta Seção IV, apresentaremos comentários às alterações propostas pela Minuta A relativamente à aplicabilidade do regime informacional de companhias abertas a outros emissores, com a indicação dos ajustes sugeridos por nós nesta Manifestação.

83. Abrangência – Emissores Não Registrados. Inicialmente, nos termos do artigo 3º da Minuta A, outros emissores de valores mobiliários que não são companhias abertas passariam a se sujeitar a determinadas regras previstas na nova resolução proposta.

84. Nota-se que, estranhamente, esses outros emissores não estariam sujeitos à Seção I do Capítulo II, a qual traz a própria definição de fato relevante, bem como exemplos deles. Por outro lado, estariam sujeitos às "*regras gerais de divulgação*" previstas no capítulo III.

85. Essas normas gerais, em grande medida, são uma reprodução praticamente literal de grande parte dos artigos contidos na Subseção I, Seção I, Capítulo IV da RCVM 80.

86. Entende-se, porém, que o regime informacional previsto na RCVM 80 é intencionalmente restrito a emissores cujos valores mobiliários sejam admitidos à negociação em mercados regulamentados, nos termos do seu artigo 1º, tendo em vista a sua maior relevância sobre o escopo da regulação do mercado de valores mobiliários promovido pela CVM.

87. Embora se entenda que as "*regras gerais*" de divulgação são, de modo geral, razoáveis, a CVM potencialmente estaria aumentando os custos de observância desses outros emissores ao obrigá-los a segui-las, ter um diretor de relações com investidores e sujeitá-los à supervisão da SEP, inclusive sobre a divulgação de informações que não sejam fatos relevantes (artigos 14 a 17 da Minuta A).

88. Nesse sentido, recomenda-se a exclusão do escopo de normas aplicáveis a esses outros emissores as "*regras gerais de divulgação*" e, em seu lugar, incluir a seção que define o próprio conceito de fato relevante:

> *Art. 3º. Em relação aos emissores não registrados de valores mobiliários que sejam admitidos à negociação em mercados organizados, nos termos da norma que dispõe sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, aplicam-se apenas os trechos dessa Resolução referentes a:*
>
> *I – ~~regras gerais de divulgação (Capítulo III)~~definição de fato relevante (Seção I do Capítulo II); [...].*

89. Regras Gerais – Aplicação. Conforme explicado acima, a CVM está trazendo para a norma de divulgação de fatos relevantes parte das regras gerais de divulgação de informações ao mercado que hoje são limitadas a emissores registrados, nos termos da RCVM 80.

90. Entende-se que tais regras não deveriam se aplicar a esses outros emissores, como companhias fechadas, enquanto elas já se aplicam a companhias abertas por força da RCVM 80. Nesse sentido, sugere excluir os artigos 9 a 13 da Minuta A:

> ~~*Art. 9º O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.*~~
>
> ~~*Art. 10. Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.*~~
>
> ~~*Art. 11. O emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado.*~~
>
> ~~*Art. 12. As informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos.*~~
>
> ~~*Art. 13. Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.*~~

91. Certos da atenção e consideração dos pontos apresentados, esperamos ter contribuído para a formação do entendimento da CVM e nos colocamos à disposição para eventuais esclarecimentos.

Atenciosamente,

Pablo Cesário
Presidente Executivo
Abrasca - Associação Brasileira das Companhias Abertas.