Rio de Janeiro, 17 de julho de 2025

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Via e-mail: conpublicasdm0125@cvm.gov.br

Ref.: Consulta Pública SDM nº 01/25

Assunto: Contribuições ao Edital de Consulta Pública SDM nº 01/25 – Divulgação de Participações Relevantes

BENZECRY & PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA, vem, respeitosamente, no âmbito da Consulta Pública SDM nº 01/25, apresentar suas considerações sobre os itens do Edital de Consulta, nos termos que seguem:

1. Sobre o item "2.1 – Prazo para Divulgação"

Entendemos que a proposta de ampliação do prazo para a comunicação da participação relevante não se justifica e pode, inclusive, fragilizar os princípios de isonomia e transparência informacional do mercado.

O prazo atualmente previsto na regulamentação é amplamente conhecido, consolidado na prática e, sobretudo, já é compatível com a estrutura tecnológica e operacional dos investidores institucionais que atuam no mercado de capitais.

Trata-se de participantes que, em sua grande maioria, contam com sistemas consolidados de gestão e controladoria de carteiras, utilizados inclusive para cumprimento de obrigações mais complexas em tempo real, tais como limites prudenciais, exposição por emissor e concentração setorial.

Não se observa, na prática de supervisão da CVM, histórico recorrente de punições por atraso ou dificuldade em se identificar e comunicar tais posições – o que evidencia que o sistema vigente é funcional.

Mais ainda, em linha com boas práticas internacionais e com a tendência de adoção de controles pré-trade e limites automatizados, não nos parece razoável alegar que a comunicação tempestiva ao emissor e ao mercado seria operacionalmente complexa.

Assim, a proposta pode vir a criar assimetria regulatória, potencialmente favorecendo agentes econômicos interessados em ocultar, por mais tempo, suas reais intenções e estratégias de aquisição.

A concessão de um prazo mais dilatado pode, ainda, gerar distorções concorrenciais e prejudicar o fluxo informacional do mercado. Por essa razão, manifestamo-nos contrariamente à proposta de ampliação de prazo, recomendando a manutenção do prazo atualmente previsto na regulamentação vigente.

2. Sobre o item "2.2 – Intenção de influir (e de não influir) na estrutura administrativa e no controle do emissor"

Manifestamo-nos contrários à previsão de listas exemplificativas no corpo dos normativos, especialmente quando se trata da caracterização da intenção de influir (ou não influir) na estrutura administrativa ou no controle da companhia.

Entendemos que a normatização por exemplos tende a criar zonas de conforto regulatório que beneficiam mais aqueles que desejam explorar brechas do que os agentes que atuam de boa-fé. O papel do regulador deve ser o de estabelecer princípios e diretrizes gerais, com a responsabilização posterior fundamentada na análise concreta dos fatos e intenções.

Além disso, a própria previsão de prazo para revisão de entendimento sobre o objetivo de influir poderá ser instrumentalizada estrategicamente. Projetos de aquisição de controle poderão ser divididos em fases artificiais, iniciando-se com declarações de ausência de intenção de influir, seguidas de mudanças posicionais coordenadas, criando um período de incubação da influência, sem transparência ao mercado. Nesse contexto, a referência ao prazo de 3 (três) meses acaba por balizar o comportamento estratégico de agentes interessados em adquirir posições com posterior influência, o que fragiliza o objetivo central de transparência e integridade do mercado.

3. Sobre o item "3 - Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado"

Também nesse ponto, manifestamos nossas ressalvas à introdução de listas exemplificativas nos normativos. Notadamente, em se tratando de comunicação de fatos relevantes, a definição deveria permanecer principiológica, cabendo ao emissor, com suporte de seus assessores legais, avaliar a relevância da informação no caso concreto.

A tentativa de diferenciação entre "fatos relevantes" e "comunicados ao mercado" poderá gerar o efeito inverso ao desejado. O mercado, como já demonstrado historicamente, tende a criar categorias informacionais paralelas quando entende que há espaço para interpretações dúbias. A criação de uma terceira categoria informal para comunicações, além dos "fatos relevantes" e "comunicados ao mercado", é risco real e tende a gerar assimetria informacional, insegurança jurídica e fragmentação do *disclosure*.

Se os comunicados ao mercado tratam de informações que não seriam relevantes, não deveriam estar sob regulação formal. E, se o são, devem ser tratados com o rigor e a uniformidade exigidos para os fatos relevantes.

O problema central, portanto, não está no nome do instrumento, mas na forma, alcance e oportunidade da divulgação – e é esse o foco que a regulamentação deveria privilegiar.

Se de fato há a preocupação com a segurança jurídica de "diretores de relações com investidores que rotineiramente têm de tomar decisões sobre o meio mais adequado para divulgar determinada informação", como indicado no Edital desta Consulta, entendemos que se deveria estimular que em qualquer cenário dúbio, opte-se pela divulgação da informação por meio do regime mais conservador, que confere maior transparência ao mercado como um todo, que é o da divulgação de fato relevante, e não a criação de institutos que possam ser equivocadamente explorados como subterfúgios normativos sob presunção de boa-fé.

Outrossim, muito embora na realidade prática possam ocorrer reuniões privadas do Diretor de RI com grupos restritos de acionistas ou agentes de mercado; em observância ao dever de lealdade e ao dever de informar, toda e qualquer informação apresentada deveria ser pautada em dados já divulgados e disponibilizados de forma simultânea ao

mercado como um todo, devendo ser coibidas comunicações restritas ou diferenciadas que possam criar assimetria informacional.

Neste diapasão, a definição de "materiais utilizados em reuniões com analistas de valores mobiliários" como exemplos de potenciais situações que ensejariam a divulgação de comunicado ao mercado levaria ao entendimento que também confere riscos de assimetria informacional, da viabilidade de apresentação ou filtragem de informações a grupos seletos de destinatários que só viriam a ser disponibilizadas ao público *a posteriori*, criando assim assimetrias que prejudicam a higidez do mercado.

Contudo, em que pese o entendimento acima e buscando colaborador com a regulação, se vier a ser admitida a necessidade de normatização do "comunicado ao mercado", recomendamos que a norma seja mais objetiva, suprimindo listas exemplificativas, e deixando ao emissor e seus representantes a definição do que é entendido como informação não considerada como fato relevante, mas que seja de interesse público e, portanto, que merece ser divulgada na forma do chamado "comunicado ao mercado", ajustando-se a seguinte redação:

> *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:*
> *I – na cotação dos valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados;*
> *II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários de que trata o inciso I; ou*
> *III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários de que trata o inciso I.*
> ~~*§ 1º Observada a definição do caput, são exemplos de fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:*~~
> ~~*I – acordo ou contrato de transferência do controle acionário do emissor, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;*~~
> ~~*II – mudança no controle do emissor, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;*~~
> ~~*III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que o emissor seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio do emissor;*~~
> ~~*IV – aquisição ou alienação da participação acionária de acionista que mantenha com o emissor contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;*~~

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

~~VI – recebimento de comunicação de alienação de participação relevante por investidor que anteriormente tenha declarado objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor;~~

~~VII – admissão dos valores mobiliários do emissor a negociação em novos mercados, no País ou no exterior;~~

~~VIII – decisão de promover o cancelamento de registro de emissor de valores mobiliários;~~

~~IX – lançamento de oferta pública de aquisição de valores mobiliários do emissor;~~

~~X – realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários do emissor;~~

~~XI – incorporação, incorporação de ações, cisão total ou parcial fusão e outras formas de reorganização societária ou combinação de negócios;~~

~~XII – transformação ou dissolução do emissor;~~

~~XIII – mudança de critérios contábeis;~~

~~XIV – renegociação de dívidas;~~

~~XV – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários do emissor;~~

~~XVI – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;~~

~~XVII – aquisição pelo emissor de valores mobiliários por ele emitidos para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos;~~

~~XVIII – lucro ou prejuízo do emissor e a atribuição de proventos em dinheiro;~~

~~XIX – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;~~

~~XX – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;~~

~~XXI – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;~~

~~XXII – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos do emissor;~~

~~XXIII – divulgação de projeções ou a modificação de projeções anteriormente divulgadas pelo emissor; e~~

~~XXIV – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira do emissor.~~

§ 1º~~2º~~ Quando presentes os requisitos de que trata o caput, um fato relevante não deixa de ser assim considerado em razão de se tratar de evento em fase de estudos ou negócio jurídico em tratativas ou sob condição suspensiva ou resolutiva, devendo, nesse caso, ser observado ainda o disposto no art. 15.

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 ou~~ por ele interpretada como útil para os participantes do mercado de capitais.

~~Parágrafo único. 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.~~

Ademais, é prerrogativa do regulador de forma equilibrada e técnica, pautado em análises e investigações completas e com todo o direito ao contraditório, a responsabilização dos entes fiscalizados que não observem as normas em vigor, pelo que vemos como desnecessária a indicação de que a CVM poderá examinar a decisão tomada pelo emissor quanto à forma de divulgação de uma informação, o que já seria esperado em qualquer cenário, independentemente do dispositivo, pelo que sugerimos a supressão dos parágrafos do Art. 32 da Minuta A.

~~§ 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 e da correção da avaliação que elas fizeram sobre a relevância da informação, porém 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;~~

~~*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.*~~

5. Conclusão

Reiteramos nosso apoio às iniciativas da CVM voltadas ao aperfeiçoamento do regime de divulgação de participações relevantes, mas destacamos que mudanças normativas pontuais devem preservar a simplicidade, a isonomia e o foco principiológico das regras, evitando a criação de exceções e zonas cinzentas que, potencialmente, podem vir a criar mais instabilidade e insegurança jurídica.

Permanecemos à disposição, esperando ter contribuído com o debate.

Atenciosamente,

BENZECRY & PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA

Leandro Salztrager Benzecry Caryne Abbade Capitanio Amin de Albuquerque Saaf