BARBOSA
SOCIEDADE DE ADVOGADOS

São Paulo, 18 de julho de 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro, RJ, CEP 20050-006

At.: Sr. João Pedro Barroso do Nascimento – Presidente
Sr. Antonio Carlos Berwanger

Via e-mail: conpublicaSDM0125@cvm.gov.br

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

Prezados Senhores,

1. Fazemos referência ao Edital de Consulta Pública SDM nº 01/25, divulgado pela CVM com o propósito de colher comentários e sugestões a respeito de sua proposta de reforma da Resolução CVM nº 44/2021 ("Resolução 44"), em especial naquilo que se relaciona com a divulgação de fatos relevantes e comunicações ao mercado, bem com a divulgação do atingimento de participações relevantes.

2. A Resolução 44 é uma peça fundamental no sistema de regras editadas pela CVM, por disciplinar matéria fundamental em qualquer mercado de valores mobiliários: a divulgação de informações ao público. Justamente por isso, reconhecemos a importância da inciativa dessa Autarquia, que reflete periodicamente sobre o tema e convida o público interessado a colaborar com essa reflexão, com o objetivo de avaliar a necessidade e a conveniência de aprimoramentos na redação da norma.

3. Com o intuito de contribuir com a discussão proposta pela CVM, analisamos detidamente as propostas apresentadas no âmbito da Consulta Pública em referência, assim como a minuta da Resolução submetida ("Minuta A"). Nossos comentários e sugestões encontram-se a seguir.

I. Divulgação de participações relevantes

Divulgação do objetivo da participação e quantidade visada (art. 34, III, Minuta A)

4. A exigência de que o investidor declare o objetivo da participação relevante atingida e a quantidade visada está prevista desde a edição da Instrução CVM nº 358/2002[1]. O dispositivo atualmente em vigor permanece inalterado desde 2015[2][3], e estabelece que o comunicado sobre atingimento de participação relevante deverá conter o "objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade".

5. A regra nunca definiu, contudo, o que significa a expressão "alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade". Tampouco elencou exemplos de situações ou contextos indicativos da configuração de alteração da "composição do controle" ou da "estrutura administrativa da sociedade". Embora o Colegiado da CVM tenha tido a oportunidade de tratar do assunto em algumas oportunidades[4], seu posicionamento se ateve aos limites do caso julgado, sem maiores considerações que pudessem servir de orientação ao público.

6. A abordagem da Minuta A inova, portanto, ao enumerar ações (ainda que "meramente indicativas") que caracterizam e não caracterizam o objetivo do investidor de "alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa" da companhia (art. 38, §§ 1º e 2º). Além disso, na sistemática da proposta, esse conceito ganha maior relevância comparativamente ao regime atual por três razões.

[1] A Instrução CVM nº 358, editada em 3 de janeiro de 2002, estabelecia que a declaração de atingimento de participação relevante deveria conter o "objetivo da participação e quantidade visada" (art. 12, II).
[2] Cf. Instrução CVM nº 568, editada em 17 de setembro de 2015.
[3] E a Minuta A não propõe alterações.
[4] Cf., por exemplo: PAS CVM n° 19957.005866/2018-73, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16/12/2022; PAS CVM nº RJ2015/9443, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 04/06/2019; e PAS CVM nº RJ2014/8013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 28/08/2018.

7. Em primeiro lugar, porque a Minuta A estabelece tratamentos distintos conforme as negociações relevantes tenham – ou não – o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da companhia.

8. Em segundo lugar porque impõe aos investidores um dever de abstenção de atuar de forma a ocasionar a alteração da composição do controle ou da estrutura administrativa da companhia após a divulgação do atingimento de participação relevante na qual tenham declarado que *não* tinham tal objetivo (art. 38, §1º).

9. E, por fim, porque a Minuta A estabelece uma presunção relativa em desfavor dos regulados, que autoriza a CVM a presumir a falsidade da declaração negativa anterior caso o investidor divulgue, nos três meses subsequentes, nova declaração, afirmando *ter* o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da companhia (art. 40, §4º).

10. Desse modo, diante das consequências a que os regulados se sujeitarão, parece-nos oportuna a reflexão sobre a exigência de que os investidores divulguem ao mercado as intenções ou objetivos visados quando realizam negociações relevantes. Embora essa obrigação específica já exista, acreditamos que a oportunidade desta Consulta Pública deve ser aproveitada para que se reconsidere sua permanência.

11. Como já reconhecido pelo Colegiado, o comando normativo está diretamente relacionado ao plano *subjetivo* do investidor. Assim, exige que sejam divulgadas *intenções* ou *planos* relacionados à aquisição da participação relevante, independentemente de qualquer medida concreta destinada a alcançar os objetivos almejados[5].

12. Isso impõe ao investidor a obrigação de antecipar suas estratégias ao mercado sempre que realizar uma negociação relevante, mesmo que se refiram a cogitações incipientes ou estudos preliminares em relação aos quais, embora já se possa alegar que existam intenções, não há qualquer decisão sobre levá-los adiante. Em diferentes contextos, essa CVM já se deparou com inúmeras situações em que teve que enfrentar discussões sobre a materialidade e a magnitude de ações praticadas no âmbito de entidades reguladas, muitas vezes reconhecendo que determinada análise ou estudo era absolutamente preliminar, não tendo iniciado um caminho de discussão

[5] Cf. PAS CVM nº 2014/8013, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 28/08/2018; e PAS CVM nº RJ2015/9443, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 04/06/2019.

minimamente consequente nos órgãos de administração (no caso de companhias) ou instâncias deliberativas (em outros regulados).

13. A exigência de que sejam divulgadas as intenções, portanto, desvirtua a noção de relevância que pauta as obrigações informacionais no mercado de valores mobiliários, impondo a divulgação de informações que não têm materialidade suficiente para ter o potencial de influir de modo ponderável na cotação dos ativos ou na decisão dos investidores de negociá-los. Mas não é só.

14. A Minuta A, em linha com o regime atual[6], exige que também seja divulgada qualquer mudança em relação às intenções declaradas quanto à composição do controle ou à estrutura administrativa da companhia (arts. 33, §1º, I e 40, §4º). É natural, no entanto, que eventuais intenções ou objetivos – justamente por estarem no plano das ideias ou em fase inicial de concepção – variem ao longo do tempo, o que pode sujeitar o público investidor a um volume de informações expressivo a ponto de diminuir a importância de cada informação individualmente considerada.

15. Sob um prisma mais amplo, o atendimento dessas obrigações tende a causar a propagação de informações que não são necessariamente úteis aos seus participantes, aumentar o custo para o processamento desses dados, além de potencialmente ocultar informações que realmente importam.

16. Ainda, também os interesses individuais dos investidores podem sofrer efeitos adversos. Há, nesse sentido, o risco de que a obrigação de expor os objetivos ao mercado com relação à negociação realizada possa frustrar a consecução de estratégias legítimas no âmbito da companhia investida.

17. Algumas das medidas elencadas no art. 38, §1º da Minuta A, que na visão da CVM podem configurar o objetivo de alterar a composição de controle e a estrutura administrativa da companhia, evidenciam essa conclusão.

18. É o caso do lançamento de OPA para aquisição de controle (inciso I) e da convocação de assembleia para deliberar sobre reorganizações societárias envolvendo a companhia (inciso II).

[6] Cf. art. 20, Resolução 44: "Art. 20. Qualquer mudança nos fatos ou intenções objeto das declarações feitas nos termos desta Resolução deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior.".

Essas operações usualmente são tornadas públicas em momento no qual já atingiram certo grau de maturidade. Além de proteger a própria operação – que poderá ser frustrada caso seja anunciada de forma prematura –, essa conduta também beneficia o mercado, que toma conhecimento do tema apenas quando existirem informações minimamente completas e consistentes sobre o negócio, evitando especulações indesejadas.

19. Logo, exigir que o investidor, simplesmente por ter alcançado participação relevante, antecipe ao mercado seus objetivos – mesmo que estejam em plano de cogitação incipiente – poderá impor que operações sejam anunciadas de forma prematura, possivelmente causando os impactos adversos antes referidos.

20. No caso da OPA para aquisição de controle – ou mesmo de outras modalidades de OPAs – vislumbra-se, ainda, uma incompatibilidade entre a exigência de antecipar a intenção de lançar a oferta ao mercado (quando do atingimento de participação relevante) e o dever do ofertante de manter a oferta sob sigilo até a publicação do fato relevante que efetivamente der notícia da sua realização (art. 8º, Resolução CVM nº 215/24), o que reforça, a nosso ver, a razoabilidade da posição de não exigir a antecipação ao mercado das intenções dos investidores naquele momento.

21. Soma-se a essas preocupações a constatação de que a ausência de divulgação das intenções com relação à participação relevante alcançada *não impede* que os demais investidores conheçam a distribuição dos direitos políticos e econômicos entre os acionistas; a formação ou o desfazimento de blocos acionários que possam afetar a dispersão e liquidez das ações; ou, ainda, as tendências na negociação capazes de sinalizar uma mudança de percepção sobre a companhia[7].

22. Todos esses aspectos podem ser extraídos a partir da divulgação da *identidade* dos investidores que atingem a participação relevante, do *sentido da negociação* (aumento ou redução da participação acionária) e da *participação acionária* ao final atingida. Com base nessas informações, qualquer interessado tem à disposição condições suficientes para conhecer a possibilidade de que o acionista que alcança participação relevante poderá adotar certas medidas, inclusive para alterar a composição de controle e a estrutura administrativa da companhia.

[7] Como já reconhecido pelo Colegiado, esses são os aspectos relevantes que a divulgação do atingimento de participação relevante procura permitir que o mercado conheça (cf. voto da Presidente Maria Helena Santana no Processo CVM nº RJ2011/2324, Rel. SEP, apreciado em 11/03/2011).

23. Essa conclusão fica ainda mais evidente quando se constata que as medidas voltadas à alteração da estrutura administrativa da companhia invariavelmente estão associadas a prerrogativas que são asseguradas aos acionistas por lei ou pela regulação da CVM e correspondem à titularidade de determinada participação mínima no capital social da companhia, de modo que a divulgação da participação relevante atingida já permite que qualquer interessado conheça a possibilidade de que aquele acionista venha a exercê-las[8].

24. Particularmente quanto às intenções voltadas à alteração da composição do controle acionário da companhia, deve-se reconhecer que há uma vantagem em exigir que o investidor revele tal intenção ao mercado (sobretudo quando se tratar de companhia com nível mais elevado de dispersão do capital), consistente na possibilidade de os demais participantes precificarem devidamente as aquisições que aquele investidor venha a fazer até alcançar esse objetivo.

25. Essa vantagem, no entanto, não nos parece justificar a exigência de que o investidor antecipe ao mercado sua estratégia, sob o risco de inviabilizá-la ou gerar especulações indesejadas, na medida em que a possibilidade de aquisição do controle acionário é inerente à dinâmica do mercado de valores mobiliários e, portanto, os acionistas e investidores podem extrair essa possibilidade caso aquisições sucessivas venham a ser realizadas por determinado investidor e definir suas estratégias com base nisso. Além disso, na hipótese de a administração da companhia receber oferta para aquisição do controle, esse fato será de conhecimento do mercado porque constituirá informação relevante objeto de divulgação por meio de fato relevante.

26. Em síntese, portanto, a divulgação conforme exigida representa um óbice ao exercício de prerrogativas legítimas no âmbito da companhia investida, inclusive daquelas asseguradas pela Lei nº 6.404/76, na medida em que o investidor tem o ônus de antecipar ao mercado suas estratégias sempre que realizar uma negociação relevante e, posteriormente, sempre que houver qualquer alteração nas estratégias declaradas.

27. De outro lado, a ausência da informação sobre as intenções não impede que os demais acionistas e investidores tenham visibilidade sobre a composição da base acionária, a existência de blocos de acionistas que possam afetar a dispersão e liquidez, as tendências de negociação e,

[8] É o caso, por exemplo, das ações elencadas nos incisos II, III, IV e V do art. 38, §1º da Minuta A, relativos à convocação de assembleias e à inclusão de matérias no BVD.

a partir daí, possam extrair suas próprias conclusões a respeito das intenções de determinado acionista ou grupo de acionistas.

28. Assim, ponderando-se os ganhos decorrentes da maior transparência quanto às intenções que levaram às negociações relevantes com os impactos adversos que podem advir dessa obrigação, nos parece que a exclusão do art. 34, III da Minuta A seria a medida mais adequada.

29. Caso, porém, a CVM não acate a sugestão acima e mantenha a previsão que exige a divulgação do objetivo da participação relevante atingida, pedimos que a Autarquia considere duas sugestões alternativas, feitas com o objetivo de mitigar as preocupações mencionadas acima e outras identificadas a partir da redação proposta na Minuta A.

(a) Alternativa 1

Escopo da exigência de divulgação do objetivo da participação (art. 34, III)

30. Para que não haja dúvidas quanto à interpretação do inciso III do art. 34 da Minuta A, parece-nos pertinente que essa CVM esclareça que a obrigação em questão se limita exclusivamente aos objetivos *diretamente* vinculados à negociação realizada. Ou seja, para que a divulgação seja exigida, deve haver um nexo causal direto entre o objetivo visado e a negociação relevante realizada.

31. Essa medida se justifica porque pode haver situações em que o investidor tem determinado objetivo voltado a alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, mas a negociação realizada em nada se relaciona com a consecução desse objetivo, revelando-se neutra para sua satisfação.

32. É o que poderá ocorrer, por exemplo, na hipótese de o acionista controlador *alienar* participação relevante para atender a uma necessidade de liquidez e, simultaneamente, planeje lançar OPA voluntária, seja para aumentar sua participação, seja para cancelar o registro da companhia. Neste caso, parece-nos que a regra não exige que referido investidor revele sua intenção ao mercado por ocasião da negociação relevante, justamente por não haver conexão entre o objetivo visado e a negociação realizada.

Exclusão do dever de abstenção (art. 38) e da presunção relativa (art. 40, §§4º e 5º)

33. A Minuta A não propõe prazo pelo qual o investidor deve abster-se de realizar ações voltadas a alterar a composição de controle ou a estrutura administrativa da companhia (art. 38, *caput*), mas estabelece que a CVM presumirá a falsidade da declaração negativa anterior se, nos três meses subsequentes à sua divulgação, o investidor declarar que tem tal objetivo (art. 40, §§4º e 5º).

34. Na prática, quando combinadas, essas regras têm o potencial de inibir – ou mesmo impedir – que o investidor adote qualquer ação voltada a alterar a composição do controle e a estrutura administrativa da companhia, pelo prazo de 3 meses após a divulgação de comunicado de atingimento de participação relevante no qual tenha declarado *não* ter qualquer intenção com relação à companhia investida, sob pena de violar os arts. 38, §1º e 34, III.

35. Como resultado, haverá um engessamento para os regulados – ou, no mínimo, fundada sensação de insegurança –, que se verão obrigados a fazer ponderações adicionais antes de realizar qualquer negociação relevante, justamente em função das potenciais restrições que podem advir de tal comunicação em relação a planos futuros que tenham para o investimento na companhia.

36. Essa abordagem não é condizente com a dinâmica que preside as interações entre acionistas e companhias no mercado de valores mobiliários, criando ônus substancial para o investidor.

37. Como se sabe, é usual que fatos novos sejam deflagrados diariamente, seja por eventos ocorridos no âmbito da companhia, seja por fatores externos, demandando a constante reavaliação dos investidores em relação às estratégias de seu investimento. Não é razoável, portanto, impor aos investidores restrições ao livre exercício de suas prerrogativas como acionistas, sob pena de descumprirem a regulação da CVM.

38. Um exemplo hipotético – e claramente plausível – revela ao menos um efeito indesejado que a proposta, caso mantida na redação final da norma, causaria: existem situações em que determinado investidor adquire ações motivado por oportunidades inesperadas de mercado, sem que tenha se dedicado a definir planos sequer de médio prazo em relação àquela posição acionária. Nesse caso, logo na sequência da aquisição, e após algumas análises, decide tomar determinadas medidas relacionadas a sua participação. A permanecer a regra conforme proposta, o acionista em questão estaria diante de um constrangimento em relação ao livre exercício de seu

direito, uma vez que não poderia agir de forma a configurar os exemplos de situações indicativas de alteração da composição do controle ou da estrutura administrativa. E, neste exemplo, o afastamento da presunção seria, no mínimo, pouco trivial.

39. Essa percepção é reforçada pelo fato de que, como regra, as ações voltadas à alteração da composição do controle ou da estrutura administrativa da companhia são associadas a prerrogativas asseguradas aos acionistas pela Lei nº 6.404/76 ou pela regulação editada pela CVM. Ou seja, não se trata, nesse caso, de restrição a qualquer interesse dos acionistas, mas a direitos que lhes são assegurados pela lei e pela regulação.

40. Por fim, convém observar que a criação de presunções relativas é uma estratégia regulatória legítima, mas que se justifica em casos excepcionais, como a disciplina do *insider trading*, um dos mais graves ilícitos do mercado de capitais. A relevância da matéria para o regular funcionamento do mercado, nessa situação, fundamenta a adoção dessa abordagem pela CVM, mais desfavorável aos jurisdicionados.

41. Essa circunstância, no entanto, não está presente na divulgação de participações relevantes ao mercado, razão pela qual não nos parece razoável, neste caso, transferir o ônus de demonstrar a regularidade da conduta aos regulados, principalmente quando esse ônus diz respeito ao exercício de prerrogativas legais.

42. Assim, por todas essas razões, propomos a exclusão do dever de abstenção (art. 38) e da presunção relativa (art. 40, §§4º e 5º) sugeridos na Minuta A.

<u>Exclusão da obrigação de divulgação como fato relevante (art. 5º, V e VI)</u>

43. A Minuta A propõe que seja divulgada como fato relevante a *aquisição* de participação relevante com objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da companhia (art. 5º, V), bem como a *alienação* de participação relevante por investidor que tenha anteriormente declarado o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor (art. 5º, VI).

44. Propomos a exclusão dessa obrigação por entender que há situações em que esses eventos podem não configurar informação relevante, nos termos definidos pela regulação. Exemplo desse cenário é a intenção do investidor de indicar um único candidato ao Conselho de Administração, sem a certeza, inclusive, de que será possível elegê-lo.

45. Além disso, a regra que exige a divulgação de fato relevante já é suficiente para assegurar que, caso determinado objetivo declarado constitua fato relevante, isso seja divulgado ao mercado por meio do canal adequado.

46. Por fim, a criação dessas novas hipóteses de fato de divulgação obrigatória tem o potencial de estimular a divulgação excessiva de informações que não serão, necessariamente, relevantes, contribuindo para que aquelas que realmente são úteis fiquem diluídas em meio a esse conjunto expandido de informações disponíveis.

(b) Alternativa 2

47. Caso a CVM decida manter o dever de abstenção previsto no art.o 38, propomos que seja excluída a presunção relativa (art. 40, §§3º e 4º) e incluído, no *caput* do art. 38, o prazo pelo qual tal dever deverá ser observado, além de ressalva expressa de que a abstenção não se aplica caso surjam, após a comunicação do atingimento de participação relevante, fatos novos ou desconhecidos que justifiquem a adoção de qualquer das medidas elencadas no art. 38, §1º.

48. Um exemplo dessa situação seria a hipótese em que os administradores da companhia tenham praticado atos irregulares de gestão, causando prejuízos ao patrimônio social, mas esse fato tenha ocorrido (ou torne-se conhecido) somente após a divulgação do comunicado de atingimento de participação relevante. Nesta hipótese, os investidores que tenham porventura atingido participação relevante ficariam impedidos pelo prazo assinalado pela regra de tomar as medidas legais cabíveis, entre elas a convocação de assembleia para deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade.

49. Com relação à lista das ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da companhia, seria pertinente que essa CVM esclarecesse se toda e qualquer convocação de assembleia para deliberar sobre a eleição, destituição ou propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores (art. 38, §1º, IV) é indicativa do objetivo de alterar a "estrutura administrativa" da companhia. A dúvida é suscitada pensando-se, sobretudo, em situações em que apenas um único administrador (ou, ainda, a minoria do Conselho de Administração) é eleita, destituída ou substituída, o que não nos parece representar efetivamente uma alteração na *estrutura* administrativa da companhia.

50. Adicionalmente, sugerimos o seguinte ajuste na redação do inciso VI:

"posterior aquisição de ações que levem o investidor ou o grupo de investidores que sejam considerados pessoas vinculadas entre si ~~e as pessoas a ele vinculadas~~ a serem capazes de, isoladamente, proferir votos em quantidade superior à maioria do capital social ~~de todos os demais acionistas em conjunto~~".

Prazo para divulgação: Negociação sem objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa

51. A CVM propõe que o atingimento de participação relevante sem o objetivo de alterar a estrutura administrativa ou de controle da companhia possa ser divulgado ao mercado em até 3 dias úteis contados da realização do negócio (art. 39). Adicionalmente, com relação às ações que levaram ao atingimento de participação relevante, propõe que o investidor deve abster-se de exercer o direito de voto ou de celebrar acordo tendo por objeto o direito de voto até que a comunicação seja feita (art. 39, §§1º e 2º).

52. Embora o prazo de 3 dias úteis pareça adequado, o dever de abstenção merece, a nosso ver, maior reflexão.

53. É legítima a preocupação da CVM de que, previamente à realização da assembleia, o público investidor tenha conhecimento sobre o atingimento de participação acionária relevante por acionistas que integram a base acionária. Essa informação permite que os demais acionistas não sejam surpreendidos no momento das deliberações com o surgimento de um novo acionista titular de participação relevante, que poderá exercer uma série de prerrogativas durante a assembleia que não lhe seriam asseguradas se não tivesse atingido tal participação (como o pedido de instalação do Conselho Fiscal, art. 161, §3º, Lei nº 6.404/76).

54. Apesar disso, nos parece que a imposição de restrições ao exercício do direito de voto na pendência de tal divulgação escapa ao perímetro de competência da CVM.

55. Nos termos do art. 8º, I da Lei nº 6.385/76, compete à CVM regulamentar as matérias expressamente previstas naquela lei e na Lei nº 6.404/76. A Lei nº 6.404/76, no entanto, admite a restrição ao exercício do direito de voto pelos acionistas somente em hipóteses constantes de um rol taxativo[9], de modo que não é possível encontrar, na lei societária, fundamento para criação,

[9] A saber: pelo estatuto social (arts. 110, §1º e 111), pela assembleia (art. 120) ou nos termos do art. 115 da Lei nº 6.404/76.

pela CVM, de restrição em hipótese diversa. E a Lei nº 6.385/76 igualmente não atribui à CVM competência para estabelecer o impedimento pretendido.

56. Ainda, mesmo que o destinatário do dever de abstenção seja o acionista, essa abordagem tende a criar um ônus para a administração da companhia, que invariavelmente precisará monitorar o tema, inclusive para lidar com eventuais questionamentos apresentados por outros acionistas no momento da assembleia.

57. Assim, uma alternativa que nos parece mais adequada seria substituir o dever de abstenção do exercício do direito de voto pelo dever de divulgação *imediata* do atingimento de participação relevante na hipótese de estar agendada assembleia da companhia para realizar-se nos 3 dias subsequentes à realização do negócio que resultou na mudança do percentual da participação.

Bloco de acionistas: uniformização entre regras de definição de pessoa vinculada

58. A regra atual exige que "acionistas controladores, diretos ou indiretos", "acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal", bem como "qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse" divulguem a realização de aquisição e alienação de participação acionária relevante.

59. A Minuta A altera essa redação para estabelecer que "o investidor e pessoas a ele vinculadas" divulguem negociações relevantes (art. 33, *caput*) e adota o conceito de "pessoa vinculada" previsto no art. 2º, XV e §4º da Resolução CVM nº 215/24 (art. 8º).

60. Para que a divulgação de atingimento de participação relevante cumpra sua finalidade, a obrigação deve se referir a negociações realizadas por acionistas que representem um centro decisório único em relação à companhia (*i.e.*, que exerçam o direito de voto de forma concertada e uniforme no âmbito da companhia investida) ou que atuem de forma concertada em relação à determinada negociação (*i.e.*, realizem a negociação para atingir um objetivo comum).

61. Sendo assim, não vislumbramos óbice à utilização do conceito de pessoa vinculada previsto na Resolução CVM nº 215/24, mas as seguintes hipóteses, replicadas no inciso III do art. 8º da Minuta A, não nos parecem aplicáveis por se referirem a vínculos entre o investidor e o emissor, e não entre investidores, que é o que importa para os fins do art. 12: "quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o (...) controle do emissor, ou seja promitente comprador ou

detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle". Por essa razão, sugerimos sua exclusão.

62. Ainda, dada a redação proposta para o art. 33, *caput*, nos parece que há situações que deveriam ser incluídas no conceito de pessoa vinculada previsto no art. 8º da Minuta A para contemplar o vínculo entre acionistas que exercem o controle compartilhado da companhia, nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404/76, bem como entre acionistas vinculados por acordo de voto, mas que não necessariamente exercem o poder de controle sobre a companhia.

63. Assim, propomos a seguinte redação para os arts. 8º e 33 da Minuta A:

Redação proposta pela CVM	Alteração proposta
III – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou o do emissor, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle;	III – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ~~ou o do emissor, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle~~;
§ 2º As presunções de que trata o § 1º são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se os investidores, de fato, agem em conjunto ou representam o mesmo interesse.	§ 2º As presunções de que trata o § 1º são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se os investidores, de fato, agem em conjunto ou representam o mesmo interesse, ressalvado o disposto no § 3º abaixo.
	§3º Para fins da obrigação de divulgação de participações relevantes prevista no artigo 33, serão consideradas pessoas vinculadas, independentemente de quaisquer circunstâncias, acionistas que exercerem o controle compartilhado do emissor, bem como acionistas vinculados por acordo de voto, independentemente de exercerem o poder de controle sobre a companhia.
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.	Art. 33. O investidor, acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou grupo de investidores que sejam considerados pessoas vinculadas entre si ~~e pessoas a ele vinculadas~~ devem informar o atingimento de participação relevante no capital

Redação proposta pela CVM	Alteração proposta
	social do emissor, seja em decorrência de aumento ou de redução dessa participação.
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.	II – a mudança de objetivos do investidor ou do grupo de investidores que sejam considerados pessoas vinculadas entre si ~~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.

II. Normatização do comunicado ao mercado (art. 6º da Minuta A)

64. A Minuta A propõe normatizar o instituto do "comunicado ao mercado", definindo-o como "*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*"[10].

65. De fato, o comunicado ao mercado é instrumento de divulgação concebido pelos agentes de mercado, como forma de externar informações que, embora não caracterizem fatos relevantes, podem ser divulgadas por questão de conveniência ou utilidade para o emissor. Nesse sentido, a denominação se estabeleceu e permitiu o uso uniforme do instrumento, de modo que o público, ao tomar conhecimento de um "comunicado ao mercado", sabe que está diante de fatos que não poderão, no julgamento do emissor, influir, de modo ponderável, "I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados"[11].

66. Com o passar do tempo, o instrumento se consagrou, em boa medida porque os emissores e o público entenderam que se tratava de um meio de divulgar fatos que não se enquadrassem na

[10] Art. 6º, *caput*, Minuta A, grifou-se.
[11] Art. 2º, Resolução 44.

definição de fato relevante, podendo ser utilizado de acordo com a conveniência do emissor. Nos parece, portanto, que a previsão normativa do comunicado ao mercado, com sua definição e lista não exaustiva de exemplos, além de dispensável, exigirá do mercado e dessa Autarquia esforços significativos de assimilação, além do risco de controvérsias a respeito de um tema absolutamente central para o mercado: a adequada divulgação de informações.

67. É compreensível que a Autarquia pretenda, com a previsão normativa do comunicado ao mercado, apenas disciplinar formalmente algo que já existe na prática. E é justamente essa a questão que merece, a nosso ver, maior reflexão: a criação de um novo instituto, fatalmente ocasionará o surgimento de questões interpretativas que atualmente não são significativas. Veja-se bem: é evidente que são constantes as controvérsias a respeito de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários, seja a respeito de sua tempestividade, veracidade ou completude. Com a criação do comunicado ao mercado da forma pretendida, surgirão problemas hoje inexistentes.

68. Nesse sentido, no regime atual, a decisão quanto à necessidade de divulgação imediata de uma informação eventual se pauta apenas na análise subjetiva da *relevância* da informação[12]. Ou seja, de duas uma: ou se considera que a informação é relevante e, portanto, deve ser anunciada por meio da divulgação de fato relevante, ou se entende que não o é e, nesse caso, *nenhuma* divulgação precisa ser feita.

69. Todavia, com a inclusão da definição de comunicado ao mercado prevista no art. 6º da Minuta A, que abarca tanto informações *exigidas* pela regulamentação da CVM, como aquelas interpretadas como *úteis*, incluindo informações de naturezas distintas em um mesmo conceito normativo, outros questionamentos podem surgir.

70. Portanto, sugerimos a manutenção da sistemática atualmente prevista na Resolução 44, com a exclusão do art. 6º previsto na Minuta A.

[12] Art. 2º, Resolução 44.

III. Fatos potencialmente relevantes: rol exemplificativo (art. 5º da Minuta A)

71. A fim de proporcionar maior previsibilidade aos regulados e permitir que o mercado tenha acesso a informações relevantes de forma simétrica, sugerimos que sejam realizados pontuais ajustes em dois incisos constantes do rol exemplificativo de fatos potencialmente relevantes, previsto no art. 5º, § 1º, Minuta A.

72. Em primeiro lugar, recomendamos que o inciso I passe a se referir à *celebração*, *alteração* ou *rescisão* de "acordo ou contrato de transferência do controle acionário do emissor, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva" para tornar mais claros os marcos que podem configurar informação relevante.

73. Dessa forma, inclusive, a redação passaria a estar alinhada com outra hipótese já prevista no art. 5º, § 1º, Minuta A, que estabelece como fato potencialmente relevante a "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"[13]. Assim, sugerimos a redação abaixo:

Redação proposta pela CVM	Alteração proposta
§ 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;	§ 1º Observada a definição do caput, são exemplos de fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I – celebração, alteração ou rescisão de acordo ou contrato de transferência do controle acionário do emissor, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

74. Adicionalmente, entendemos válida a realização de ajuste pontual no inciso II, que se refere à hipótese de "mudança no controle do emissor, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas", de modo que a norma preveja expressamente a hipótese de ocorrência de aquisição originária de controle como ensejadora de anúncio de fato relevante.

[13] Art. 5º, § 1º, inciso III, Minuta A, grifou-se.

75. Ainda que entendamos que a redação atual possa ser interpretada como já abarcando a hipótese em referência, sugerimos que, em prol da previsibilidade e segurança jurídica, a redação do mencionado inciso II seja objeto de refinamento, conforme sugestão abaixo.

Redação proposta pela CVM	Alteração proposta
§ 1º Observada a definição do caput, são exemplos de fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: (...) II – mudança no controle do emissor, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;	§ 1º Observada a definição do caput, são exemplos de fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: (...) II – mudança no controle do emissor, seja em razão de aquisição ou alienação, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

IV. Considerações finais

76. Nos colocamos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que esta Autarquia entenda necessários sobre os pontos acima.

Barbosa Sociedade de Advogados