Rio de Janeiro, 27 de junho de 2025

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
Rua Sete de Setembro, 111, 26º andar, Centro
CEP 20050-901, Rio de Janeiro – RJ

At.: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 01/2025.

Chalfin, Goldberg & Vainboim Advogados, sito na Av. Pres. Wilson, nº 231 - 26º andar, Centro, Rio de Janeiro, RJ; Al. Min. Rocha Azevedo, nº 38 - 8º andar Cerqueira César, São Paulo, SP; Av. N. Sra. dos Navegantes, nº 955, Enseada do Suá, Vitória, ES; e Rua Padre Anchieta, nº 2285, Curitiba, PR ("CGV Advogados") vem, pela presente, tecer considerações em atenção ao Edital de Consulta Pública SDM nº 01/2025 ("Edital de Consulta Pública" ou "Edital").

Em primeiro lugar, expressamos nossos cumprimentos à Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") pela louvável iniciativa de consultar o mercado a respeito de proposta que visa a reformar a disciplina da divulgação de informações aos mercados, organizando o papel dos avisos de fatos relevantes, bem como dos comunicados ao mercado.

Para maior conveniência, apresentamos nossos comentários e sugestões observando a sequência dos assuntos, artigos, incisos e parágrafos das minutas propostas pelo Edital de Consulta Pública ("Minuta A" e "Minuta B").

1. Artigo 5º

O artigo 5º trata da definição de fato relevante, bem como apresenta, nos incisos de seu §1º, uma lista exemplificativa de eventos que justificariam a divulgação de fato relevante.

a) §1º, inciso IV

O inciso IV do §1º indica uma das hipóteses exemplificativas que ensejariam a divulgação de fato relevante, vejamos:

> IV – aquisição ou alienação da participação societária de acionista que mantenha com o emissor contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa.

A previsão do dispositivo é completamente justificável, recaindo a crítica apenas sobre uma questão de modulação necessária. A disposição, na foram da redação supracitada, implica que qualquer aquisição ou alienação de qualquer acionista que mantenha contrato com o emissor justifique a divulgação de fato relevante.

Contudo, não nos parece que essa generalidade seja necessária, nem desejável. Pode haver sociedades, ou mesmo prestadores de serviço autônomo, que possuam participação societária na companhia para a qual prestam serviços, mas cuja participação seja insignificante, ou cujo serviço prestado seja de pequena monta.

Um exemplo particularmente significativo seria o de prestador de serviços autônomo, como um profissional de Tecnologia de Informação, que, por acreditar na companhia, compra mensalmente um número fixo de ações da companhia. Por mais específico que o exemplo seja, é uma possibilidade que estaria contemplada na norma proposta, mas que não seria desejável que assim o fosse.

Dessa forma, nos parece ser mais adequada uma previsão que estabeleça um critério para quando a relação ou a participação acionária sejam relevantes. No caso,

compreendendo que, para além da participação acionária, o elemento contratual também é um elemento significativo, entendemos que o valor para configurar uma participação relevante a justificar a emissão de fato relevante deve, ao menos, atender ao percentual mínimo descrito no art. 7º da Minuta A, que dispõe sobre participações relevantes, qual seja, 5% do capital social do emissor.

Portanto, propomos o valor de 5% a ser considerado como participação acionária relevante, para fins da divulgação de fato relevante no contexto do art. 5º, §1º, inciso IV.

Assim, propomos a seguinte alteração na redação do artigo:

> IV – aquisição ou alienação da participação acionária de acionista que mantenha com o emissor contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa e cuja participação acionária seja de, ao menos, 5% do capital social do emissor.

b) §1º, inciso XIX

O inciso IV do §1º indica ser uma das hipóteses exemplificativas que ensejariam a divulgação de fato relevante:

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

O inciso apresentado sofre das mesmas críticas aplicáveis ao inciso IV anteriormente analisado. A questão posta implica que a celebração ou extinção de qualquer contrato de conhecimento público justificaria a publicação de fato relevante, isto é, como se a celebração ou extinção de qualquer contrato de conhecimento público fosse capaz de afetar a cotação das ações de emissão da companhia, sem levar em consideração o seu real impacto.

Nesse sentido, a comunicação ao mercado seria justificável se a celebração ou a extinção de contrato de conhecimento público afetar economicamente o emissor, seja

por meio da perda de eventual receita, da percepção da marca ou de qualquer outro fator que seja capaz de alterar significativamente o valor de cotação das ações negociadas em mercado.

Portanto, nos parece que a previsão do inciso XIX pode ser aperfeiçoada, passando a dispor no seguinte sentido:

> XIX – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público e cujos efeitos econômicos sejam significativos para o emissor.

c) §1º, inciso XX

O último dos incisos do artigo 5º, §1º, a ser tratado, dispõe serem hipóteses exemplificativas que ensejariam a divulgação de fato relevante:

> XX – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implementação.

Sobre o dispositivo, reiteramos a crítica já feita, de que não necessariamente a aprovação, alteração ou desistência de projeto seria capaz de afetar a cotação das ações do emissor.

Por um lado, se é evidente que a construção de uma planta industrial é um projeto que justifica a divulgação de fato relevante, por outro, não parece adequado que a implementação de um projeto de capacitação para estagiários da companhia justifique a divulgação de fato relevante, visto que tal situação não seria capaz de afetar a cotação das ações do emissor, pois, para isto, haveria a necessidade de existir um nexo causal entre o ato praticado pelo emissor e a alteração significativa do valor de cotação das ações negociadas em mercado.

Como nem todo projeto justificaria a divulgação de fato relevante, parece adequada a alteração da disposição para indicar que apenas os projetos cujo efeito econômico seja significativo para a companhia, na forma proposta:

> XX – aprovação, alteração ou desistência de projeto, ou atraso em sua implantação, cujo efeito econômico seja significativo para o emissor.

2. Artigo 8º

O artigo 8º trata do conceito de pessoa vinculada:

> Art. 8º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por pessoa vinculada a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos que atue em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos, observado o §1º.

A Comissão de Valores Mobiliários demonstrou particular interesse em receber comentários acerca da uniformização do conceito com o disposto na Resolução CVM nº 215.

A uniformização de conceitos é bem-vinda, visto que sua aplicação reside sob o mesmo fato. Uniformizações jurídicas apenas apresentam óbice quanto se tenta aplicar um mesmo conceito jurídico para negócios jurídicos que sejam distintos entre si.

A CVM questionou, ainda, se há situações nas quais se justificaria que acionistas fossem considerados vinculados para fins de reporte de posições acionárias e não para fins de OPA ou vice-versa.

Para responder ao questionamento, deve-se atentar às disposições sobre pessoa vinculada constantes na Resolução CVM nº 215, de 29 de outubro de 2024. O principal ponto seria da contabilização da participação de pessoa vinculada para fins de realização de OPA por aumento de capital, nos termos do art. 42, § 1º:

> Art. 42. A OPA por aumento de participação deve realizar-se sempre que a aquisição de ações em circulação pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada leve a uma redução do total de ações em

> circulação de uma mesma classe e espécie a patamar inferior a 15% (quinze por cento).
>
> § 1º A hipótese prevista no caput também abarca os casos em que, mesmo antes da aquisição por parte do acionista controlador ou pessoa vinculada, o percentual de ações em circulação da espécie e classe adquiridas já correspondia a menos de 15% (quinze por cento).

Nesse sentido, para que haja diferença entre pessoas vinculadas para fins de OPA e para fins de posição acionária, é preciso que se demonstre que há unidade de interesses para fins de participação na companhia e que não haja unidade de interesses para OPA por aumento de participação.

As características próprias da OPA por aumento de participação permitem identificar circunstâncias nas quais pode haver distinção entre os interesses. Ocorre que a OPA por aumento de participação exige a redução do *free float* em razão do aumento da participação do controlador. Nessa circunstância, também se contabilizaria as ações das pessoas vinculadas para fins de auferir se há, ou não, a redução do *free float* a patamar inferior a 15% das ações da companhia.

O pressuposto para essa regra é que a pessoa vinculada não participe do *free float* da companhia e, na verdade, atue em comunhão de interesses com o controlador. A atuação em comunhão de interesses supõe, nesse caso, atuação em linha ao controlador da companhia, isso é, um interesse semelhante na condução nos negócios da sociedade.

Contudo, é perfeitamente possível que um controlador e seu irmão sejam ambos acionistas de uma companhia, mas somente um, de fato, exerça o controle da companhia, enquanto o outro objetive apenas auferir renda decorrente da distribuição de dividendos. No caso descrito, é possível haver diferenças de interesses, com um acionista direcionando a companhia para a realização de maiores investimentos, enquanto o outro é favorável a uma maior distribuição de dividendos.

Portanto, seria possível entender que há uma vinculação em termos de participação societária, mas que esta hipótese não se aplica ao caso de OPA por

aumento de capital, visto que, no que toca ao controle da companhia, não há comunhão de interesses.

Todavia, salientamos que o caso apontado é bastante específico e circunstancial, de forma que não nos parece possível extrair uma regra geral. Dessa maneira, o uso de um sistema de presunção relativa é adequado ao tratamento da maioria dos casos, estando à cargo da CVM analisar no caso concreto a pertinência, ou não, da aplicação do conceito de pessoa vinculada.

3. Artigo 24

O artigo 24 trata da comunicação de Fatos Relevantes ao Diretor de Relações com Investidores.

a) §1º

O parágrafo 1º dispõe sobre a responsabilização de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, no caso de ser constatada omissão do Diretor de Relações com Investidores ("DRI") em comunicar e divulgar fato relevante:

> §1º Caso as pessoas referidas no *caput* tenham conhecimento pessoal de fato relevante e constatem a omissão do diretor de relações com investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 22 desta Resolução, somente se eximem de responsabilidade caso, comuniquem imediatamente o fato relevante à CVM.

A disposição do parágrafo não merece grandes reparos, entretanto, o nosso entendimento é de que a responsabilidade só deveria recair às pessoas referidas no

caput se estas possuírem conhecimento da omissão, visto que, normativamente, tal responsabilidade é atribuída ao DRI.

Adicionalmente, entendemos não haver a necessidade de comunicação à CVM da omissão por todas as pessoas referidas no *caput*, bastando apenas que uma destas a faça para afastar a responsabilidade dos demais.

Dessa forma, a redação proposta seria:

> §1º Caso as pessoas referidas no *caput* tenham conhecimento pessoal de fato relevante e constatem a omissão do diretor de relações com investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 22 desta Resolução, somente se eximem de responsabilidade caso, após tomar conhecimento da omissão, comuniquem imediatamente o fato relevante à CVM ou na hipótese em que uma das pessoas referidas no *caput* já tenha comunicado da omissão a CVM.

4. Artigo 33

O artigo 33 trata das situações que devem ser informadas quando do atingimento ou alteração de participação relevante em companhia aberta.

a) *caput*

O *caput* do artigo 33 dispõe que se deve informar quando do atingimento de participação relevante, nos seguintes termos:

> Art. 33. O investidor e pessoa 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.

A contribuição que acreditamos poder realizar para a redação do disposto seria de clarificação da sentença. Ocorre que, pela redação dada ao dispositivo, não é claro a quem a informação do atingimento da participação relevante deve ser enviada, estando disposto apenas que "devem informar".

Contudo, por uma leitura sistemática da Minuta A, pode-se compreender que o fato deve ser informado ao emissor, ou, mais especificamente, ao Diretor de Relações com Investidores, conforme a redação do Art. 36, *caput* da Minuta A: "Cabe ao diretor de relações **com** investidores retransmitir imediatamente ao mercado as informações fornecidas pelo investidor".

Dessa forma, a alteração que se sugere à redação do artigo 33, *caput* é:

> Art. 33. O investidor e pessoas a ele vinculadas devem informar ao diretor de relações com investidores o atingimento de participação relevante no capital social do emissor, seja em decorrência de aumento ou de redução dessa participação.

b) §2º

O parágrafo segundo do artigo 33 dispõe sobre a desnecessidade de se informar acerca da alteração de participações acionárias entre integrantes de um mesmo grupo de pessoas vinculadas:

> §2º Alterações de participações acionárias individuais entre integrantes de um mesmo grupo de pessoas vinculadas não precisam ser divulgadas.

A sugestão que se pretende fazer, surge de uma interpretação entre o conceito de pessoa vinculada e o conceito de participação relevante, que constam na Minuta A.

Pelo artigo 7º, *caput* da Minuta A, é considerada participação relevante aquela que seja equivalente a múltiplos de 5% do capital social do emissor. Assim, seriam participações relevantes as de 5%, 10%, 15%, e assim sucessivamente.

A extensão lógica dessa definição implica que nos casos em que o investidor possuir a maior parte do capital social do emissor, e, portanto, seu controle, o conceito de participação relevante também estaria contemplado.

Dessa forma, é perfeitamente possível que um investidor e pessoas a ele vinculadas, conforme a definição do artigo 8º da Minuta A, possuam mais de 50% do capital social e votante do emissor. Nesse caso, se poderá observar a formação de um grupo de controle, que também será um grupo de pessoas vinculadas com participação relevante.

A questão que surge é se a aplicação do §2º é devida nesse caso, isto é, se não é necessário informar a alteração da mudança da composição acionária do grupo de controle, tendo em vista que se trata, também, de um grupo de pessoas vinculadas com participação relevante.

A resposta que nos parece mais adequada é que não se aplica o §2º do Art. 33, visto que o caso tratar-se-ia, evidentemente, de um fato relevante, capaz de alterar as decisões dos investidores e, consequentemente, a cotação das ações do emissor.

Nesse sentido, acreditamos que as disposições da "Seção I – Regras Gerais" do "Capítulo V – Divulgação de Participações Relevantes" não devem se aplicar aos grupos de controle que, por coincidência, também sejam grupos de pessoas vinculadas com participação relevante. Portanto, sugerimos a alteração do §2º, para que disponha no seguinte sentido:

> §2º Alterações de participações acionárias individuais entre integrantes de um mesmo grupo de pessoas vinculadas, desde que não configure grupo de controle, não precisam ser divulgadas.

5. Artigo 39

O artigo 39 trata do prazo para o envio de informações ao diretor de relações com investidores caso não haja a intenção de se alterar a composição do controle do emissor:

> Art. 39. Quando o investidor não tiver o 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.

A Comissão de Valores Mobiliários mostrou particular interesse em saber da adequação do prazo de 3 dias úteis para que se informe do aumento da participação relevante.

Nesse sentido, analisados os documentos a serem informados, nos termos do Art. 34 da Minuta A, nos parece que, via de regra, a documentação exigida pode ser obtida e disponibilizada no prazo de 3 (três) dias úteis.

Todavia, um temor que pode surgir é como o prazo pode variar em dias corridos, isto é, caso a operação se realize na sexta, o prazo para a entrega de documentos será, na verdade, de 5 (cinco) dias corridos, ao passo que, caso ocorra na segunda, seria de 3 (três) dias corridos, o que possibilita a criação de um incentivo perverso para que as operações de aumento de participação relevante ocorram em certas datas e não em outras – visto que haverá, na prática, prazos diferentes para a divulgação da informação.

Esse possível incentivo indevido nos parece que poderá afetar a eficiência do mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, o prazo de 5 (cinco) dias úteis se afigura como preferível, visto que não criará incentivos para que as operações se realizem em

datas mais convenientes, dado que sempre equivalerá a 7 dias corridos – à exceção da ocorrência de eventuais feriados.

Assim, propomos a seguinte redação:

> Art. 39. Quando o investidor não tiver o 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 5 (cinco) dias úteis, contados da realização do negócio que ocasionou a variação da participação.

6. Artigo 40

O artigo 40 trata das regras de divulgação para quando o investido tiver a intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor.

a) §4º

O parágrafo 4º trata do prazo para que o investidor que tenha declarado não ter a intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor possa declarar, ou atuar, de maneira diversa:

> §4º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, presume-se que o investidor descumpriu o disposto no art. 34, *caput*, inciso III, se o comunicado em que o investidor afirma ter como objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor ocorre menos de 3 (três) meses após o comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo.

A Comissão de Valores Mobiliários mostrou particular interesse em saber da adequação do prazo de 3 (três) meses para que a alteração de objetivo seja legítima.

Em resposta ao questionamento da autarquia, nos parece que o prazo seja adequado, visto que coincide com o período para a divulgação dos resultados trimestrais das companhias.

Assim, o período de três meses é tanto um prazo entendido relevantemente longo pela legislação, de forma a obrigar a divulgação dos resultados trimestrais, quanto coincidente com um evento que, de fato, pode mudar a perspectiva de um acionista de companhia aberta.

7. Artigo 41

O artigo 41 trata da divulgação das negociações realizadas por diretores, conselheiros de administração e conselheiros fiscais com ações da companhia na qual exercem os referidos cargos, bem como suas controladas e controladoras.

a) §4º, inciso I

O parágrafo 4º, inciso I do Art. 41 trata do prazo que as pessoas acima mencionadas devem observar para informar a realização das operações à companhia:

> §4º As pessoas mencionadas no *caput* deste artigo devem efetuar a referida comunicação:
> I – no prazo de (cinco) dias após a realização de cada negócio.

Com relação à sugestão acima, se sugere apenas a alteração do prazo para que seja de 5 (cinco) dias **úteis**, de forma a criar maior uniformidade com relação às disposições de prazo que constam no corpo da Minuta A. Nesse sentido, se propõe a seguinte redação:

> §4º As pessoas mencionadas no *caput* deste artigo devem efetuar a referida comunicação:
> I – no prazo de (cinco) dias úteis após a realização de cada negócio.

8. Artigo 45

O artigo 45 trata das condições para a celebração de plano individual de investimento ou desinvestimento com valores mobiliários de um emissor.

a) § 3º, inciso I

O §3º, inciso I, trata da vedação à manutenção de mais de um plano de investimento ou desinvestimento:

> §3º É vedado aos participantes:
> I – manter simultaneamente em vigor mais de um plano de investimento ou desinvestimento;

A sugestão que se propõe é meramente de clarificação do dispositivo, tendo em vista que duas interpretações indevidas, no nosso entender, poderão se originar da redação na forma como foi proposta.

Em primeiro lugar, o uso do termo "participantes" não explicita se as vedações se aplicam apenas às pessoas sujeitas às presunções do art. 42, §1º da Minuta A, ou se incluem, também, o próprio emissor, visto que este também é parte, partícipe, participante, do plano. Caso se entenda que participante também inclui o emissor, o emissor apenas poderia celebrar um plano e com apenas uma pessoa, o que nos parece indevido e desajustado à prática e aos costumes do mercado.

Em segundo lugar, a redação do inciso I permitiria entender que uma pessoa celebre um, e apenas um único, plano, sendo-lhe vedado celebrar plano com outro emissor.

A impossibilidade de celebrar plano com mais de um emissor é compreensível em se tratando de posições como conselheiro de administração e diretor de companhia aberta. Contudo, tal impossibilidade não nos parece adequada em se tratando de

acionistas controladores, que, por vezes, são também controladores de outras sociedades, bastando pensar nas companhias abertas que são Holdings de outras companhias abertas.

A fim de sanar essa ambiguidade na redação, acreditamos que a inserção de um trecho indicando que é vedada a celebração de mais de um plano com um mesmo emissor e suas controladoras e controladas esclarece que: (i) participantes são apenas os indicados no art. 42, §1º, da Minuta A; (ii) é permitida a celebração de mais de um acordo pelo emissor e pelos participantes; (iii) é vedada a celebração de planos que burlem a limitação por meio de sociedades controladas ou controladoras:

> §3º É vedado aos participantes:
> I – manter simultaneamente em vigor, com um mesmo emissor, seu controlador ou sociedades controladas, mais de um plano de investimento ou desinvestimento;

Conclusão

Estes são os nossos comentários e sugestões, sempre com o exclusivo propósito de colaborar para o aprimoramento do mercado de valores mobiliários nacional.

Reiteramos os votos de elevada estima e consideração e colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que se façam necessários.

Atenciosamente,

Chalfin, Goldberg & Vainboim Advogados