DEMAREST

São Paulo, 18 de julho de 2025.

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

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Enviado via e-mail: conpublicasdm0125@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 01/25 – Reforma da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021.

Prezadas e prezados,

O Demarest Advogados vem, por meio da presente, encaminhar suas sugestões e comentários ao Edital de Consulta Pública SDM nº 01/25, divulgado em 13 de maio de 2025, por esta Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), por meio do qual foram submetidas à consulta pública, nos termos do Artigo 8º, §3º, I da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, minuta de resolução ("Minuta") voltada a disciplinar a divulgação de fatos relevantes e os demais temas atualmente cobertos pela Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 ("Resolução CVM 44"), a qual será revogada e substituída pela nova norma ("Consulta").

Parabenizamos essa D. CVM por buscar o aprimoramento de suas normas, propondo reformas visando à modernização e redução dos custos de observância.

Nossos comentários visam sugerir aperfeiçoamentos a este novo arcabouço regulatório e apresentar nossas considerações sobre os questionamentos específicos feitos ao longo do edital de audiência pública.

Encaminhamos, abaixo, nossos comentários e sugestões devidamente acompanhados das nossas motivações e argumentações.

I – Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado

I.a. Exclusão da lista de potenciais exemplos de Comunicados ao Mercado

Diante de existência e do uso bastante frequente dos Comunicados ao Mercado, que não contam com previsão específica e que têm distinções conceituais e práticas com os Fatos Relevantes, a CVM sugere a introdução, na Minuta A, de uma definição de Comunicado ao Mercado, incluindo uma lista de potenciais exemplos.

Entendemos que a definição sugerida por esta D. Autarquia no artigo 6º da Minuta A seria suficiente, por si só, para criar formalmente a figura do Comunicado ao Mercado, não havendo necessidade de inclusão do rol exemplificativo no parágrafo único do referido dispositivo, uma vez que a lista de informações que devem ser divulgadas via Fato Relevante é um dos balizadores levados em consideração em tal avaliação de formato de divulgação. Partindo dessa premissa - e do fato de a definição de "Comunicado ao Mercado" ser residual[1] – o rol exemplificativo proposto por essa D. Autarquia para informações que devam ser divulgadas via Comunicado ao Mercado não teria o mesmo efeito e poderia gerar dúvidas sobre situações não previstas em um ou outro rol.

Ademais, notamos que as situações indicadas como exemplos de divulgações que devem ser realizadas por meio de Comunicado ao Mercado abrangem hipóteses já previstas na regulamentação em vigor e nas quais a divulgação por meio do Comunicado ao Mercado é determinada pela CVM ou pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"). Ainda que se considere salutar concentrar, em uma única norma, disposições esparsas na regulamentação em vigor, consideramos que, dada a possibilidade de criação de novas situações em que deve ocorrer a divulgação de Comunicados ao Mercado, o risco de manutenção, em norma, de um rol desatualizado ou inconsistente, poderia gerar dúvidas e ampliar os custos de observância.

Por essas razões, sugerimos a exclusão do parágrafo único do artigo 6º da Minuta A.

I.b. Inclusão de previsão sobre o Aviso aos Acionistas

Além dos comentários específicos solicitados pela D. Autarquia, entendemos que, considerando os temas tratados na Consulta, também seria pertinente regulamentar o "Aviso aos Acionistas", um instrumento já utilizado pelo mercado e previsto em disposições na regulamentação aplicável, inclusive na o Regulamento de Emissores da B3, e em algumas categorias do Sistema Empresas.Net., mas que não é previsto na regulamentação da CVM.

Por essas razões, sugerimos a complementação da Seção II para que aborde tanto a figura do Comunicado ao Mercado como a do Aviso aos Acionistas.

I.c. Inclusão de previsão sobre não necessidade de divulgação de informações por dois instrumentos distintos

As dúvidas usuais de emissores quando respostas a consultas formuladas pela CVM ou por entidades administradoras de mercados organizados envolvem Fatos Relevantes são situações que implicam a divulgação de dois documentos com conteúdo muito similar (se não idêntico) por meio de dois canais distintos. Ainda, tal situação não está prevista na norma e merece a indicação clara do tratamento a ser dado pelos emissores.

[1] Nos termos do Ofício Circular Anual 2025 CVM/SEP, o "Comunicado ao Mercado" é utilizado "para a divulgação das comunicações previstas na Resolução CVM nº 44/21 (tal como o comunicado de aquisição ou de alienação de participações relevantes previsto no artigo 12, cuja publicação somente é exigida nas hipóteses previstas no parágrafo 5º desse artigo) ou de outras informações não caracterizadas como ato ou fato relevante, que a companhia entenda como úteis de serem divulgadas aos acionistas ou ao mercado (tal como o material divulgado em reuniões com analistas etc.)".

Nesse sentido, inclusive, sugerimos também que seja avaliada pela CVM, a hipótese de apenas uma divulgação via Fato Relevante já contendo todas as informações, evitando divulgações desnecessárias.

Por essas razões, sugerimos a inclusão de disposição que esclareça que, nas situações em que é divulgado, por determinação ou regulamentar, Comunicado ao Mercado ou Aviso aos Acionistas que envolva Fatos Relevantes, a divulgação deverá ocorrer por meio dos dois canais de divulgação ou, alternativamente, somente via Fato Relevante, já contendo todas as informações necessárias.

I.d. Inclusão de parâmetros da materialidade, magnitude e probabilidade na divulgação de Fatos Relevantes

Na avaliação acerca da divulgação (ou não) de um Fato Relevante, além da lista exemplificativa do rol do artigo 5º e da própria definição de "Fato Relevante", entendemos que os emissores devem analisar não apenas a sua efetiva concretização, mas também a potencial relevância do evento e a probabilidade de sua efetivação.

Por exemplo, situações que envolvem incorporação de subsiárias integrais, apesar de estarem previstas no rol do artigo 5º, podem não serem relevantes para divulgação de Fato Relevante. Ainda assim, diante do conteúdo da lista exemplificativa constante da norma, é uma tendência sua divulgação como tal dado o potencial risco de questionamento pela Autarquia.

Por essas razões, sugerimos a inclusão de um parágrafo no artigo 5º da Minuta A visando esclarecer quais parâmetros devem ser observados pelos emissores no âmbito da divulgação de Fatos Relevantes, incluindo a materialidade, magnitudade e probabilidade do evento.

I.e. Facultividade do Comunicado ao Mercado

Enquanto o parâmetro para divulgação de Fatos Relevantes considera o potencial de tal fato influir, de modo ponderável, na cotação de valores mobiliários e/ou na decisão de investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários ou de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados, o parâmetro para a divulgação de Comunicados ao Mercado observa o critério da "utilidade". Nesse contexto, entendemos que há risco de investidores entenderem que determinadas informações são "úteis" para o mercado, demandando de emissores, diretamente ou por meio de reclamações à CVM, a veiculação de informações que, do ponto de vista do emissor, não se enquadram como tal e, portanto, não deveriam ser divulgadas. Como a a norma não esclarece se a não divulgação de uma informação considerada "útil" por meio de comunicado seria uma infração à norma, sugerimos a inclusão de parágrafo para prever que a decisão da não divulgação de um Comunicado ao Mercado não será considerada uma infração à resolução.

I.f. Erro de forma de divulgação

Considerando que a caracterização de um fato ou evento como "Fato Relevante" ou "Comunicado ao Mercado", é bastante subjetiva, entendemos salutar que, no caso de erro de forma na divulgação das informações (isto é, divulgue informação relevante por meio de comunicado ao mercado), sugerimos que a CVM privilegie a a adoção de procedimentos de prevenção e orientação aos participantes do mercado de valores mobiliários, visto que, na prática, entendemos que o Fato Relevante e o Comunicado ao Mercado são absorvidos e disseminados pelos participantes do mercado em velocidade muito similar.

Por essas razões, sugerimos a inclusão de previsão normativa para estabelecer que, na supervisão de infrações desse tipo, a CVM privilegiará a adoção de procedimentos de prevenção e orientação aos participantes do mercado de valores mobiliários.

II – Definição de Pessoa Vinculada

A CVM propõe a harmonização entre os conceitos de pessoa vinculada da Resolução CVM 44 e da Resolução CVM 215, transpondo para o regime da divulgação de participações relevantes o conceito previsto na regra que passará a ser aplicável a ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta.

A CVM demonstra ter interesse em comentários sobre essa uniformização de conceitos e, em especial, indaga se há situações específicas que justificariam que acionistas fossem considerados vinculados para fins de reporte de posições acionárias e não para fins de OPA ou vice-versa.

Sobre esse assunto, estamos de acordo com o conceito e não temos comentários adicionais ao texto, achando salutar a uniformização de conceitos na regulamentação, sempre que possível até mesmo para garantir a segurança jurídica da aplicação prática dos conceitos.

III – Aquisição de Participação Relevante

Diante do custo de observância regulatório apontado por determinados investidores para reportar aos emissores o atingimento de participação relevante, tendo em vista que, em alguns casos, é necessária a consolidação imediata das posições acionárias detidas por meio de múltiplos fundos e veículos de investimento em diversas jurisdições, a CVM propõe a criação de dois regimes distintos para a realização desse reporte: (i) aquela em que o atingimento da participação relevante visa alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor e, por isso, deve ser reportado imediatamente; e (ii) aquela em que o atingimento da participação relevante não tem tais objetivos e, por isso, poderia ser reportado em até 3 dias úteis.

Com o objetivo de proteger o mercado dos efeitos das movimentações relevantes não divulgadas e o próprio investidor que atinge participação relevante, a Minuta A traz algumas salvaguardas, que trataremos de forma individualizada abaixo.

III.a. Abstenção de prática de atos indicativos de alteração da composição do controle ou da estrutura administrativa do emissor

A proposta da CVM, por meio da Minuta A, passa a determinar que o investidor que reporta não ter o objetivo de influenciar o controle ou alterar a estrutura administrativa do emissor deve se abster de praticar determinados atos, que seriam indicativos de tal intenção. Tratam-se, segundo a CVM, de duas listas exemplificativas de situações que, no primeiro caso, seriam indicativas do objetivo de alterar a composição do controle e, no segundo, em que não se presume tal objetivo. A CVM esclarece que tais listas não dispensam a análise do caso concreto e demonstra interesse em receber comentários sobre as listas, indagando, ainda, se há outras situações específicas que poderiam ser acrescentadas a elas.

Em nosso entendimento, a existência de normas dotadas de certo grau de subjetividade é realista, natural e salutar, especialmente em assuntos onde a análise do caso concreto é extremamente determinante. A criação de listas exemplificativas é benéfica e ajuda no balizamento das decisões, mas não deveriam se tornar presunções automáticas, como tem sido o caso de muitas situações previstas na regulamentação, incluindo, por exemplo, o rol de situações que podem se enquadrar como fatos relevantes.

Diante disso, sugerimos que seja mantido apenas um rol exemplificativo, preferencialmente aquele que indica as situações em que não se presume o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, que dão uma maior segurança aos investidores com situações inquestionáveis, deixando fora da regulamentação as hipóteses em que, a depender do caso concreto, nos coloque em uma zona cinzenta.

Caso a CVM entenda que devem ser mantidas as duas listas ou o rol de situações que representam a intenção de alteração do controle ou da estrutura administrativa de emissor, sugerimos a exclusão da hipótese de "*propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores*" constante do inciso IV do §1º do artigo 38. A despeito da ação de responsabilidade envolvendo administradores impactar, diretamente, na composição da administração do emissor, o objetivo primordial de tal ato é o ressarcimento do emissor diante de atos lesivos praticados pelos administradores, algo que deve ser comum a todos os acionistas que entendam e comprovem que o emissor foi lesado por ação ou omissão de algum administrador.

III.b. Vedação ao exercício do direito de voto na pendência do reporte do atingimento de participação relevante

A proposta da CVM, também por meio da Minuta A, determina que, durante o período de 3 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.

A preocupação com o custo regulatório da aplicação da norma tal como hoje, em que todo e qualquer atingimento de participação relevante deve ser imediatamente divulgada, é bem-vinda. No entanto, em emissores com capital pulverizado, há situações que não envolvem a alteração da composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor nas quais a divulgação imediata do atingimento de participação relevante é essencial.

Ademais, a restrição do direito de voto relativo às ações adquiridas nas negociações ainda não reportadas é uma salvaguarda importante, mas a combinação do prazo de 3 dias para o reporte do atingimento da participação relevante com o impedimento de voto em assembleia pode gerar um custo adicional para os emissores, que passam a ter que acompanhar todas as movimentações da base acionária às vésperas das assembleias, quando já há muitos temas a serem acompanhados. Isso porque, se o prazo de liquidação para operações no mercado à vista de renda variável é de D+2, o emissor deverá acompanhar a movimentação da base acionária, de modo bastante detalhado, para verificar se houve negociações que implicaram o atingimento de participação relevante nos 3 dias que antecedem a assembleia e que ainda não foram reportadas para, então, fazer o ajuste do número de ações que devem ser consideradas na assembleia. Do lado dos demais acionistas, dos investidores e do mercado em geral, há um risco de que seja exercido o direito de voto por parte de acionistas que não reportaram o atingimento de tal participação relevante.

A fim de permitir que os investidores possem se beneficiar do novo regime de reporte de atingimento de participação relevante sem a criação de um ônus excessivo para os emissores, sugerimos que a CVM avalie a inclusão, na Resolução CVM 81, de uma data de corte para votação em assembleias, similar ao "*record date*" que existe nos EUA, para determinar quem tem direito a participar e votar em assembleias gerais, garantindo que apenas os acionistas com ações na data estabelecida possam participar e exercer o direito a voto com as ações detidas em tal data. A fixação de uma data de corte de 3 dias de antecedência em relação às assembleias gerais seria uma forma simples para afastar o custo de observância de emissores e seria complementar à obrigação de reporte estendida.

III.c. Mudança de posicionamento: presunções sobre o prazo de 3 meses

A fim de garantir a transparência de eventuais revisitações e modificações do posicionamento do investidor que atingiu a participação relevante, a CVM propõe um prazo de 3 meses como referencial de intervalo mínimo em que se assume que mudanças de posicionamento por parte de investidores possam ordinariamente ocorrer. Também sobre este ponto – especificamente a duração do prazo sugerido – a CVM busca receber comentários específicos.

Em nosso entendimento, o estabelecimento de um período no qual é presumido que não ocorrem mudanças de posicionamento por parte de investidores é, em primeiro lugar, desnecessário, pois tanto na norma atual, quanto na minuta da nova resolução, é obrigatória a divulgação de qualquer mudança nos fatos ou intenções objeto das declarações feitas, retificando ou aditando a declaração anterior (artigo 20 da atual Resolução 44 e artigo 14 da Minuta A). Nesse sentido, nos parece que a criação de uma presunção de descumprimento da norma em um ponto que é subjetivo em diversos casos, é perigosa e desconsidera as diversas

situações em que tal mudança de posicionamento ocorra de forma lícita. Além disso, por outro lado, cravar uma temporalidade obrigatória em assuntos que podem comportar elevado grau de subjetividade, é um mecanismo que pode ser mal utilizado: após 3 meses e um dia, o adquirente da participação poderia alterar sua opinião original sem que haja presunção de uma declaração original inverídica.

Além disso, importante entender qual o racional usado pela CVM, da quantificação em 3 meses, que não foi justificada.

Caso essa D. CVM pretenda manter esse prazo de 3 meses, visando promover maior transparência e segurança jurídica aos investidores, entendemos que os investimentos em emissores de valores mobiliários está suscetível a condições de mercado, que, muitas vezes são dinâmicas e acabam por modificar, em um curto intervalo, as circunstâncias e condições inicialmente mapeadas –a título de exemplo, ofertas públicas de distribuição, situações que são capazes de alterar bastante a composição da base acionária de uma empresa, são aprovadas e implementadas em prazo até mesmo inferior a 1 mês. Nesse sentido, o prazo previsto na Minuta A nos parece excessivamente longo para uma presunção, ainda que relativa.

Diante disso sugerimos a exclusão do prazo de 3 meses, por meio da supressão dos parágrafos 4º e 5º do artigo 40, ou, subsidiariamente, a redução desse prazo para, no máximo, 1 mês.

***

Agradecemos a oportunidade de colaborar com o aprimoramento das normas editadas pela CVM e colocamo-nos à disposição para esclarecer qualquer um dos pontos aqui apresentados e pedimos a gentileza de que quaisquer comunicações, entendimentos ou esclarecimentos com relação aos nossos comentários e sugestões nos sejam enviados aos contatos indicados abaixo:

Demarest Advogados
Avenida Pedroso de Morais, nº 1201
Pinheiros, São Paulo - SP, 05419-00
At.: Paula Magalhães | pcmagalhaes@demarest.com.br
Maiara Madureira | mmadureira@demarest.com.br
Luiz Felipe Eustaquio | leustaquio@demarest.com.br

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos votos de estima e consideração.

Sendo o que nos cumpria para o momento, subscrevemo-nos.

Cordialmente,

DEMAREST ADVOGADOS