Docusign Envelope ID: 52FD138B-5335-445A-8CB7-D3AE5905949C

DYNAMO

Rio de Janeiro, 18 de julho de 2025.

À

Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM
conpublicasdm0125@cvm.gov.br

Ref.: Consulta Pública SDM nº 01/2025

Prezados Senhores,

A DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA., inscrita no CNPJ/MF sob o nº 72.116.353/0001-62, a DYNAMO INTERNACIONAL GESTÃO DE RECURSOS LTDA., inscrita no CNPJ/MF sob o nº 07.880.927/0001-02, e a DYNAMO V.C. ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA., inscrita no CNPJ/MF sob o nº 03.215.562/0001-40, todas com sede na Av. Ataulfo de Paiva, nº 1.235, 6º andar, na cidade e Estado do Rio de Janeiro (doravante denominadas em conjunto "Dynamo"), vêm respeitosamente por meio desta apresentar os comentários e sugestões que seguem acerca do Consulta Pública SDM nº 01/2025 ("Consulta Pública").

Primeiramente, gostaríamos de congratular a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") pela disponibilidade e interesse em receber contribuições do mercado sobre a proposta de reforma da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 ("Resolução CVM 44").

Para uma melhor organização do presente documento, os comentários e sugestões foram divididos em 6 (seis) seções apresentadas a seguir.

1) Prazo para Divulgação

O primeiro tema apresentado na Consulta Pública é a flexibilização do prazo para a divulgação de atingimento de participação relevante por parte de investidores que não tenham a intenção de alterar a composição de controle ou a estrutura administrativa do emissor.

Docusign Envelope ID: 52FD138B-5335-445A-8CB7-D3AE5905949C

Atualmente, a Resolução CVM 44 impõe a necessidade de divulgação imediata do atingimento de participação relevante, independentemente do objetivo do acionista comunicante. Tal obrigatoriedade traz alguns desafios operacionais para os investidores, em maior ou menor grau, a depender de suas estruturas e processos internos.

Neste contexto, a possibilidade de que os investidores realizem a comunicação em até 3 (três) dias úteis nas situações em que não haja a intenção de influenciar a estrutura administrativa ou de controle do emissor representa uma bem-vinda redução do custo de observância da Resolução CVM 44 pelos investidores.

2) Lista Exemplificativa de Condutas

A iniciativa da CVM de elaborar uma lista exemplificativa de condutas que podem indicar a intenção ou não do investidor de influir na estrutura administrativa ou no controle do emissor também é bastante positiva. Embora se trate de um rol meramente indicativo, que naturalmente deve ser analisado em conjunto com as características do caso concreto, a medida oferece um importante norte interpretativo para o mercado e consequentemente maior segurança jurídica.

Como contribuição, sugere-se que a CVM inclua na lista apresentada o tema do pedido de adoção do processo de voto múltiplo, de forma a conferir maior clareza para o mercado acerca da interpretação preliminar desta Autarquia sobre a utilização de tal faculdade pelos acionistas e sua caracterização ou não como indício de interferência na gestão e estrutura de controle do emissor.

Adicionalmente, seria pertinente que fosse abordada também a questão da indicação, pelos acionistas, de membros para o conselho de administração das companhias, seja por meio da sugestão de nomes para a composição da chapa proposta pela administração, seja no âmbito da eleição em separado ou do próprio processo de voto múltiplo. A inclusão expressa dessas situações auxiliaria em uma melhor delimitação do escopo das condutas que, a princípio, poderiam ser interpretadas como indicativas de influência na estrutura administrativa.

3) Bloco de Acionistas e a Definição de Pessoas Vinculadas

A minuta apresenta, em seu artigo 8º, uma definição de pessoas vinculadas. No entanto, observa-se a ausência de referência a grupo de investidores vinculados por acordo de acionistas que

Docusign Envelope ID: 52FD138B-5335-445A-8CB7-D3AE5905949C

abranja o direito de voto. Considerando que tais acordos pressupõe uma atuação coordenada pelos signatários na esfera do exercício de direitos políticos, entendemos ser essencial que os tais investidores sejam considerados pessoas vinculadas para fins da apuração de atingimento de participação relevante.

Embora este pareça ser o entendimento já consolidado pelo mercado e pela própria CVM, sua ausência na redação proposta pode gerar incertezas interpretativas. Assim, sugerimos que a definição de pessoas vinculadas seja complementada de forma a incluir os investidores vinculados por acordos de voto.

4) Alteração na Intenção Declarada

A minuta traz a obrigatoriedade de que o investidor e as pessoas a ele vinculadas informem eventual mudança quanto à intenção anteriormente declarada de alterar ou não a composição de controle ou a estrutura administrativa do emissor. Embora se reconheça a importância dessa divulgação para fins de transparência, sua aplicação indefinida no tempo pode ser pouco útil e gerar um ônus desproporcional para os investidores.

Neste sentido, sugerimos que tal obrigação seja limitada a um prazo máximo de 12 (doze) ou 18 (dezoito) meses contados da data da comunicação anteriormente realizada pelo respectivo acionista. Findo esse período, eventual alteração de intenção do investidor deixaria de ser obrigatoriamente comunicada, salvo em caso de novo atingimento de participação relevante que reative a obrigação de divulgação.

Entendemos que essa limitação temporal é compatível com a lógica da proporcionalidade regulatória e está alinhada com a expectativa de que, ultrapassado um determinado período de tempo, o propósito original divulgado perde relevância informacional. Ao mesmo tempo, a regra manteria a transparência necessária por um prazo em que, acredita-se, a mudança de intenção seja mais relevante para os participantes do mercado.

Ainda no que se refere à alteração da intenção declarada pelo investidor, a minuta traz a presunção de descumprimento do disposto no art. 34, caput, inciso III, nas hipóteses em que o comunicado no qual o investidor afirma ter como objetivo alterar a composição do controle ou a

Docusign Envelope ID: 52FD138B-5335-445A-8CB7-D3AE5905949C

estrutura administrativa do emissor ocorrer menos de 3 (três) meses após comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo.

Ao estabelecer a presunção de descumprimento em caso de alterações havidas em um curto período de tempo, a norma busca desestimular o uso pelos acionistas de comunicações sucessivas como instrumento de dissimulação da intenção originalmente existente. Neste sentido, o prazo de 6 (seis) meses nos parece mais adequado para assegurar a transparência almejada. Isso porque a mudança de intenção quanto à influência na composição de controle ou na estrutura administrativa de uma companhia é uma alteração substancial e, em geral, decorrente de uma análise complexa do cenário vigente.

Reconhece-se que mudanças legítimas de intenção podem eventualmente ocorrer em prazo inferior a 6 (seis) meses. No entanto, por se tratarem de situações pontuais e considerando que a presunção prevista de descumprimento é relativa, entendemos que a ampliação do prazo é recomendável e não traz prejuízo aos investidores.

5) Derivativos e o Cálculo de Participação Relevante

O artigo 7º, §2º, inciso III da minuta dispõe que a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que confiram exposição econômica às ações não pode ser compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que produzam efeitos econômicos inversos.

A minuta traz, porém, uma exceção à regra de não compensação. O § 3º do artigo 7º prevê que, nos casos em que ambas as partes dos instrumentos derivativos forem pessoas vinculadas, a referida compensação poderia ser realizada.

Tal exceção parece ter origem no item 4.9.4 do Ofício Circular/Anual-2025-CVM/SEP. De acordo com o ali disposto, em se tratando de operações de derivativos realizadas entre empresas do mesmo grupo em que haja transferência do risco/exposição econômica da posição, o acúmulo de informações originado pela divulgação de cada uma dessas operações poderia impactar a qualidade da informação prestada ao mercado. Por tal razão, as operações de derivativos entre pessoas do mesmo grupo devem ser desconsideradas na divulgação de participação relevante.

Docusign Envelope ID: 52FD138B-5335-445A-8CB7-D3AE5905949C

O texto utilizado no §3º do artigo 7º pode, no entanto, ensejar dúvidas interpretativas quanto à abrangência da exceção nele prevista. Neste sentido, seria importante que a minuta esclarecesse de forma expressa se a possibilidade de compensação estaria condicionada às contrapartes diretas das operações de derivativos ou se a norma admite uma interpretação mais ampla, permitindo a compensação com base posição na consolidada de cada uma das pessoas vinculadas, independentemente da contraparte específica de cada operação.

No primeiro cenário, a compensação somente seria permitida nos casos em que a pessoa vinculada A fosse a contraparte direta da pessoa vinculada B em uma determinada operação, ou seja, a operação de derivativo deveria ser realizada necessariamente entre as pessoas vinculadas, cada uma figurando em uma das pontas do negócio.

Já no segundo cenário, a compensação poderia ser realizada pelas pessoas vinculadas quando as respectivas posições produzissem efeitos econômicos inversos, desconsiderando o fato das pessoas vinculadas serem ou não contrapartes diretas da operação. Assim, caso a pessoa vinculada A possua, por exemplo, uma quantidade de ações referenciada em instrumentos derivativos que confiram a ela uma exposição econômica comprada, tal posição poderia ser compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos detida pela pessoa vinculada B que represente uma exposição econômica vendida às ações.

Essa distinção é especialmente relevante no contexto de derivativos negociados em bolsa, onde a informação sobre a contraparte não está disponível ao investidor. A depender da interpretação adotada, a aplicação da exceção pode ser restringida ou ampliada, impactando a informação final divulgada ao mercado.

Caso o intuito desta Autarquia seja permitir a compensação de forma um pouco mais ampla, como nos casos do segundo cenário descrito, é importante que o texto normativo estabeleça critérios e limites objetivos, de forma a evitar o uso indiscriminado de tal prerrogativa. Permitir a compensação ampla entre quaisquer derivativos com efeitos econômicos opostos, sem considerar características essenciais como vencimento e preço de exercício, pode fragilizar o objetivo da norma de garantir a transparência quanto à exposição do investidor.

A previsão expressa e detalhada da aplicabilidade da compensação reduz o risco de interpretações divergentes e consequentemente da divulgação de cálculos equivocados de participação

Docusign Envelope ID: 52FD138B-5335-445A-8CB7-D3AE5905949C

relevante, que podem ser bastante prejudiciais para o mercado. É importante que o texto do §3º do artigo 7º evite ambiguidades, estabelecendo de forma clara os limites da compensação e os critérios para sua aplicação em consonância com o dever de transparência.

6) Aluguel de Ações

O artigo 34 da minuta elenca as informações que devem constar na divulgação de atingimento de participação relevante. O inciso IV trata da quantidade de ações e de outros valores mobiliários detidos, mencionando, ainda, a necessidade de que conste, caso aplicável, a "*indicação de terem sido tomados em empréstimo".* O inciso V, por sua vez, trata da quantidade de ações e de outros valores mobiliários *"tomados em empréstimo e alienadas*".

Considerando que o inciso V trata especificamente do empréstimo de ações, a parte final do inciso IV - que trata das ações tomadas em empréstimo – mostra-se redundante. A coexistência de ambas as previsões pode gerar a interpretação equivocada de que se referem a obrigações distintas, quando na verdade parecem se referir a uma mesma exigência.

Por fim, sugerimos que seja realizado um ajuste redacional no inciso V para uma maior clareza normativa. A proposta é que o texto mencione a "*quantidade de ações e de outros valores mobiliários tomados ou doados em empréstimo de ações" ou a "quantidade de ações e de outros valores mobiliários adquiridos ou alienados por meio do empréstimo de ações".*

Sendo o que tínhamos para o momento, agradecemos desde já a apreciação das considerações apresentadas e nos colocamos à disposição de V.Sas. para o que se fizer necessário.

Cordialmente,

DocuSigned by:
Bruno Rudge
EA8A16AFD486471...

DocuSigned by:
Kassyana Pinaud
BAA04D63F0964C2...

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

DYNAMO INTERNACIONAL GESTÃO DE RECURSOS LTDA.

DYNAMO V.C. ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA.