Nelson Eizirik
Marcus de Freitas Henriques
Renata Brandão Moritz Serpa Coelho
Maria Lucia de Araujo Cintra
Luís André N. de Moura Azevedo
Alexandre Chede Travassos
Juliana Botini Hargreaves Vieira
Luiza P. da Cunha P. de Oliveira
Camila Tinoco
Carolina Bouchardet Dias
Maria Luiza Gutierrez Bonfatti Ribeiro
Harife Huri Eugenio da Silva
Mayara Ferreira Campelo

Rio de Janeiro, 18 de julho de 2025.

À
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários – CVM
via endereço eletrônico conpublicasdm0125@cvm.gov.br

Ref.: Consulta Pública SDM nº 01/25

Prezados(as) Senhores(as),

Vimos, por meio desta, apresentar nossos comentários e sugestões à minuta de Resolução ("Minuta A") submetida à Consulta Pública em epígrafe, que visa a disciplinar a divulgação de fatos relevantes e os demais temas atualmente cobertos pela Resolução CVM nº 44/2021 ("Resolução 44"), a qual será revogada e substituída pela nova norma.

Antes de fazê-lo, no entanto, gostaríamos de parabenizar esta Superintendência pela iniciativa de aprimorar as regras aplicáveis à divulgação de informações eventuais.

Entendemos, contudo, conforme será exposto ao longo desta manifestação, que determinadas propostas da Minuta A ainda demandam ajustes para garantir maior coerência sistêmica e segurança jurídica no que diz respeito à regulação do dever divulgação de informações eventuais.

Os dispositivos objeto de nossos comentários e sugestões serão transcritos à medida que forem analisados:

Ementa:

> ***"Dispõe sobre a divulgação de fatos relevantes e de outros comunicados ao mercado, sobre a negociação de valores mobiliários na pendência de informações relevantes não divulgadas, sobre a divulgação de informações relacionadas à negociação de valores mobiliários por pessoas com influência sobre os emissores desses valores mobiliários, e revoga a Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021."***

Sugerimos a exclusão do seguinte trecho da Ementa da Minuta A: "*pessoas com influência sobre os emissores desses valores mobiliários*", a fim de evitar interpretações equivocadas quanto ao alcance da norma.

Isso porque tal expressão pode causar a percepção de que apenas esses agentes estão sujeitos às obrigações previstas na Minuta A, quando, na realidade, a norma se aplica a outros sujeitos, incluindo os próprios emissores de valores mobiliários.

Face ao exposto, entendemos ser recomendável a supressão do referido trecho, sendo adotada a seguinte redação na Ementa da Minuta A:

> *"Dispõe sobre a divulgação de fatos relevantes e de outros comunicados ao mercado, sobre a negociação de valores mobiliários na pendência de informações relevantes não divulgadas, sobre a divulgação de informações relacionadas à negociação de valores mobiliários, e revoga a Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021".*

Art. 5º, § 2º:

> ***"Art. 5º (...) § 2º Quando presentes os requisitos de que trata o caput, um fato relevante não deixa de ser assim considerado em razão de se tratar de evento em fase de estudos ou negócio jurídico em tratativas ou sob condição suspensiva ou resolutiva, devendo, nesse caso, ser observado ainda o disposto no art. 15."***

O dispositivo ora analisado prevê expressamente que um fato relevante não deixa de ser assim considerado mesmo que se refira a um negócio jurídico ainda não concretizado e, portanto, deve ser, como regra geral, objeto de divulgação imediata.

Diante disso, entendemos ser recomendável que esse dispositivo faça referência expressa à exceção trazida pelo artigo 22 da Minuta A, que permite a postergação da divulgação do fato relevante quando os acionistas controladores ou os administradores avaliarem que sua divulgação imediata poderia comprometer interesse legítimo do emissor.

Para conferir maior clareza quanto à aplicação do disposto no artigo 22 aos fatos relevantes que se enquadrem na descrição contida no artigo 5º, § 2º, da Minuta A, sugerimos que seja adotada a seguinte redação:

> *"Art. 5º (...) § 2º Quando presentes os requisitos de que trata o caput, um fato relevante não deixa de ser assim considerado em razão de se tratar de evento em fase de estudos ou negócio jurídico em tratativas ou sob condição suspensiva ou resolutiva, devendo, nesse caso, ser observado ainda o disposto no art. 15, sem prejuízo da possibilidade de ser utilizada a exceção à imediata divulgação prevista no art. 22."*

Art. 6º, caput:

> ***"Art. 6º Entende-se por comunicado ao mercado o anúncio divulgado pelo emissor para veicular informação não considerada fato relevante, mas que ainda assim seja exigida do emissor ou por ele interpretada como útil para os participantes do mercado de capitais."***

Enquanto o artigo 5º define o fato relevante como um acontecimento que pode influenciar de modo ponderável decisões de investimento ou a cotação dos valores mobiliários, o artigo 6º define o comunicado ao mercado por exclusão: uma informação não considerada fato relevante, mas cuja divulgação seja "*exigida do emissor*" ou "*por ele interpretada como útil para os participantes do mercado de capitais*".

No entanto, entendemos que não está claro o significado do termo "*exigida do emissor*". Exige-se com base em quê? Por regulação? Por contrato? Por pressão do mercado? Do mesmo modo, a expressão "*interpretada como útil para os participantes do mercado de capitais*" está centrada em um conceito subjetivo, qual seja, a utilidade (ou não) de uma informação para os participantes do mercado, o que pode gerar insegurança jurídica quanto à obrigação ou não de divulgar um comunicado ao mercado.

Com base nisso, apresentamos abaixo uma sugestão de redação mais clara para o dispositivo ora analisado:

> "*Art. 6º Entende-se por comunicado ao mercado o anúncio divulgado pelo emissor para veicular informação que, embora não se enquadre como fato relevante nos termos do art. 5º, sejam:*
> *I – exigidas por normas legais ou regulamentares aplicáveis ao emissor; ou*
> *II – voluntariamente divulgadas pelo emissor."*

Art. 8º:

> ***"Art. 8º (...) § 1º Presume-se agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos:***
> ***I – seu cônjuge, companheiro, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau;***
> ***II – seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum;***
> ***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;***
> ***IV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira; e***
> ***V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos."***

O artigo 8º tem como objetivo delimitar o conceito de "*pessoa vinculada*" para fins de aplicação da Minuta A, estabelecendo tanto uma definição geral quanto um rol exemplificativo de presunções relativas de atuação conjunta ou representação de interesses comuns entre pessoas físicas, jurídicas ou estruturas equivalentes.

Apesar do detalhamento trazido pelo dispositivo, a Minuta A deixa de contemplar uma hipótese central: a vinculação decorrente de acordo de voto. Trata-se de um cenário recorrente no mercado e que, portanto, deveria constar expressamente entre os exemplos previstos.

Por essa razão, recomendamos que a CVM inclua um novo inciso no rol exemplificativo do § 1º, nos seguintes termos:

"Art. 8º (...) § 1º Presume-se agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos:
I – seu cônjuge, companheiro, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau;
II – seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum;
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;
IV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira;
V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos; e
VI – os signatários de acordo que tenha por objeto o exercício do direito de voto nos órgãos sociais do emissor."

Art. 23, § 2º:

"Art. 23 (...) § 2º Cabe à SEP analisar o requerimento de que trata o caput e, caso decida pela divulgação do fato relevante, deve comunicar a decisão imediatamente ao diretor de relações com investidores, para que promova a divulgação na forma do art. 25."

O § 2º do art. 23 da Minuta A dispõe que, caso decida pela divulgação do fato relevante, a SEP deverá comunicar a sua decisão imediatamente ao diretor de relações com investidores, que deverá realizar a divulgação nos termos do artigo 25 da Minuta A.

Ocorre que a utilização da expressão "*diretor de relações com investidores*" revela-se, em nosso entendimento, inadequada. Em verdade, a obrigação de divulgação recai sobre o emissor, enquanto pessoa jurídica, sendo o diretor de relações com investidores apenas o representante encarregado de cumprir esse dever em nome do emissor.

Propomos, portanto, a substituição da expressão "*diretor de relações com investidores*" por "*emissor*", para que seja adotada a seguinte redação no dispositivo:

> *"Art. 23 (...) § 2º Cabe à SEP analisar o requerimento de que trata o caput e, caso decida pela divulgação do fato relevante, deve comunicar a decisão imediatamente ao emissor, para que promova a divulgação na forma do art. 25."*

Art. 32, § 2º:

> ***"Art. 32. (...) § 2º O exame de que trata o § 1º deve partir da presunção de boa-fé das pessoas referidas no art. 24 e da correção da avaliação que elas fizeram sobre a relevância da informação, porém também considerar eventuais circunstâncias indicativas de uso inadequado da forma de divulgação da informação, em especial quando a opção pelo comunicado ao mercado for feita diante de informação:***
> ***I – que vinha sendo mantida sob sigilo e que tenha escapado ao controle do emissor;***
> ***II – sobre tratativas em curso, especialmente nas quais tenha sido celebrado acordo vinculante, a respeito de negócio que, se concretizado, possa caracterizar informação relevante;***
> ***III – divulgada no período de 15 (quinze) dias que suceder:***
> ***a) a realização de negócios com valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados por parte de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal; ou***
> ***b) a formalização de plano individual de investimento ou desinvestimento pelas pessoas referidas na alínea "a"; e***

> ***IV – comparável a informações divulgadas no passado pelo emissor sob a forma de fato relevante".***

Sugerimos apenas o aperfeiçoamento redacional do § 2º, com o objetivo de conferir maior clareza ao dispositivo e evitar dúvidas interpretativas quanto ao seu alcance. A redação atual pode ser reorganizada para facilitar a compreensão, sem alterar o conteúdo normativo, apenas reforçando que as hipóteses mencionadas não afastam a presunção de boa-fé.

Segue, abaixo, a redação sugerida:

> "*Art. 32. (...) § 2º O exame de que trata o § 1º deve partir da presunção de boa-fé das pessoas referidas no art. 24 e da correção da avaliação que elas fizeram sobre a relevância da informação, sendo que o emissor deve ter maior cautela quando a opção pelo comunicado ao mercado for feita diante de informação: (...).*"

<u>Art. 38, § 1º, inciso IV:</u>

> ***"Art. 38 (...) § 1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor: (...) IV – a convocação de assembleia para deliberar sobre eleição, destituição ou propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores; (...)."***

O inciso IV do § 1º do art. 38 da Minuta A menciona a convocação de assembleia para deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores como um dos indicativos de que o investidor objetiva alterar a estrutura administrativa do emissor.

No entanto, a inclusão da hipótese "*propositura de ação de responsabilidade*" contradiz o disposto no § 2º, inciso III, do mesmo artigo, segundo o qual não se presume tal objetivo exclusivamente em razão da adoção de medidas judiciais, arbitrais ou administrativas em face de possíveis irregularidades cometidas por administradores do emissor.

Diante disso, sugerimos a adaptação da redação do artigo 38, §1º, inciso IV, de modo a eliminar a inconsistência normativa, para que passe a prever:

> "*Art. 38 (...) § 1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor: (...)* IV – a convocação de assembleia para deliberar sobre eleição ou destituição de administradores."

Art. 38, § 1º, inciso VI:

> ***"Art. 38 (...) § 1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor: (...) VI – a posterior aquisição de ações que levem o investidor e as pessoas a ele vinculadas a serem capazes de, isoladamente, proferir votos em quantidade superior à de todos os demais acionistas em conjunto; e (...)."***

Entendemos que a hipótese descrita no inciso VI do §1º do art. 38 da Minuta A apenas ficaria configurada se o investidor e pessoas a ele vinculadas se tornarem titulares de ações em quantidade superior a 50% das ações em circulação, uma vez que o investidor tem que ser capaz de proferir votos em volume maior do que o conjunto de todos os demais acionistas.

Caso a CVM vislumbre a possibilidade de o descrito nesse dispositivo ficar caracterizado em outros cenários, recomendamos que a Autarquia se pronuncie a esse respeito, elucidando o alcance do inciso VI do §1º do art. 38 da Minuta A.

Se o nosso entendimento estiver correto, sugerimos que seja adotada a seguinte redação para esse dispositivo, de modo a deixar mais claro o tipo de situação a que o regulador está se referindo:

> *"Art. 38 (...) § 1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor: (...) VI – a posterior aquisição de ações que levem o investidor e as pessoas a ele vinculadas a serem titulares de mais de 50% das ações em circulação da companhia; e (...)."*

Art. 39, § 1º:

> ***"Art. 39 (...) § 1º Além de observar o disposto no art. 38, o investidor deve abster-se de exercer direito de voto ou celebrar acordo tendo por objeto direito de voto até que efetue a comunicação de que trata o caput".***

O § 1º do art. 39 da Minuta A estabelece que o investidor somente poderá exercer o direito de voto após comunicar, no prazo de até três dias úteis contados da realização da operação, ao diretor de relações com investidores que sua participação não tem por objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor.

De acordo com o Edital, a mudança proposta foi introduzida por representar uma "*salvaguarda adicional contra o risco de uso indevido do prazo adicional previsto pela Minuta A para divulgação do atingimento de participação relevante*".

Contudo, trata-se de previsão extremamente sensível, pois, ao condicionar o exercício do direito de voto a uma declaração prévia de intenção, a norma limita um direito fundamental do acionista. Tal restrição, ainda que justificada pela busca de maior

transparência ou prevenção de condutas abusivas, extrapola o escopo do poder regulatório da Autarquia.

Isso porque a suspensão automática do direito de voto não encontra respaldo legal e tampouco pode ser considerada medida meramente procedimental, pois interfere diretamente na autonomia da vontade do acionista.

Diante disso, entendemos que seria mais adequado suprimir a previsão de suspensão do direito de voto, tendo em vista que tal previsão limita um direito fundamental do acionista e extrapola os limites da competência normativa da CVM.

Art. 40, § 1º:

> ***"Art. 40 (...) § 1º O investidor deve abster-se de tomar qualquer medida voltada à alteração da composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor até que efetue a comunicação de que trata o caput".***

A redação do § 1º do art. 40, ao determinar que o investidor deve abster-se de adotar qualquer medida voltada à alteração da composição do controle ou da estrutura administrativa até a realização da comunicação de sua intenção, levanta preocupações relevantes quanto à restrição imposta à atuação legítima do investidor.

Ao condicionar a atuação à prévia formalização de uma comunicação, o dispositivo introduz uma limitação significativa à liberdade de atuação de agentes econômicos no mercado de capitais. Embora se compreenda a intenção de prevenir práticas abusivas ou ocultas, a imposição de um dever de abstenção não tem amparo legal expresso.

Dessa forma, em linha com os entendimentos já expostos acerca do § 1º do art. 39, recomendamos a supressão da restrição prevista no § 1º do art. 40, por entendermos que eventuais condutas indevidas podem ser apuradas e responsabilizadas *a posteriori*.

Art. 40, §§ 4º e 5º:

> ***"Art. 40 (...) § 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 ocorrer menos de 3 (três) meses após comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo.***
> ***§ 5º A presunção prevista no § 4º é relativa e deve ser analisada em conjunto com outros elementos que indiquem se o descumprimento do art. 34, caput, inciso III, de fato, ocorreu".***

A novidade introduzida pela Minuta A nos §§ 4º e 5º do art. 40 consiste na criação de uma presunção relativa de descumprimento do art. 34, caput, inciso III, que exige que a comunicação de participação relevante informe o objetivo da participação, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não têm por finalidade alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor.

Segundo o § 4º do art. 40, presume-se que houve descumprimento ao art. 34, caput, inciso III, se o comunicado indicando intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa for realizado em menos de três meses após declaração anterior em sentido oposto. Já o § 5º estabelece que tal presunção deve ser analisada em conjunto com outros elementos do caso concreto.

Ainda que seja louvável a tentativa de fortalecer a confiabilidade das declarações prestadas pelos investidores, a presunção estabelecida nos dispositivos ora analisados baseia-se exclusivamente em um critério temporal rígido, desconsiderando a dinâmica dos mercados, a pluralidade de agentes envolvidos e a possibilidade de mudanças legítimas de estratégia ou de controle interno de veículos de investimento.

Embora o § 5º procure mitigar os efeitos da presunção ao prever sua relatividade e a necessidade de análise contextual, essa tentativa de atenuação não elimina a inadequação de sua instituição desde o início. Ao invés de presumir o descumprimento para, em seguida, relativizá-lo, parece-nos mais coerente simplesmente deixar que cada situação seja avaliada à luz de suas particularidades.

Assim, considerando os potenciais efeitos sobre a liberdade de atuação dos investidores, especialmente diante da possibilidade de que alterações legítimas de posicionamento, realizadas dentro do intervalo de três meses, sejam interpretadas, por si sós, como indicativos de conduta contraditória ou dolosa, entendemos que seria recomendável a exclusão dos §§ 4º e 5º do art. 40.

Sendo esses os comentários e as sugestões que entendíamos oportunos, colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

Eizirik Advogados