Rio de Janeiro, 17 de julho de 2025.

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Rua Sete de Setembro, 111, 33º andar
Rio de Janeiro – RJ, CEP 20159-900
Via e-mail para: conpublicasdm0125@cvm.gov.br

At.: Antônio Carlos Berwanger

Ref.: **EDITAL DE CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 01/25 - SUGESTÕES E COMENTÁRIOS**

Prezados Senhores,

FREITAS, LEITE E AVVAD ADVOGADOS ("FreitasLeite") vem, por meio desta e em atenção ao Edital de Consulta Pública SDM n° 01/25 ("Consulta"), apresentar suas sugestões e comentários à Minuta A ("Minuta") que pretende substituir e revogar a Resolução CVM n° 44, de 23 de agosto de 2021 ("RCVM 44").

1. INTRODUÇÃO

1.1. Inicialmente, gostaríamos de cumprimentar esta i. Autarquia pela iniciativa de revisar dispositivos da RCVM 44, notadamente aqueles cuja aplicação prática vem suscitando dúvidas interpretativas.

1.2. Não obstante os avanços presentes na Minuta proposta, submetemos à apreciação de V.Sas., por meio desta manifestação, três pontos que reputamos merecedores de aperfeiçoamento:

(i) melhor delimitação das hipóteses indicativas do objetivo de alterar a estrutura administrativa do emissor, prevista no art. 38 da Minuta;

(ii) o emprego do termo "imediatamente" ao se referir ao prazo para reporte do atingimento de participação relevante[1], sobretudo em face de particularidades operacionais relacionadas a prazos de liquidação e registros de custódia; e

(iii) ajuste nos critérios para cômputo de participação relevante em operações com derivativos referenciados em ações.

[1] "Art. 40. Quando o investidor tiver 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 **imediatamente** após a realização do negócio que ocasionou a variação da participação." (grifos nossos)

1.3. Diante desse cenário, esperamos que as considerações ora apresentadas contribuam para o aperfeiçoamento do texto final, conferindo-lhe maior precisão conceitual e operacional.

2. ARTS. 34, III, E 38 - INTENÇÃO DE INFLUIR NA ESTRUTURA ADMINISTRATIVA DO EMISSOR

2.1. A Minuta proposta introduz um novo dever informacional não previsto anteriormente, qual seja, o de declarar 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 do emissor" (art. 34, III).

2.2. Com efeito, ao divulgar o atingimento de participação relevante, o investidor deverá declarar se o negócio visa a alterar, ou não, a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor. O prazo para efetuar a mencionada comunicação dependerá da presença do referido ânimo modificador: (i) imediatamente, se houver intenção; e (ii) 3 (três) dias úteis, quando ausente tal objetivo.

2.3. Ainda, aquele que informar a inexistência do objetivo de influir na estrutura administrativa do emissor, deverá abster-se de atuar de forma a ocasionar tal alteração após o atingimento de participação societária relevante (art. 38).

2.4. Haja vista a subjetividade da expressão "intenção de influir na estrutura administrativa", a Minuta introduz, no art. 38, § 1º, um rol exemplificativo de condutas que poderiam indicar a intenção do investidor de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor; ao passo que, no § 2º do mesmo dispositivo, elenca situações nas quais não se pode presumir o objetivo de empreender tal modificação.

2.5. Entre as hipóteses ilustrativas contempladas no art. 38, § 1º, destacamos o "**pedido de inclusão de propostas no boletim de voto a distância e o pedido público de procuração relacionados às matérias de que tratam os incisos II a IV**". Já com relação aos exemplos previstos no art. 38, §2º, destacamos "tomar qualquer medida admitida na legislação e na regulamentação voltada a promover a instalação do conselho fiscal e a eleição de seus membros".

2.6. Não obstante a boa intenção da Minuta, a redação dos referidos dispositivos, tal como propostos, poderá conduzir à interpretação de que o pedido de inclusão de candidato ao conselho de administração no boletim de voto a distância presume o objetivo de alterar a estrutura administrativa da companhia.

2.7. Em que pese a Resolução CVM nº 81/2022 ("RCVM 81") diferenciar o pedido de inclusão de proposta de deliberação[2] e a solicitação de inclusão de candidatos ao conselho de

[2] Art. 37, inciso II.

administração[3] no BVD, a Minuta é omissa quanto ao tratamento a ser conferido às indicações de candidatos para o referido órgão colegiado. Nesse sentido, entendemos que a redação do art. 38 da Minuta, nos moldes submetidos à Consulta, pode levar à interpretação de que o pedido de inclusão de candidato ao conselho de administração no BVD representa objetivo de alterar a estrutura administrativa da companhia, o que não parece correto e irá suscitar mais dúvidas do que aquelas que se pretendeu sanar.

2.8. A nosso ver, o pedido de inclusão de candidato – especialmente no caso da eleição em separado – **não deve** ser considerado como uma conduta que almeja a modificação da estrutura administrativa do emissor.

2.9. Como se sabe, a indicação de candidatos para eleição em separado, por acionistas minoritários titulares de ações ordinárias e preferenciais, é prática recorrente no mercado, com base na prerrogativa assegurada no art. 141, §§ 4º e 5º, da Lei nº 6.404/1976 ("Lei das S.A"):

> "§ 4º. Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:
> I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e
> II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.
>
> § 5º. Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quórum exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quórum exigido pelo inciso II do § 4º."

2.10. Nos termos do art. 35 da RCVM 81, o BVD que tratar da eleição do conselho de administração deve conferir ao acionista a opção de indicar se deseja participar da eleição em separado de que tratam os arts. 141, § 4º, e 239[4] da Lei das S.A. Ainda que acionistas titulares dos percentuais mínimos indicados no art. 141, §4º, manifestem sua vontade de adotar o procedimento de eleição em separado, tal desígnio será inócuo se não houver candidato à vaga reservada. Em outras palavras, para que referidos acionistas logrem êxito no exercício do direito de eleição em separado, além do atendimento do quórum estabelecido em lei, é necessário que haja candidatos aptos ao cargo.

2.11. Quando da publicação das propostas da administração relativas a assembleias gerais ordinárias nas quais se deliberará a nomeação dos membros do conselho de administração, são apresentados os candidatos recomendados pela administração da companhia. Sobre esse aspecto, tem-se dois cenários recorrentes na realidade prática.

2.12. Primeiro, em relação às companhias cujo assento no conselho de administração por eleição em separado não seja assegurado estatutariamente aos acionistas minoritários

---

[3] Art. 37, inciso I.

[4] Art. 239. As companhias de economia mista terão obrigatoriamente Conselho de Administração, assegurado à minoria o direito de eleger um dos conselheiros, se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo.

ordinários ou preferenciais, é comum que a proposta para a assembleia geral não contenha nenhum candidato recomendado pela administração para ocupar a referida vaga reservada[5].

2.13. O outro cenário, por sua vez, remete à praxe de acionistas indicarem, previamente à divulgação da proposta da administração, candidato para a eleição segregada pelos titulares de ações ordinárias ou preferenciais – excluído o controlador. Nestes casos, a proposta se limita a refletir o pretendente indicado, inexistindo candidato recomendado pela administração[6]. Logo, ausente um pedido de inserção formulado por investidor, não haveria qualquer candidato a ser votado pelos minoritários, o que inviabilizaria a efetividade do exercício do direito garantido no art. 141, §§ 4º e 5º, da Lei das S.A.

2.14. Diante desses panoramas, entendemos que o pedido de inclusão de candidato para eleição em separado no boletim de voto a distância **não deve** ser interpretado, *per si*, uma intenção de modificar a estrutura administrativa da emissora, mas sim o meio de viabilizar a efetividade da prerrogativa de nomeação de conselheiro em separado.

2.15. Por outro lado, entender-se que tal indicação significa, efetivamente, o objetivo de modificar a estrutura administrativa da emissora acabará por esvaziar o objetivo declarado da norma proposta, qual seja, "identificar contextos de dinâmicas competitivas entre investidores".

ESPECIFICIDADE DA ESTRUTURA DAS *CORPORATIONS*

2.16. Adicionalmente, o tratamento dispensado pela Minuta também merece reflexão em face da situação de companhias sem controlador definido, também denominadas *true corporations*.

2.17. Em razão da ausência de acionista controlador ou de bloco de controle definido, os candidatos ao conselho sugeridos na proposta da administração representam a indicação dos próprios administradores e a inexistência de concorrente indicado por acionista poderia resultar em sucessivas reconduções dos mesmos conselheiros, os quais, em certo momento, poderão não mais exprimir os profissionais que melhor se coadunm com os interesses da companhia.

2.18. Nesse sentido, a premissa de que, no caso das *corporations*, a mera indicação de pretendente ao conselho de administração por um acionista consubstanciaria a intenção deste de influir na estrutura administrativa da companhia não se afigura razoável, nem atingirá o objetivo declarado da Minuta.

---

[5] Cenário observado na Proposta da Administração para a Assembleia Geral Ordinária ("AGO") das seguintes companhias abertas: (i) Track & Field Co S.A, relativamente à AGO de 2025; (ii) Azul S.A., referente à AGO de 2025; (iii) CSN Mineração S.A., relativamente à AGO de 2025; (iv) Klabin S.A., referente à AGO de 2025; e (v) Raízen S.A., referente à AGO de 2023.

[6] Cenário observado na Proposta da Administração para a AGO das seguintes companhias abertas: (i) Companhia Paranaense de Energia – Copel, relativamente à AGO de 2025; (ii) Energisa S.A., referente à AGO de 2024; (iii) Braskem S.A., relativamente à AGO de 2024; (iv) Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG, referente à AGO de 2024; e (v) Iguatemi S.A., referente à AGO de 2025.

2.19. Tal iniciativa, por si só, não altera de forma substancial a correlação de forças no órgão colegiado, limitando-se apenas a ampliar o espectro de alternativas submetidas à votação na assembleia geral, sem que disso decorra qualquer obrigação efetiva à eleição do candidato proposto.

2.20. Em virtude do exposto, sugerimos que a Minuta esclareça que o pedido de inclusão de candidatos (i) no contexto de eleições em separado ou (ii) nas companhias caracterizadas como *true corporations* devem ser compreendidos como situações abrangidas pelo art. 38, § 2º, o qual elenca, exemplificativamente, condutas que não autorizam a presunção de intenção de alterar a estrutura administrativa do emissor.

3. ART. 40 - O DEVER DE INFORMAR "IMEDIATAMENTE" UMA NEGOCIAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO RELEVANTE

3.1. Em linha com a regra existente na RCVM 44, o art. 40 da Minuta preserva a obrigação do investidor de comunicar o atingimento de participação relevante ao diretor de relações com investidores do emissor, imediatamente após a "realização do negócio que ocasionou a variação da participação", quando o investidor tiver objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor.

3.2. A Consulta reconhece que o pronto reporte pressupõe a consolidação imediata das posições acionárias detidas pelo investidor, a fim de verificar se uma participação relevante foi alcançada ou não, bem como admite que o imediatismo representa um desafio para determinados investidores devido a questões operacionais, tais como aqueles que atuam por meio de múltiplos fundos, veículos de investimento e jurisdições. Veja-se:

> "O reporte imediato pelos investidores (...) representa um desafio para determinados investidores, especialmente institucionais que negociam ações continuamente, por meio de múltiplos fundos e veículos de investimento e por vezes em múltiplas jurisdições. Note-se que a Resolução 44 – e nesse ponto, igualmente, a Minuta A – orientam o cômputo das participações de forma pormenorizada, que não necessariamente corresponde à forma como esses investidores acompanham sua exposição a determinadas ações em seus controles internos."[7]

3.3. Algumas situações específicas tornam ainda mais complexa a aferição do momento exato em que a participação relevante é atingida para fins de cumprimento da obrigação legal. A título exemplificativo, cite-se: (i) o intervalo temporal entre a ordem de uma operação e a data em que o ativo é registrado pelo custodiante em nome do investidor; (ii) atraso ou outra falha na liquidação de uma operação; e (iii) a reversão de ordem.

3.4. Diante disso, sugere-se à esta i. Autarquia que esclareça na Minuta que o conceito de "imediatamente" **remeta ao momento em que a posição seja consolidada pelo custodiante em nome do investidor**, por simplificar o procedimento de aferição da posição global detida pelo investidor no emissor em questão. Tal situação é especialmente relevante

[7] Item 2.1 da Consulta.

nas situações de empréstimos de ações, onde existe a dependência da comunicação da contraparte e, frequentemente, ocorrem falhas no registro das operações.

3.5. A referida proposição é feita com vistas a conferir maior segurança jurídica, previsibilidade e uniformidade de conduta ao mercado quanto ao marco temporal aplicável à obrigação de reporte imediato, nos casos em que há incerteza sobre a efetivação da posição.

4. ART 7º - CÔMPUTO DA PARTICIPAÇÃO RELEVANTE EM OPERAÇÕES "BOX"

4.1. Atualmente, os §§ 2º e 3º do art. 12 da RCVM 44 estabelecem que, além das ações propriamente ditas, deverão ser computados também quaisquer instrumentos financeiros derivativos de liquidação física. Além disso, o inciso III do § 3º deixa claro que:

> "III – 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" (grifamos)

4.2. Na Minuta, referida regra é alterada pelo novo art. 7º, §3º, para autorizar expressamente a compensação, mas unicamente nas hipóteses em que ambas as partes dos instrumentos forem pessoas vinculadas:

> "§ 3º A quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que confiram exposição econômica às ações **pode ser** compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que produzam efeitos econômicos inversos **nos casos em que ambas as partes dos instrumentos derivativos forem pessoas vinculadas**." (grifamos)

4.3. Contudo, há diversas outras situações em que um mesmo investidor realiza operações simultâneas com a finalidade de se financiar ou financiar um terceiro, mediante o registro de um box de três pontas. Nesse cenário, no caso de financiamento de terceiro, há "*operações simultâneas de compra de ações, lançamento de opções de compra e compra de opções de venda*"[8] com strikes iguais e mesmo vencimento. Ainda, no caso de financimento próprio, temos a estrutura contrária.

4.4. No entendimento do nosso escritório, a posição "comprada" do investidor não se altera, de forma que nenhuma informação deveria ser prestada à respectiva companhia, conforme se verifica abaixo:

Posição Comprada:	**Antes do *Box***	***Box***	**Liquidação**
Custódia	100.000	99.800	100.000
Sintética (opção)	0	200	0
Total:	**100.000**	**100.000**	**100.000**

[8] PROC. 97/3391, disponível na coletânea de decisões do Colegiado da CVM, em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoes_antigas/anexos/decisoes-1999.pdf (p. 172).

4.5. Ao interpretar a RCVM 44, esta i. Autarquia entendeu que o investidor deveria contar **duplamente** as opções. Com efeito, o item 4.9.3. do Ofício Circular Anual SEP indica que o investidor deveria somar o valor de cada opção para verificação da sua participação final:

> "Ao se levar em consideração os derivativos na verificação dos percentuais acima referidos, devem ser observadas as seguintes regras:
> a) **a quantidade total de ações referida no instrumento derivativo deve ser levada em consideração**, sem ajustes em função do delta da posição;
> b) há duas contagens paralelas: (i) **uma envolvendo, em conjunto, instrumentos financeiros derivativos de liquidação física e ações** e (ii) outra envolvendo apenas instrumentos derivativos de liquidação financeira – a divulgação é necessária quando os percentuais previstos na norma são atingidos em qualquer uma dessas contagens e a divulgação deve abranger tanto ações quanto outros instrumentos nela referenciados, independentemente de sua forma de liquidação;
> (...)
> e) **são consideradas posições "compradas**", por exemplo: ações detidas à vista, **instrumentos que confiram o direito <u>ou</u> a obrigação de adquirir ações em data futura** e contratos de swap que confiram ao investidor pagamentos com base no retorno das ações;" (grifamos)

4.6. Dessa forma, os investidores são obrigados a considerar a seguinte posição acionária, no tempo:

Posição Comprada:	**Antes do *Box***	***Box***	**Liquidação**
Custódia	100.000	99.800	100.000
Sintética (opção)	0	400 (200 x 2)	0
Total:	**100.000**	**100.200**	**100.000**

4.7. Em nosso entendimento o cômputo duplicado acima descrito não parece fazer sentido em operações *box*, cujo objetivo final é assegurar <u>uma **única** posição "comprada"</u>, seja por exercício da *call*, seja por ter contra si exercida a *put*, notadamente porque ambas possuem o mesmo *strike price*.

4.8. Ao mesmo tempo, a depender do cenário, o investidor pode ser obrigado a reportar duas negociações relevantes, sendo uma por ocasião do registro do *box* e outra por ocasião de sua liquidação, em que pese o seu objetivo final de manter <u>inalterada</u> a sua participação na companhia investida.

4.9. Considerando-se que o objetivo da norma é dar ao mercado visibilidade sobre a efetiva ocorrência de "negociações relevantes", o cômputo duplicado em questão acaba por produzir o efeito reverso, isto é, informar ao mercado a ocorrência de um aumento de participação do investidor, num cenário em que esse aumento não ocorrerá e será revertido por ocasião do vencimento das opções e liquidação do *box*.

4.10. Assim, em linha com as alterações já propostas no art. 7º da Minuta, sugere-se a esta i. Autarquia que também permita a compensação das posições, nas hipóteses em que o

eventual aumento temporário da participação será revertido por ocasião do vencimento das opções e liquidação do *box*.

5. CONCLUSÃO

5.1. Por fim, o FreitasLeite agradece a oportunidade de contribuir com sugestões para a Consulta e nos colocamos à disposição para qualquer esclarecimento que se fizer necessário.

Cordialmente,

FREITAS, LEITE E AVVAD ADVOGADOS