GUSTAVO GONZALEZ
ADVOGADOS

São Paulo, 15 de julho de 2025

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 01/25

Prezados senhores,

Cumprimentamos essa Comissão pela iniciativa de, por meio do Edital de Consulta Pública SDM nº 01/25, de 13 de maio de 2025 ("Edital"), propor um novo normativo para disciplinar a divulgação de fatos relevantes e demais temas relacionados, atualmente cobertos pela Resolução CVM nº 44/2021, bem como ajustes na Resolução CVM nº 80/2022.

Consideramos como bastante meritória a proposta geral da minuta de resolução ("Minuta A") que disciplina a divulgação de fatos relevantes e demais temas relacionados, especialmente pelo esforço de organização que se busca conferir ao normativo.

De toda forma, por meio desta manifestação, apresentaremos nossos comentários à Minuta A.

I. BREVE COMENTÁRIO GERAL SOBRE A MINUTA A: REGULAMENTAÇÃO EXCESSIVA, COM POTENCIAL INCREMENTO DO CONTENCIOSO ADMINISTRATIVO E AUMENTO DO CUSTO REGULATÓRIO

Antes de ingressarmos propriamente nos comentários à Minuta A, gostaríamos de fazer um breve comentário geral que sintetiza nossas impressões sobre o que a CVM, com o Edital, busca propor ao mercado brasileiro.

Em nosso entendimento, embora a Minuta A apresente diversos aspectos positivos, o resultado prático é uma regulamentação excessiva, do que são ótimos exemplos a

normatização do comunicado ao mercado, o endurecimento do regime de atingimento de participação relevante e a existência de novas regras que levem à necessidade de divulgações de informações não relevantes.

A respeito do comunicado ao mercado, entendemos que, em princípio, a opção por transformá-lo num documento regulado não parece ser a melhor estratégia. Tudo leva a crer que se trata de uma proposta de normatização supérflua, considerando a ausência de problemas práticos relevantes com a inexistência de uma previsão expressa desse documento na atual Resolução CVM nº 44/2021 e, antes, na Instrução CVM nº 358/2002. Mais ainda, na contramão dos objetivos declarados no Edital, a normatização do comunicado ao mercado acaba criando novos custos regulatórios, especialmente quando se prevê uma obrigação de sua divulgação imediata em caso de alteração na intenção ou não de mudança do controle ou da estrutura administrativa do emissor.

Quanto ao regime de divulgação de atingimento de participações relevantes, compreendemos que a proposta endurece injustificadamente a regulação do tema no Brasil, especialmente naquilo relacionado à divulgação da intenção da aquisição das ações do emissor. De fato, ainda que a reforma facilite a observância do mercado ao excepcionar a necessidade de divulgação imediata quando inexistir intenção de promover mudanças administrativas ou no controle do emissor, ela traz a reboque uma série de novas regras cujo resultado final é tornar o regime de divulgação de atingimento de participações relevantes ainda mais complexo e custoso.

Alguns aspectos do regime proposto são particularmente ilustrativos dessa afirmação, como é o caso da necessidade de o investidor que atinge participação relevante divulgar a sua intenção. Essa regra, é importante frisar, não é um atributo *natural* da regulação desse assunto na generalidade dos países.

No Reino Unido, como explica David Kershaw, o *disclosure* do atingimento de participação relevante não precisa conter a intenção do investidor ao adquirir as ações da companhia: "Importantly, in contrast to ownership disclosure regulation in other jurisdictions, such as the US, the disclosure is not required to provide any information about the underlying purpose of the purchases or any intended future actions in relation to the company"[1].

[1] KERSHAW, David. *Principles of Takeover Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 154.

Na União Europeia, a legislação comunitária não impõe que os Estados-Membros introduzam "provisions that would obligate investors to disclose their intent regarding the acquisition or disposal of shares"[2], o que não significa, é verdade, que inexistam países europeus que tenham seguido essa linha de determinar a divulgação da intenção no contexto do atingimento de participação relevante em razão da aquisição ou alienação de ações, como é o caso de França e Alemanha[3].

No nosso entendimento, a informação sobre a intenção do investidor que atinge participação relevante – e consequentemente, a imposição de um dever de divulgar essa informação – tem relevo muito mais destacado em ordens jurídicas em que há um *mercado de controle* (*market for corporate control*). Esse tal mercado de controle só existe verdadeiramente em ambientes institucionais nos quais há uma prevalência de estruturas societárias pulverizadas, que não é o caso do Brasil. Por isso, não nos parece justificada a decisão de propor, aqui, endurecer as regras referentes à intenção de influir no controle ou na estrutura administrativa do emissor.

Outro exemplo da regulamentação excessiva que se propõe é a existência de dispositivos que impõem a divulgação de informações não relevantes.

Idealmente falando, só faz sentido haver a obrigação de divulgação imediata quando se trata de informação capaz de ter influência ponderável sobre a cotação dos valores mobiliários ou sobre a decisão de os vender ou comprar. Nos demais casos, a divulgação não precisa ser imediata e se enquadra conceitualmente como facultativa. E, claro, quanto à relevância de eventual mudança em fatos ou atos já divulgados previamente como fato relevante, a sua aferição deve ser necessariamente feita à luz do conceito legal de relevância e de maneira circunstanciada, tendo em vista as informações já disponíveis.

Nosso receio é que, com as mudanças propostas, haverá um acréscimo ainda maior do espaço para litígios administrativos num assunto que já conta com um contencioso que nem sempre traz casos verdadeiramente relevantes para a evolução do direito brasileiro e para o aprimoramento das práticas do nosso mercado.

---

[2] VEIL, Rüdiger. Disclosure of Major Holdings. *In*: VEIL, Rüdiger (Ed.). *European Capital Markets Law*. 3rd ed. Oxford, London, New York, New Delhi, Sydney: Hart, 2022, p. 401.

[3] VEIL, Rüdiger. *Disclosure of Major Holdings*, cit., p. 401.

Em resumo, considerando esse diagnóstico geral a respeito do que está sendo proposto com a Minuta A, temos a preocupação de que essa regulamentação proposta levará a um incremento do contencioso administrativo e a um aumento do custo regulatório, o que deve ser fortemente considerado pela autarquia ao rever o conteúdo da Minuta A.

II. COMENTÁRIOS ESPECÍFICOS A DISPOSITIVOS DA MINUTA A

II.1. Art. 1º

II.1.1. Inciso I

O inciso I do art. 1º conta com a seguinte redação:

> "Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre:
>
> I – a divulgação de fatos relevantes e de outras comunicações do emissor ao mercado".

Em nossa avaliação, a expressão "outras comunicações do emissor ao mercado" deveria ser substituída por "comunicados ao mercado", já que "outras comunicações" é um termo bastante vago e, em verdade, é a Resolução CVM nº 80/2022 que disciplina a maioria das comunicações do emissor reguladas pela CVM.

Portanto, a se adotar essa sugestão, a redação do art. 1º, inciso I, seria a seguinte:

> "Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre:
>
> I – a divulgação de fatos relevantes e de comunicados ao mercado".

II.1.2. Inciso II

O inciso II do art. 1º está assim redigido:

> "Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre: [...]
>
> II – a divulgação de participações relevantes no capital social do emissor".

Considerando que a Minuta A se destina a consolidar o regime jurídico aplicável ao atingimento de participação relevante em emissores de valores mobiliários, algo que hoje se encontra regulado na Resolução CVM nº 44/2021, entendemos que a linguagem do inciso II do art. 1º pode ser levemente alterada para contemplar o vocábulo "atingimento". Vale

notar, inclusive, que as participações relevantes são, também, objeto de divulgação no formulário de referência, documento regulado na Resolução CVM nº 80/2022. Desse modo, o inciso II refletirá adequadamente aquilo que a Minuta A busca regular.

Portanto, a se adotar essa sugestão, a redação do art. 1º, inciso II, seria a seguinte:

> "Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre: [...]
>
> II – a divulgação do atingimento de participações relevantes no capital social do emissor".

II.1.3. Inciso III

O inciso III do art. 1º conta com a seguinte redação:

> "Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre: [...]
>
> III – a divulgação de negócios com valores mobiliários realizados pelo próprio emissor, seus administradores e pessoas próximas".

Como se percebe, o inciso III conta com a expressão "pessoas próximas", algo que se repete no título do Capítulo VI ("Divulgação de negociações de administradores e pessoas próximas"). Entretanto, ao longo da Minuta A, inexiste definição do que sejam tais "pessoas próximas", o que pode gerar dúvidas na prática.

Nesse sentido, sugerimos que a CVM apresente definição do que sejam as "pessoas próximas" mencionadas no art. 1º, inciso III, e no título do Capítulo VI.

II.2. Art. 4º

II.2.1. *Caput* e inciso III

O art. 4º está assim redigido:

> "Art. 4º Esta Resolução não se aplica a:
>
> I – emissores não registrados que tenham ofertado valores mobiliários exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo;
>
> II – emissores de valores mobiliários que sirvam como lastro para programas de BDR Nível I;

> III – companhias securitizadoras exclusivamente registradas nas categorias S1 ou S2, conforme regulamentação específica, bem como às suas emissões; e
>
> IV – fundos de investimento".

Em nossa análise, para que não haja dúvidas quanto ao sentido do referido dispositivo, entendemos que seja útil esclarecer que a Resolução se aplica aos participantes do mercado referidos nos incisos do art. 4º *na qualidade de emissores*. Afinal, por exemplo, não há dúvidas de que os fundos de investimento, enquanto *acionistas*, devem se submeter ao conteúdo proposto pela Minuta A, estando sujeitos, por exemplo, ao dever de divulgação na hipótese de atingirem participação relevante em uma companhia aberta e às regras de coíbem o uso indevido de informação privilegiada. Por conseguinte, com o acréscimo sugerido, seriam afastadas interpretações equivocadas quanto ao significado do art. 4º.

Nesse sentido, propõe-se incluir no *caput* a expressão "aos seguintes participantes na qualidade de emissores". Além disso, e tomando como premissa a sugestão de inclusão no *caput*, entendemos como conveniente excluir a parte final do inciso III ("bem como às suas emissões").

Em suma, a se adotar essas sugestões, a redação do art. 4º, *caput* e inciso III, seria a seguinte:

> "Art. 4º Esta Resolução não se aplica aos seguintes participantes na qualidade de emissores: [...]
>
> III – companhias securitizadoras exclusivamente registradas nas categorias S1 ou S2, conforme regulamentação específica".

II.3. Art. 5º

II.3.1. Inciso III

O inciso III do art. 5º está assim redigido:

> "Art. 5º Considera-se fato relevante qualquer ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios do emissor que possa influir de modo ponderável: [...]

> III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários de que trata o inciso I".

Não obstante o inciso III esteja presente na regulamentação da CVM há bastante tempo[4], recomendamos sua exclusão da Minuta A.

Para contextualizar nossa sugestão, transcrevemos os seguintes trechos:

> "O conceito de informação relevante desempenha uma tripla função na regulamentação do mercado de capitais. Ele serve como pressuposto (i) de um dever de divulgação de informação imposto aos emissores de valores mobiliários e (ii) das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada. E figura, também, como (iii) a medida para aquilatar a suficiência ou insuficiência das informações divulgadas ao mercado em cumprimento de dispositivos legais e regulamentares.
>
> De modo geral, é relevante a informação que pode impactar, de modo ponderável, nas decisões dos investidores – sejam essas decisões de investimento. Essas decisões podem se referir tanto ao investimento em determinado valor mobiliário ('comprar, vender ou manter' o valor mobiliário ou que tenha impacto direto 'na cotação' desses ativos) como ao exercício de direitos decorrentes da sua titularidade. Em ambos os casos, o teste de relevância é essencialmente o mesmo, construído a partir da probabilidade de determinada informação poder ser considerada útil para um investidor razoável.

---

[4] Instrução CVM nº 31/1984: "Art. 1º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável: [...] III - na determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia".

Instrução CVM nº 358/2002: "Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: [...] III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados".

Resolução CVM nº 44/2021: "Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: [...] III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados".

A despeito dessa relação, a origem e as aplicações dos conceitos de relevância baseados na utilidade da informação para *decisões de investimento* ou para *decisões acerca do exercício de direitos* se diferem em aspectos relevantes.

Nomeadamente, apenas a informação capaz de influir, de modo ponderável, em decisões de investimento é pressuposto do dever de divulgação no artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, regulamentado nos artigos 3º e 8º da Resolução CVM nº 44/2021, e dos ilícitos de uso e repasse indevido de informação privilegiada. Nessa perspectiva, vê-se que o inciso III do artigo 2º da Resolução CVM nº 44/2021 é um peixe fora d'água.

O conceito de relevância baseado no impacto da informação em decisões relativas ao exercício de direitos decorrentes da titularidade de um valor mobiliário serve, sobretudo, como medida para se determinar o que tem de ser divulgado em conexão com determinados atos societários nos quais (ou em razão dos quais) os titulares de valores mobiliários são chamados a (ou têm a possibilidade de) exercer determinados direitos. E, consequentemente, para se aquilatar se as informações efetivamente divulgadas eram ou não completas – pois a medida de suficiência, em uma regulação baseada no *full and fair disclosure*, deve necessariamente ser temperada por um filtro de relevância. Em outras palavras, é suficiente aquela divulgação completa *em todos os seus aspectos relevantes*.

Por tais razões, a regulamentação deve prever um critério de relevância baseado não no potencial impacto da informação em decisões de investimento, mas no exercício de direitos. Não se trata, portanto, de simplesmente eliminar o conceito hoje constante do artigo 2°, inciso III, da Resolução CVM nº 44/2021, mas de realocá-lo para uma norma em que possa, finalmente, desempenhar a sua relevante função"[5].

Ora, como se vê, não é possível, em primeiro lugar, extrair da definição legal de fato relevante aquilo que consta do inciso III do art. 5º. O art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976[6]

[5] GONZALEZ, Gustavo Machado. Alguma coisa está fora da ordem: a informação relevante sem impacto no preço (comentários ao artigo 2º, inciso III, da Resolução CVM nº 44/2021). *In*: FRAZÃO, Ana; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio (Org.). *Direito empresarial e suas interfaces – Homenagem a Fábio Ulhoa Coelho – Vol. III*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 305-306, destaques do original.

[6] "Art. 157. [...] § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia".

e o art. 22, § 1º, inciso VI, da Lei nº 6.385/1976[7] definem relevância a partir do poder da informação de influir, de modo ponderável, na decisão de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. A seu turno, o art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976[8] define a relevância a partir da influência ponderável da informação sobre a cotação dos valores mobiliários.

Em segundo lugar, a informação capaz de influir de modo ponderável na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a ele referenciados *não* é divulgada na forma da atual Resolução CVM nº 44/2021. Trata-se, na verdade, de informação regulada basicamente pelas Resoluções CVM nºs 80 e 81, ambas de 2022.

Sua utilidade para a regulamentação da CVM deve ser outra. A relevância baseada no impacto da informação sobre a decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários deve servir como medida para se interpretar aquilo que deve ser divulgado em conexão com determinados atos societários nos quais (ou em razão dos quais) os titulares de valores mobiliários são chamados a (ou têm a possibilidade de) exercer determinados direitos. Sob esse prisma, o critério de relevância é importante para se concluir se as informações divulgadas pelo emissor foram *completas*. É, portanto, um filtro que deve ser aplicado para a avaliação da completude das informações que devem ser divulgadas no contexto de atos societários nos quais os investidores podem exercer direitos.

Considerando isso, para a melhor organização da matéria e em observância ao que dispõe a legislação brasileira, deve-se finalmente reconhecer que o inciso III do art. 5º está fora de lugar, devendo ser retirado da Minuta A e possivelmente realocado para as Resoluções CVM nºs 80 e 81, ambas de 2022, de modo a poder cumprir sua verdadeira finalidade.

---

[7] "Art. 22. [...] § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: [...] VI - a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia".

[8] "Art. 155. [...] § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários".

A propósito, quando da Audiência Pública SDM nº 08/21, voltada à alteração da Instrução CVM nº 472/2008 para inclusão de vedação expressa ao uso indevido de informações privilegiadas em negociações de cotas de fundo de investimento imobiliário, fizemos comentário bastante similar que foi acolhido pela CVM.

O art. 41, §1º, da Instrução CVM nº 472/2008 continha uma definição de informação relevante que replicava o conteúdo da Instrução CVM nº 358/2002 e, hoje, constante da Resolução CVM nº 44/2021. Assim, dizia-se que "[se] considera relevante, para os efeitos do inciso IV, qualquer deliberação da assembleia geral ou do administrador, ou qualquer outro ato ou fato que possa influir de modo ponderável: I – na cotação das cotas ou de valores mobiliários a elas referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter as cotas; e III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular cotas ou de valores mobiliários a elas referenciados".

Em nossa manifestação, apontamos que o terceiro critério de relevância, baseado na utilidade da informação para decisões referentes ao exercício de direitos, não era pressuposto de um dever autônomo de divulgação, nem seria pressuposto de uma infração de uso indevido de informações privilegiadas. Por isso, sugerimos que a CVM alterasse o §1º do art. 41 da Instrução CVM nº 472/2008 para excluir o inciso III e, ainda, fizemos a recomendação de que a CVM considerasse alteração similar por ocasião de uma futura reforma da Resolução CVM nº 44/2021 e das Instruções CVM nºs 480 e 481/2009.

No Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/21, em concordância ao nosso comentário, a CVM registrou o seguinte: "A sugestão de Gustavo Gonzalez Advogados foi acolhida, de modo que o conteúdo do inciso III do §1º do art. 41 da Instrução CVM 472 não consta da definição de ato ou fato relevante disposta na regra geral de fundos de investimento, conforme resultante da AP 8/20, e tampouco constará do Anexo Normativo referente aos fundos imobiliários"[9].

II.3.2. § 1º

O § 1º do art. 5º apresenta uma lista exemplificativa de fatos potencialmente relevantes, entre os quais estão "acordo ou contrato de transferência de controle acionário do emissor, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva" (inciso I) e "início, retomada ou

[9] Cf. Relatório de Análise da Audiência Pública nº 08/21 – Processo CVM SEI nº 19957.007979/2016-41, p. 4-5.

paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço" (inciso XXI).

Entendemos que o § 1º deveria ser excluído da Minuta A, conquanto esteja presente, de uma forma ou de outra, há muito tempo nas normas da CVM[10].

Compreendemos que a lista exemplificativa tem, em princípio, um caráter didático, servindo para indicar fatos que são potencialmente relevantes e que, enquanto tais, podem fazer surgir o dever de divulgação de fato relevante. Entretanto, sua utilidade para o mercado brasileiro é bastante duvidosa, já que, como se sabe, o que caracteriza uma informação como relevante é o fato de ela ser capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter tais valores mobiliários.

Pouco importa se um dado fato se encontra ou não na lista exemplificativa do § 1º do art. 5º. Para uma dada companhia num determinado contexto, a informação a respeito de uma certa renegociação de dívidas (inciso XI) pode influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter tais valores mobiliários. Por outro lado, para outra companhia em um contexto totalmente diverso, uma determinada renegociação de dívidas pode ser irrelevante para a cotação das suas ações ou para a decisão dos investidores de vender, comprar ou manter tais valores mobiliários. É, assim, um juízo sempre casuístico, baseado no conceito legal e regulamentar de informação relevante.

Por isso, avaliamos que a lista exemplificativa do § 1º do art. 5º não traz, em verdade, qualquer utilidade para o intérprete da regulamentação da CVM. O juízo de relevância de informações sempre se coloca à luz das respectivas circunstâncias, sendo completamente irrelevante se um dado fato se encontra no § 1º do art. 5º como potencialmente relevante.

A título de exemplo, para reforçar a possível inutilidade de listas exemplificativas para certos contextos regulatórios, citamos o art. 15 da Instrução CVM nº 319/1999, que trazia uma lista exemplificativa de abuso de poder de controle. No Relatório de Análise da

[10] Cf.: art. 1º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 31/1984; art. 2º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002; e art. 2º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021.

Audiência Pública SDM nº 04/2013 (Processo CVM nº RJ-2009-12670)[11], a CVM deixou bem claro que, para tal contexto, a referida lista não se mostrava adequada:

> "O art. 15 contém uma lista exemplificativa de abuso de poder de controle. Além de não exaustiva, os exemplos trazidos por essa lista foram admitidos como práticas legítimas por decisões do Colegiado. Tendo em vista que a Lei nº 6.404, de 1976, trata de abuso do poder de controle de forma abrangente e principiológica, e, por isso, o perigo de obsolescência ou lacunas é bastante remoto, a CVM entende que as regras sobre o assunto estão melhor alocadas na lei"[12].

Por essas razões, avaliamos que o § 1º do art. 5º deveria ser excluído da Minuta A.

II.4. Art. 6º

II.4.1. Parágrafo único

O parágrafo único do art. 6º contém uma lista exemplificativa de situações cuja informação não se enquadraria como relevante, mas que ainda assim sua divulgação seria exigida do emissor ou por ele interpretada como útil para os participantes do mercado. Nessa lista, constam, por exemplo, "materiais utilizados em reuniões com analistas de valores mobiliários" e "esclarecimentos em resposta a consultas formuladas pela CVM ou por entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários".

Entendemos que o parágrafo único deveria ser excluído da Minuta A, pois também contém uma lista exemplificativa que não parece trazer benefícios para o mercado brasileiro.

Afinal, o que determinará se uma dada informação pode ou não ser divulgada por meio de comunicado ao mercado é a sua (ir)relevância para a cotação das suas ações ou para a decisão dos investidores de vender, comprar ou manter tais valores mobiliários. Pouco importa se consta do parágrafo único do art. 6º.

Além disso, considerando que recomendamos a exclusão do § 1º do art. 5º, que contém um rol de fatos potencialmente relevantes, a remoção do parágrafo único do art. 6º da Minuta A também se justifica por um argumento sistemático. Ambas as listas são

---

[11] A referida audiência pública deu origem à Instrução CVM nº 565/2015.

[12] Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 04/2013 (Processo CVM nº RJ-2009-12670), p. 39.

exemplificativas e buscam cumprir uma função didática que não nos parece relevante o suficiente para justificar sua manutenção.

II.5. Art. 7º

II.5.1. *Caput*

O *caput* do art. 7º tem a seguinte redação:

> "Art. 7º Consideram-se participações relevantes no capital social do emissor as participações equivalentes a patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social do emissor".

Para maior clareza, sugerimos uma leve mudança na linguagem do dispositivo, nos seguintes termos:

> "Art. 7º Consideram-se participações relevantes no capital social do emissor aquelas representativas de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações do emissor".

II.5.2. §§ 1º e 2º

Os §§ 1º e 2º do art. 7º se encontram assim redigidos:

> "Art. 7º [...]
>
> § 1º Para fins de verificação do atingimento dos percentuais previstos no caput, também devem ser consideradas as aquisições de quaisquer direitos sobre as ações, inclusive aqueles decorrentes de instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações.
>
> § 2º Nas hipóteses previstas no § 1º, devem ser observadas as seguintes regras:
>
> I – as ações diretamente detidas e aquelas referenciadas por instrumentos financeiros derivativos de liquidação física devem ser consideradas em conjunto para fins da verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo;
>
> II – as ações referenciadas por instrumentos financeiros derivativos com previsão de liquidação exclusivamente financeira devem ser computadas independentemente das ações de que trata o inciso I para fins de verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo;

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, ressalvado o disposto no § 3º; e

IV – devem ser desconsideradas na verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo:

a) as ações detidas por fundos de índice de valores mobiliários do qual o investidor seja cotista e as ações referenciadas em certificados de operações estruturadas – COE e em outros instrumentos derivativos celebrados pelo investidor, desde que as ações do emissor tenham peso inferior a 20% (vinte por cento) no fundo ou instrumento financeiro em questão; e

b) as ações ainda não emitidas, mesmo que o investidor seja titular de debêntures conversíveis, bônus de subscrição e outros valores mobiliários similares que possam ocasionar a futura emissão de tais ações".

Tendo em vista que o § 2º apresenta normas complementares à regra do § 1º, e esta não contém propriamente "hipóteses", sugerimos o agrupamento do § 2º ao § 1º da seguinte maneira, com o devido ajuste no inciso III para adequar a referência ao § 3º, que passaria a ser o novo § 2º do art. 7º:

"Art. 7º [...]

§ 1º Para fins de verificação do atingimento dos percentuais previstos no caput, também devem ser consideradas as aquisições de quaisquer direitos sobre as ações, inclusive aqueles decorrentes de instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, observadas as seguintes regras:

I – as ações diretamente detidas e aquelas referenciadas por instrumentos financeiros derivativos de liquidação física devem ser consideradas em conjunto para fins da verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo;

II – as ações referenciadas por instrumentos financeiros derivativos com previsão de liquidação exclusivamente financeira devem ser computadas independentemente das ações de que trata o inciso I para fins de verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo;

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, ressalvado o disposto no § 2º; e

IV – devem ser desconsideradas na verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo:

a) as ações detidas por fundos de índice de valores mobiliários do qual o investidor seja cotista e as ações referenciadas em certificados de operações estruturadas – COE e em outros instrumentos derivativos celebrados pelo investidor, desde que as ações do emissor tenham peso inferior a 20% (vinte por cento) no fundo ou instrumento financeiro em questão; e

b) as ações ainda não emitidas, mesmo que o investidor seja titular de debêntures conversíveis, bônus de subscrição e outros valores mobiliários similares que possam ocasionar a futura emissão de tais ações.

§ 2º 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".

II.5.3. §§ 2º, inciso IV, alínea "a"

O § 2º, inciso IV, alínea "a" se encontra assim redigido:

"Art. 7º [...]

§ 2º Nas hipóteses previstas no § 1º, devem ser observadas as seguintes regras: [...]

IV – devem ser desconsideradas na verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo:

a) as ações detidas por fundos de índice de valores mobiliários do qual o investidor seja cotista e as ações referenciadas em certificados de operações estruturadas – COE e em outros instrumentos derivativos celebrados pelo investidor, desde que as ações do emissor tenham peso inferior a 20% (vinte por cento) no fundo ou instrumento financeiro em questão [...]".

Na redação sugerida no item II.5.2, *supra*, o § 2º, inciso IV, alínea "a" da atual Minuta A se tornaria o § 1º, inciso IV, alínea A.

Feita essa observação, consideramos que, em razão da redação do atual § 2º, inciso IV, alínea "a", há dois pontos que merecem uma atenção da CVM.

Em primeiro lugar, parece-nos que a autarquia deve esclarecer do que se trata a expressão "outros instrumentos derivativos". Tendo em vista que os incisos II e III do § 2º mencionam instrumentos derivativos, cremos que seria relevante um esclarecimento do que se trata tais "outros instrumentos derivativos".

Em segundo lugar, entendemos que seria importante fazer uma ressalva no art. 7º no sentido de que, se o investidor for cotista de fundo de investimento e não o controlar, nunca deveria ocorrer o agrupamento de suas ações para os fins de verificação dos percentuais referidos no *caput* do art. 7º, independentemente do percentual de participação detido pelo fundo no emissor.

II.6. Art. 8º

II.6.1. Comentário geral sobre pessoa vinculada e o uso de tal conceito

Antes de apresentarmos nossos comentários específicos ao art. 8º, e com o objetivo de responder ao questionamento feito pela CVM sobre o conceito de pessoa vinculada, consideramos que algumas reflexões sobre esse tema são relevantes.

Com efeito, nas diversas ordens jurídicas, legisladores e reguladores buscam criar mecanismos que tornem suas normas efetivas, de modo que cumpram suas respectivas finalidades. Entre tais mecanismos, há aqueles que visam, acima de tudo, frustrar que os particulares achem meios de escapar da incidência de certas regras impositivas. Um exemplo clássico disso é o instituto da fraude à lei, cujo objetivo é tornar ilícitas certas condutas que se configuram como infrações indiretas a normas jurídicas.

No âmbito do direito societário e do mercado de valores mobiliários, há mecanismos específicos que têm como objetivo impedir, por exemplo, que o regime jurídico do *full and fair disclosure* seja frustrado. Além disso, são muito importantes determinadas regras que buscam proteger os investidores de eventuais artifícios utilizados por grandes acionistas

para não haver a incidência de certos institutos, como a OPA na hipótese de mudança de controle.

É nesse contexto que se inserem os conceitos de atuação concertada (*acting in concert*), pessoa (ou parte) vinculada e expressões similares, aplicados no âmbito do mercado de valores mobiliários para capturar fenômenos de convergência de interesses entre acionistas. Trata-se de conceitos bastante similares e que têm, reconhecidamente, um caráter instrumental – *i.e.*, não possuem fins em si mesmos, podendo servir para os mais diferentes propósitos, a depender do contexto em que são empregados.

Atuação concertada na Europa

Na Europa, fala-se em *atuação concertada* (*acting in concert*), expressão empregada na Diretiva das OPAs[13] e na Diretiva da Transparência[14].

Na Diretiva das OPAs, usa-se a expressão "pessoas que actuam em concertação" para se referir a "pessoas singulares ou colectivas que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tácito ou expresso, oral ou escrito, tendo em vista, respectivamente, obter o controlo da sociedade visada ou impedir o êxito da oferta".

Esse termo é bastante relevante para um dispositivo fundamental da Diretiva das OPAs – o artigo 5.º. De acordo com este, "[s]empre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e *à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação*, lhe confiram directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4"[15].

---

[13] Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004.

[14] Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004.

[15] Original sem destaques.

Em outros termos, de acordo com o artigo 5.º da Diretiva das OPAs, as participações societárias detidas por diversos sujeitos serão consideradas em conjunto caso haja entre eles uma atuação concertada. Nesse sentido, caso a soma do percentual de participação de tais sujeitos ultrapasse o patamar (*threshold*) previsto pela lei nacional, surgirá o dever de lançar uma oferta pública.

Na Diretiva da Transparência, por outro lado, a ideia de atuação concertada aparece como um mecanismo para evitar burlas ao dever de notificação de aquisição ou alienação de participações relevantes.

O artigo 10.º da Diretiva da Transparência traz uma série de hipóteses nas quais isso fica evidente. A partir delas, busca-se atribuir, para os efeitos do dever ali previsto, os direitos de voto de um terceiro a uma outra pessoa.

Por exemplo, no artigo 10.º, "a", está previsto que "[o]s requisitos de notificação definidos nos n.os 1 e 2 do artigo 9.º são igualmente aplicáveis às pessoas singulares ou colectivas que possam adquirir, alienar ou exercer direitos de voto em qualquer dos seguintes casos ou através de uma combinação dos mesmos: a) Direitos de voto detidos por um terceiro com o qual essa pessoa singular ou colectiva tenha celebrado um acordo que os obrigue a adoptarem*, através do exercício concertado dos direitos de voto que possuem*, uma política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa [...]".

Assim, em contextos bem distintos, busca-se considerar determinadas participações societárias detidas por diferentes sujeitos como se constituíssem um núcleo de interesses único. Isso ocorre, por exemplo, para prevenir burlas a obrigações de notificação de participações relevantes e ao dever de lançar OPA.

Pessoa vinculada na regulação da CVM

No Brasil, a regulação da CVM usa o termo *pessoa vinculada* há bastante tempo para diversas finalidades, tal qual ocorre no cenário europeu com o instituto da atuação concertada.

Considerando a regulação da CVM atualmente vigente, podemos usar dois normativos como exemplos disso: a Resolução CVM nº 85/2022[16] e a Resolução CVM nº 44/2021.

Na Resolução CVM nº 85/2022, a expressão busca, para os efeitos pretendidos por aquele normativo, equiparar certos sujeitos a algumas pessoas no contexto de ofertas públicas.

Nos termos do art. 3º, inciso VIII, da Resolução CVM nº 85/2022, pessoa vinculada é "a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos". Complementando esse dispositivo, o § 2º do mesmo artigo elenca algumas hipóteses nas quais o regulador considera a vinculação como presumida.

A hipótese talvez mais emblemática do uso da expressão pessoa vinculada em tal normativo ocorre na OPA por aumento de participação, prevista no art. 30 da Resolução CVM nº 85/2022. Nos termos do referido dispositivo regulamentar, a OPA por aumento de participação deve acontecer sempre que "o acionista controlador, *pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada*, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação"[17].

Uma rápida leitura do dispositivo já indica que o objetivo do regulador ao utilizar o conceito de pessoa vinculada em tal contexto é evitar que haja uma burla à obrigação de

[16] Apesar de a Resolução CVM nº 215/2024 já ter sido editada para substituir a Resolução CVM nº 85/2022, ela ainda não entrou em vigor. E, considerando a recente edição da Resolução CVM nº 230/2025, a entrada em vigor da Resolução CVM nº 215/2024 só se iniciará em 1º de outubro de 2025. Até lá, portanto, a Resolução CVM nº 85/2022 continua sendo o normativo aplicável às OPAs.

[17] Original sem destaques.

lançar OPA por aumento de participação com o uso de sujeitos que representem o mesmo interesse do controlador[18].

Por outro lado, no âmbito da Resolução CVM nº 44/2021, a expressão *pessoa vinculada* complementa regras de *disclosure*. No art. 12 da citada resolução, prevê-se um dever de divulgação de informação sobre a aquisição e alienação de participação acionária relevante e sobre negociações de controladores e acionistas.

Nos termos do *caput* do referido dispositivo, "[o]s acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes devem enviar à companhia as seguintes informações [...]".

Como se constata, o regulador busca se utilizar da ideia de pessoa vinculada, ainda que sem usar expressamente o termo, para garantir maior efetividade à obrigação de *disclosure* prevista no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021.

Assim, diferentemente do que ocorre no âmbito das OPAs, a ideia de pessoa vinculada é empregada pela Resolução CVM nº 44/2021 num outro contexto, a fim de contribuir para uma divulgação mais adequada da informação ao mercado. Isto é, a expressão pessoa

[18] Recentemente, no Processo Administrativo CVM n° 19957.008951/2024-31 ("caso Ambipar"), ainda sob julgamento, dois membros do Colegiado adotaram a tese de que "pessoa vinculada" e "atuação em conjunto" seriam coisas diferentes. Pelas informações que constam da ata da reunião do Colegiado de 24.06.2025, a área técnica teria afirmado nos autos do caso Ambipar que seria a primeira vez que a CVM estaria enfrentando o conceito de "atuação em conjunto". Quanto a isso, entendemos que essa distinção proposta no caso Ambipar não parece ser correta nem consistente sob uma perspectiva finalística. O termo "pessoa vinculada" é concretizado em julgados da CVM há mais de duas décadas, inclusive no contexto de OPAs por aumento de participação, e sempre se interpretou a expressão como algo uniforme, sem sua "divisão" em vocábulo similar, a despeito de, por exemplo, o art. 26 da Instrução CVM nº 361/2002, desde sua origem, ter contido a redação "o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada". Não por outra razão, no Edital, a preocupação da CVM se volta à uniformização do conceito de *pessoa vinculada* empregado na Resolução CVM nº 215/2024 e no normativo que substituirá a Resolução CVM nº 44/2021, não se cogitando da autonomização de um conceito de "atuação em conjunto". Fala-se, inclusive, no Edital, que a Resolução CVM nº 44/2021 e a Resolução CVM nº 215/2024 buscam regular um mesmo fenômeno ("pessoas agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse"), que, como se percebe, é abarcado pela noção de "pessoa vinculada". Portanto, parece-nos que a distinção feita por alguns membros do Colegiado no caso Ambipar não se mostra correta e, por isso, deve ser afastada se, por hipótese, a discussão suscitada no referido caso vier a ser feita no âmbito deste Edital.

vinculada é utilizada em diferentes contextos para a promoção de finalidades diversas, tal como acontece na Europa com o instituto da atuação concertada.

Questão colocada pelo Edital sobre a uniformização dos conceitos de pessoa vinculada

Nessa temática, a Minuta A propõe que o conceito de pessoa vinculada empregado no regime de divulgação de atingimento de participações relevantes seja o mesmo daquele utilizado no normativo das OPAs.

Como consta do Edital, "[e]mbora visando um mesmo fenômeno – pessoas agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse – a Resolução 44 e a Resolução 215 não possuem hoje a mesma redação. A Minuta A promove uma harmonização entre elas, transpondo para o regime da divulgação de participações relevantes o conceito de pessoa vinculada da Resolução 215. A mudança proposta está materializada no art. 8º. De fato, como negociações de participações relevantes frequentemente ocorrem em contextos nos quais a realização de uma OPA é uma possibilidade concreta ou até mesmo fazem surgir obrigação de lançamento de OPA, a discrepância na caracterização da condição de um acionista como vinculado ou não a outros parece levar inevitavelmente a contradições e dar espaço a arbitragens regulatórias".

Nesse contexto, a CVM registrou no Edital que "tem 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 ponto, concordamos com a uniformização de conceitos, mas entendemos que a interpretação e aplicação deles não pode ser a mesma nos casos concretos. Deve haver uma modulação da interpretação e aplicação do termo conforme a finalidade da regra em que se situa a expressão.

O contexto é sempre fundamental, como, aliás, já foi destacado pela literatura estrangeira especializada ao tratar do instituto da atuação concertada (*acting in concert*): "What acting in concert means depends on the context. For example, what is regarded as acting in concert in the context of the disclosure of major holdings (when it triggers a mere disclosure obligation) does not have to be the same thing as acting in concert in the context

of mandatory bids (when it triggers a duty to make a bid and pay a higher price) or in the context of the acquisition of joint control"[19].

Ora, uma interpretação muito ampla de pessoa vinculada em regimes de OPA capturaria muitas situações que não deveriam ser consideradas pelas regras, seja porque de fato não se referem a situações nas quais haja, realmente, uma coordenação estável de interesses entre certos sujeitos, seja porque os efeitos da aplicação de tais normas seriam extremamente significativos e onerosos a ponto de desestimular até mesmo convergências episódicas de interesses entre acionistas.

Por outro lado, uma interpretação extremamente restritiva de pessoa vinculada em normas de *disclosure* tem o potencial de retirar a efetividade de tais regras, tornando-as inócuas. Por consequência, a sua finalidade – a promoção de uma adequada transparência no mercado – seria frustrada.

Essa diretiva de interpretação e aplicação do termo pessoa vinculada já foi, inclusive, adotada em julgado da CVM. No caso Indusval[20], o Colegiado adotou a tese segundo a qual "a caracterização de pessoa vinculada para fins da realização e cômputo dos quóruns da OPA não necessariamente significa que este acionista deva ser considerado vinculado ao acionista controlador para outros fins". Nesse sentido, argumentou-se que "a análise de tal vinculação para fins da realização de OPA deve levar em consideração elementos como os interesses envolvidos e a atuação de referido acionista nos procedimentos preparatórios e no âmbito da OPA".

Por fim, e independentemente dessa necessidade de modulação da interpretação e aplicação do conceito de pessoa vinculada conforme a finalidade das regras em jogo, compreendemos que se deve sempre tomar muito cuidado para que a utilização dessa estratégia regulatória não leve a uma inibição do ativismo societário.

II.6.2. § 1º, inciso III

O inciso III do § 1º do art. 8º tem a seguinte redação:

---

[19] MÄNTYSAARI, Petri. *The Law of Corporate Finance*: General Principles and EU Law. Volume III: Funding, Exit, Takeovers. Berlin, Heidelberg: Springer, 2010, p. 541.

[20] Processo CVM nº 19957.002417/2016-10, j. 15.02.2017.

> "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: [...]
>
> 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".

Sugerimos a exclusão do trecho final do inciso III ("intermediário em negócio de transferência daquele controle"), pois, em nossa visão, não faz sentido considerar o intermediário como pessoa vinculada. Seria, em verdade, adotar uma presunção equivocada de que o intermediário agirá necessariamente representando o mesmo interesse caso possua participações no emissor.

Assim, a se adotar essa sugestão, a redação do inciso III do § 1º do art. 8º seria a seguinte:

> "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: [...]
>
> 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".

II.7. Arts. 14 e 15

Os arts. 14 e 15 se encontram assim redigidos:

> "Art. 14. Qualquer mudança nos fatos objeto das declarações feitas nos termos desta Resolução deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior.
>
> Art. 15. Sempre que divulgar um negócio jurídico sujeito ao implemento de condições, o emissor fica obrigado a divulgar novas informações quando as condições se verificarem".

Sugerimos que ambos os dispositivos tenham suas redações ajustadas para afastar a necessidade de divulgação imediata de qualquer informação. Afinal, a *obrigação* de divulgação imediata só surge quando se trata de informação capaz de ter influência ponderável sobre a cotação dos valores mobiliários ou sobre a decisão de os vender ou comprar. Em

todas as demais situações reguladas pela atual Resolução CVM nº 44/2021, a divulgação não precisa ser imediata e se enquadra como facultativa, razão pela qual a linguagem proposta para os arts. 14 e 15 não parece estar adequada.

E, quanto à relevância de eventual mudança em fatos ou atos já divulgados previamente como fato relevante, valem as seguintes considerações de voto apresentado em caso julgado pelo Colegiado da CVM:

> "29. A relevância das etapas subsequentes de um processo já divulgado deve ser avaliada considerando o que os desdobramentos ainda desconhecidos ao público trouxeram de novo ao processo. Uma modificação significativa em condições da operação em razão de problemas identificados na auditoria legal, a aprovação da operação por uma autoridade governamental ou a anuência de certos credores, por exemplo, podem eventualmente consistir em uma informação relevante. A decisão das partes de não celebrar o negócio em razão da falta de consenso acerca do teor dos documentos definitivos também.
>
> 30. Por outro lado, passos posteriores podem não configurar informação relevante. E aqui me refiro não apenas a etapas essencialmente procedimentais, como, por exemplo, a abertura do *data room*, mas até mesmo às situações descritas no parágrafo anterior como potencialmente relevantes. É impossível listar de forma exaustiva o que pode, ou não, configurar nova informação relevante, e é por isso que o conceito de relevância é cautelosa e acertadamente expresso em termos abertos. O que define a relevância de uma etapa do processo não é a natureza do ato em si, mas os critérios previstos na Lei nº 6.404/1976 e na Instrução CVM nº 358/200225.
>
> 31. Em qualquer caso, a aplicação do conceito legal ao caso concreto deve, contudo, ser sempre feita de forma circunstanciada, tendo em vista as informações já disponíveis. Em outras palavras, não se pode analisar a relevância da informação de forma isolada, sem atentar para as informações que o mercado já possuía. Nesse sentido, vale mencionar a jurisprudência norte-americana, onde resta claro que a relevância se refere ao impacto potencial de uma determinada informação na decisão dos investidores, **à luz do conjunto de informações disponíveis naquele momento**. Como decidiu a Suprema Corte dos Estados Unidos no já citado caso *Basic Inc. v. Levinson*: *'the materiality requirement is satisfied when there is a 'substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available.'* [...].
>
> 34. Assim, para verificar se as informações relacionadas à evolução de um processo negocial complexo são relevantes, deve-se perquirir se elas trazem algo de novo ao conjunto

de informações já divulgadas que seja capaz de influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários."[21]

Em suma, propomos as seguintes redações aos arts. 14 e 15:

> "Art. 14. Qualquer mudança nos fatos objeto das declarações feitas nos termos desta Resolução que se qualifique como informação relevante deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior.
>
> Art. 15. Sempre que divulgar um negócio jurídico sujeito ao implemento de condições, o emissor fica obrigado a divulgar novas informações quando as condições se verificarem, desde que se qualifiquem como relevantes".

II.8. Art. 18

O art. 18 tem a seguinte redação:

> "Art. 18. Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.
>
> Parágrafo único. A obrigação de guardar sigilo sobre as informações relativas a fato relevante obtidas em razão de cargo ou posição ocupada, não se extingue com o término do exercício do cargo ou função, permanecendo vigente até que a informação se torne pública ou possa ser obtida de maneira independente".

Sugerimos a exclusão do trecho em que se prevê responsabilidade solidária entre subordinados e terceiros de confiança, de um lado, e acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, de outro.

---

[21] Cf. voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. 27.11.2018, destaques do original.

A razão principal para essa sugestão se baseia na seguinte preocupação: caso lida isoladamente, a parte final do *caput* do art. 18 poderia levar o intérprete a compreender equivocadamente que, por exemplo, um administrador poderia – ou, mesmo, deveria – ser punido administrativamente independentemente do que tenha feito concretamente caso um subordinado seu tenha violado o dever de sigilo. Em outros termos, esse trecho do *caput* do art. 18 poderia levar à interpretação de que o esforço tomado por um administrador seria irrelevante na hipótese de subordinado(s) ter(em) descumprido o dever de sigilo, o que é equivocado e prevê, em essência, uma hipótese de responsabilidade objetiva. Por isso, entendemos que essa parte final do *caput* do art. 18 deve ser excluída.

Portanto, a se adotar essa sugestão, a redação do art. 18 seria a seguinte:

> "Art. 18. Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam.
>
> Parágrafo único. A obrigação de guardar sigilo sobre as informações relativas a fato relevante obtidas em razão de cargo ou posição ocupada, não se extingue com o término do exercício do cargo ou função, permanecendo vigente até que a informação se torne pública ou possa ser obtida de maneira independente".

Se a CVM entender que é o caso, pode-se criar um § 2º que preveja expressamente que as pessoas elencadas no *caput* podem ser responsabilizadas em caso de descumprimento de dever, inclusive naquilo que se refere ao dever de zelar para que subordinados e terceiros de confiança observem o dever de sigilo, a partir de uma perspectiva de dever de

supervisão sobre a conduta de terceiros. Nessa hipótese, o atual parágrafo único se tornaria o § 1º do art. 18.

Entretanto, em nossa avaliação, um acréscimo desses seria desnecessário, já que a mera previsão do dever já permite que haja a punição daqueles que eventualmente o descumpram. Logo, entendemos que a redação sugerida por nós já é suficiente.

II.9. Art. 24

II.9.1. *Caput*

O *caput* do art. 24 se encontra assim redigido:

> "Art. 24. Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, devem comunicar qualquer fato relevante de que tenham conhecimento ao diretor de relações com investidores, ao qual cumpre promover sua divulgação".

Em nossa avaliação, a redação desse dispositivo pode ser aprimorada, inclusive para se harmonizar com o art. 16 da Minuta A[22]. Entendemos que uma leitura isolada desse dispositivo e, ainda, em conjunto com o art. 32[23], pode levar à interpretação de que o diretor de relações com investidores é um mero agente que executa o juízo de relevância feito por aqueles que transmitem a informação a ele, o que nos parece contrário à função do referido diretor.

Por isso, sugerimos a seguinte redação ao *caput* do art. 24:

> "Art. 24. Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, devem comunicar qualquer fato potencialmente relevante de que tenham conhecimento ao diretor de relações com investidores, ao qual deve exercer o juízo de relevância da informação e, se for o caso, promover sua divulgação".

---

[22] "Art. 16. O diretor de relações com investidores do emissor é o responsável por divulgar fatos relevantes e comunicados ao mercado".

[23] Sobre esse dispositivo, cf. item II.10, *infra*.

II.10. Art. 32

II.10.1. *Caput*

O *caput* do art. 32 se encontra assim redigido:

> "Art. 32. A decisão entre a divulgação de informação por aviso de fato relevante ou por comunicado ao mercado deve ser pautada pela avaliação das pessoas referidas no art. 24 a respeito da relevância da informação a ser divulgada".

Em nossa avaliação, e tendo em vista o que já apontamos no item II.9, *supra*, compreendemos que a referência às pessoas indicadas no art. 24 está equivocada, já que a responsabilidade deve ser do diretor de relações com investidores.

Por conseguinte, sugerimos a seguinte redação ao *caput* do art. 32:

> "Art. 32. A decisão entre a divulgação de informação por aviso de fato relevante ou por comunicado ao mercado deve ser pautada pela avaliação do diretor de relações com investidores a respeito da relevância da informação a ser divulgada".

II.11. Art. 33

II.11.1. Breve comentário geral sobre comunicado de participação relevante e comunicação de intenção

Semelhantemente ao que fizemos acima nos comentários ao art. 8º, consideramos que uma observação geral prévia aos nossos comentários específicos ao art. 33 se faz necessária, inclusive para que alguns apontamentos nossos fiquem ainda mais contextualizados.

Seguindo uma tendência internacional consolidada, o Brasil decidiu há muitos anos que era relevante regular, com normas de *disclosure*, as hipóteses em que acionistas atingissem participações relevantes no capital de emissores. De maneira resumida, a premissa fundamental nessa disciplina é que a proteção aos investidores e a eficiência do mercado são tuteladas quando se permite que os investidores saibam claramente quando há mudanças importantes na composição acionária do emissor[24]. E isso está ligado diretamente à ideia de que "shareholders exert influence on business policy from a certain

[24] VEIL, Rüdiger. *Disclosure of Major Holdings*, cit., p. 376.

shareholding"[25], de modo que "[t]he information on changes in the shareholder base is therefore indirectly relevant for the fundamental value of the Company"[26].

Por isso, como pode se ler na literatura estrangeira, diversas ordens jurídicas adotaram essa estratégia: "The U.S., Italy, and Japan require officers, directors, and large shareholders (typically above 10 percent) of a listed company to disclose transactions in the company's shares. Similarly, under EU and Brazilian law, listed companies' directors and senior executives are required to disclose their transactions in company shares, but shareholders must disclose such transactions only when they cross thresholds typically ranging from 5 percent to 75 percent of voting rights [...]"[27].

Questionamos, entretanto, se o caminho no Brasil deve ser realmente um maior endurecimento do regime de divulgação de atingimento de participação relevante, que é o que parece estar ocorrendo com a criação de regras de comunicação de intenção ou não de alteração do controle ou da estrutura administrativa do emissor. Como já exposto acima, a necessidade de divulgação da intenção não é um atributo *natural* da regulação desse assunto na generalidade dos países, do que são provas disso a ordem jurídica britânica e a legislação comunitária europeia[28].

Num país como o Brasil, com estruturas societárias preponderantemente concentradas, não parece haver justificativa verdadeiramente sólida para se defender a existência de um regime de divulgação de atingimento de participação relevante sofisticado. O que parece estar havendo, em nossa avaliação, é a atribuição de um rigor normativo excessivo a um tema que pode ter uma regulação mais branda.

II.11.2. *Caput*

O *caput* do art. 33 tem a seguinte redação:

---

[25] VEIL, Rüdiger. *Disclosure of Major Holdings*, cit., p. 377.

[26] VEIL, Rüdiger. *Disclosure of Major Holdings*, cit., p. 377.

[27] ENRIQUES, Luca; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana. Related-Party Transactions. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al*. *The Anatomy of Corporate Law*: A Comparative and Functional Approach. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 150.

[28] Cf. item I, *supra*.

> "Art. 33. O investidor e pessoas 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".

Entendemos que a linguagem do dispositivo pode ser aprimorada de duas formas diferentes.

Em primeiro lugar, com a substituição de "investidor e pessoas a ele vinculadas" por "qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas", de modo a tornar mais completa a previsão, que então abarcaria aquilo que está hoje contido no inciso I do § 1º. Ademais, a substituição proposta faria a redação do art. 33 se tornar mais parecida com a linguagem do atual 12 da Resolução CVM nº 44/2021 e já resolveria algumas questões relacionadas à formação de grupo de pessoas com o mesmo interesse.

Em segundo lugar, para que não haja dúvidas de que o atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve decorrer de negociação de valores mobiliários, propomos a inserção de trecho que deixe isso claro. Caso contrário, poderia surgir a interpretação de que, por exemplo, o atingimento de participação relevante no capital social do emissor em decorrência de redução dessa participação pela não subscrição de ações em aumento de capital teria de ser divulgada como atingimento de participação relevante, o que não nos parece correto.

Por essas razões, sugerimos a seguinte redação ao *caput* do art. 33:

> "Art. 33. Qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas, deve informar o atingimento de participação relevante no capital social do emissor, seja em decorrência de aumento ou de redução dessa participação como consequência de negócios ou conjunto de negócios com valores mobiliários do emissor".

II.11.3. § 1º

O § 1º do art. 33 tem a seguinte redação:

> "§ 1º Também devem ser informadas:
>
> I – a formação e a dissolução de um grupo de pessoas vinculadas, ainda que não tenha ocorrido aquisição nem alienação de ações ou de direitos sobre tais ações, quando a formação ou dissolução de tal grupo representar o atingimento de participação relevante no capital social do emissor; e

> II – a mudança de objetivos do investidor e de pessoas a ele vinculadas com relação à composição do controle ou à estrutura administrativa do emissor, nos termos do art. 34, caput, inciso III".

Entendemos que esse parágrafo inteiro pode ser suprimido, desde que o *caput* seja ajustado na forma sugerida há pouco (cf. item II.11.2, *supra*). Se o *caput* for objeto dos ajustes sugeridos, o inciso I do § 1º estaria contemplado no *caput*. Além disso, o inciso II parece ser supérfluo, considerando a previsão específica do art. 34.

II.11.4. Um novo parágrafo (sugestão como novo § 2º)

Sugerimos a inclusão de um novo parágrafo ao art. 33, cujo conteúdo seja o estabelecimento de uma regra voltada ao mutuante no empréstimo de ações. Acreditamos que não haja sentido em impor ao mutuante o dever de informar o atingimento de participação relevante decorrente da diminuição temporária de sua participação no emissor. Como regra, o mutuante em empréstimo de ações busca somente rentabilizar sua participação no emissor ao celebrar tal negócio com terceiros. Não parece haver, assim, qualquer utilidade para o investidor ou para o mercado como um todo em existir uma informação específica de que um dado acionista diminuiu sua participação no emissor em razão de um mútuo de ações.

Nesse sentido, e partindo da premissa que a exclusão do atual § 1º será acolhida e que, portanto, o atual § 2º se tornará o § 1º do art. 33, sugerimos a seguinte redação para o novo § 2º:

> "§ 2º Fica dispensado do dever previsto no *caput* o acionista que, na condição de mutuante em contrato de empréstimo de ações, atinja temporariamente participação relevante no capital social do emissor".

Se, por acaso, nossa sugestão logo a seguir (cf. item II.12.1, *infra*) for acolhida, esse novo parágrafo seria o § 3º:

> "§ 3º Fica dispensado do dever previsto no *caput* o acionista que, na condição de mutuante em contrato de empréstimo de ações, atinja temporariamente participação relevante no capital social do emissor".

II.12. Art. 34

II.12.1. § 1º

O § 1º do art. 34 está assim redigido:

> "§ 1º Sem prejuízo do disposto no § 2º, caso a divulgação abranja um conjunto de pessoas vinculadas, a comunicação deve discriminar cada um dos investidores, indicando suas respectivas participações ainda que individualmente inferiores a 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações representativas do capital social do emissor".

Em nossa avaliação, esse dispositivo ficaria mais bem localizado no art. 33, previamente ao atual § 2º, ainda que com leves ajustes.

Portanto, a se adotar essa sugestão, e partindo da premissa que todas as sugestões do item II.11.4 serão incorporadas, o art. 33 teria a seguinte redação, levemente ajustada:

> "Art. 33. Qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas, deve informar o atingimento de participação relevante no capital social do emissor, seja em decorrência de aumento ou de redução dessa participação como consequência de negócios ou conjunto de negócios com valores mobiliários do emissor.
>
> § 1º Sem prejuízo do disposto no § 2º do art. 34, caso a divulgação do atingimento de participação relevante abranja um conjunto de pessoas vinculadas, deve haver a discriminação de cada um dos investidores, com a indicação de suas respectivas participações, ainda que individualmente inferiores a 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações representativas do capital social do emissor.
>
> § 2º Alterações de participações acionárias individuais entre integrantes de um mesmo grupo de pessoas vinculadas não precisam ser divulgadas.
>
> § 3º Fica dispensado do dever previsto no *caput* o acionista que, na condição de mutuante em contrato de empréstimo de ações, atinja temporariamente participação relevante no capital social do emissor".

II.12.2. § 2º

O § 2º do art. 34 tem a seguinte redação:

> "§ 2º Nos casos de participações detidas por meio de veículos ou fundos de investimento sob controle ou gestão discricionária de outros investidores, a discriminação dos veículos e fundos de investimento e suas respectivas participações fica dispensada, desde que divulgados os dados do investidor com poderes de gestão discricionária e exercício de direitos políticos inerentes às ações".

Para maior clareza, sugerimos um leve ajuste na redação desse dispositivo, nos seguintes termos:

> "§ 2º Nos casos de participações detidas por meio de veículos ou fundos de investimento sob controle ou gestão discricionária de outros investidores, a sua discriminação com as respectivas participações fica dispensada, desde que divulgados os dados do investidor com poderes de gestão discricionária e exercício de direitos políticos inerentes às ações".

II.13. Art. 36

II.13.1. Inciso II

O inciso II do art. 36 tem a seguinte redação:

> "Art. 36. Cabe ao diretor de relações com investidores retransmitir imediatamente ao mercado as informações fornecidas pelo investidor: [...]
>
> II – como comunicado ao mercado, nos demais casos".

Entendemos que esse inciso deve ser excluído. Trata-se de proposta que cria um custo regulatório relevante. Afinal de contas, trata-se de um dever de imediata divulgação de comunicado ao mercado. Em nosso entendimento, se a informação não é relevante, não há razão suficiente para que se imponha a divulgação imediata.

Em substituição a essa proposta de divulgação imediata de comunicado ao mercado, sugerimos que se inclua outra previsão na Minuta A que determine que a divulgação de atingimento de participação relevante por meio de comunicado ao mercado deva ocorrer no prazo de 3 (três) dias úteis.

Para acomodar essa sugestão, uma possível nova redação ao art. 36 seria a seguinte:

> "Art. 36. Cabe ao diretor de relações com investidores retransmitir ao mercado as informações fornecidas pelo investidor:

I – imediatamente, na forma prevista para a divulgação de fato relevante, caso avalie tratar-se de fato relevante;

II – no prazo de 3 (três) dias úteis, como comunicado ao mercado, nos demais casos".

II.14. Art. 38

II.14.1. Comentário geral sobre os §§ 1º e 2º

O § 1º elenca um rol de ações que seriam indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, como "o lançamento de OPA para aquisição de controle" (inciso I) e "a convocação de assembleia para deliberar sobre a remoção de cláusulas estatutárias que limitem aquisições de ações acima de determinado patamar ou sobre a dispensa de tais limitações em benefício próprio ou de terceiro" (inciso III).

O § 2º, a seu turno, traz um elenco de ações que, se adotadas por investidores, não presumirão o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor em função, a exemplo da adesão "a OPA lançada por terceiro ao qual não seja vinculado" (inciso I) e a promoção de "medidas judiciais, arbitrais ou administrativas em decorrência de possíveis irregularidades cometidas pelo emissor, por seus administradores ou por seus acionistas controladores" (inciso III).

Quanto a esses dispositivos, a CVM registrou no Edital que "[...] a CVM tem interesse em receber comentários sobre as listas e, em especial, indaga se há outras situações específicas que poderiam ser acrescentadas a elas".

Sobre esse tema, entendemos que o uso dessas listas exemplificativas tende a ter uma utilidade duvidosa, ainda que, conceitualmente falando, o emprego de rol exemplificativo (*numerus apertus*) possa fazer sentido como técnica legislativa/regulatória em outros contextos.

No caso, apesar de as listas indicarem ao intérprete situações concretas em que possivelmente haverá – ou não – a intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, há sempre a possibilidade de existir alguma particularidade no caso concreto que faça a hipótese se desviar daquilo que consta da regulamentação.

Além disso, há diversas outras situações que podem se enquadrar, por exemplo, como indicativas de um investidor que deseja alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, não obstante sua ausência da lista exemplificativa contida no § 1º do art. 38.

Por essas razões, sugerimos, em princípio, a exclusão dos §§ 1º e 2º do art. 38.

II.14.2. § 1º, inciso IV

O inciso IV do § 1º do art. 38 se encontra assim redigido:

> "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".

Sugerimos a exclusão da parte final do inciso IV ("propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores"), caso não adotada a sugestão de exclusão total dos §§ 1º e 2º do art. 38.

Para além de, com essa previsão no inciso IV, a CVM aparentemente estar chancelando implicitamente a ideia – equivocada – de que o regime da ação de responsabilidade civil contra administrador pode ser estrategicamente utilizado como forma de destituição de administrador[29], há ainda uma aparente contradição com o disposto no inciso III do § 2º ("promover medidas judiciais, arbitrais ou administrativas em decorrência de possíveis irregularidades cometidas pelo emissor, por seus administradores ou por seus acionistas controladores").

Por isso, se, por hipótese, nossa sugestão anterior de exclusão completa dos §§ 1º e 2º não for adotada, sugerimos a seguinte redação ao inciso IV do § 1º do art. 38:

> "Art. 38. [...]

[29] Isto é, *unicamente* como forma de se obter aquilo que prescreve o art. 159, § 2º, da Lei nº 6.404/1976 ("O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia").

> § 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".

II.14.3. § 2º, inciso II

O inciso II do § 2º do art. 38 tem a seguinte redação:

> "Art. 38. [...]
>
> § 2º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, não se presume o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor em função exclusivamente de o investidor: [...]
>
> II – exercer seu direito de voto, desde que submetidas a deliberação em assembleia convocada por terceiro ao qual não seja vinculado".

Na hipótese de nossa sugestão anterior de exclusão completa dos §§ 1º e 2º não ser adotada, entendemos que a parte final do inciso II do § 2º deve ser excluída ("desde que submetidas a deliberação em assembleia convocada por terceiro ao qual não seja vinculado"), pois a interpretação do inciso como um todo pode dar a entender, *a contrario sensu*, como se o exercício do direito de voto pudesse *por si só* se enquadrar como medida voltada à alteração da composição do controle ou da estrutura administrativa do emissor, o que não é correto.

O exercício do direito de voto pelo investidor é direito reconhecido pela Lei nº 6.404/1976 e que, abstratamente falando, desconsideradas eventuais circunstâncias do caso concreto, não deve ser relacionado ao objetivo de alteração da composição do controle ou da estrutura administrativa do emissor, sem quaisquer condicionantes.

Portanto, considerando isso, sugerimos a seguinte redação ao inciso II do § 2º do art. 38:

> "Art. 38. [...]
>
> § 2º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, não se presume o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor em função exclusivamente de o investidor: [...]

II – exercer seu direito de voto".

II.14.4. § 3º

O § 3º do art. 38 se encontra assim redigido:

> "Art. 38. [...]
>
> § 3º As medidas de que tratam os incisos IV e V do § 2º abrangem, dentre outras, a convocação de assembleia para deliberar sobre a instalação ou criação do órgão, a inclusão no boletim de voto a distância de candidatos a integrar o respectivo órgão e o exercício do direito de voto na deliberação sobre a matéria em assembleia".

Compreendemos que, na redação do § 3º, a menção aos incisos IV e V do § 2º deve ser ajustada para também prever o inciso III, pois a sistemática descrita no § 3º, ainda que com algumas adaptações, se aplica à hipótese do inciso III.

Assim, se, por hipótese, nossa sugestão anterior de exclusão completa dos §§ 1º e 2º não for adotada, sugerimos a seguinte redação ao § 3º do art. 38, com as devidas adaptações:

> "Art. 38. [...]
>
> § 3º As medidas de que tratam os incisos III, IV e V do § 2º abrangem, entre outras, conforme o caso, a convocação de assembleia, a inclusão de candidatos a integrar o respectivo órgão no boletim de voto a distância e o exercício do direito de voto na deliberação sobre a matéria em assembleia".

II.15. Art. 39

II.15.1. *Caput*

O *caput* do art. 39 conta com a seguinte redação:

> "Art. 39. Quando o investidor não 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 em até 3(três) dias úteis, contados da realização do negócio que ocasionou a variação da participação".

Quanto a esse dispositivo, a CVM registrou no Edital que "tem interesse em receber comentários sobre a adequação e a suficiência do prazo de 3 dias úteis previstos na Minuta A".

Entendemos que, a princípio, o prazo de três dias úteis parece ser suficiente e adequado para o devido cumprimento do envio da comunicação do atingimento de participação relevante na hipótese regulada pelo art. 39.

II.15.2. § 1º

O § 1º do art. 39 tem a seguinte redação:

> "Art. 39. Quando o investidor não 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 em até 3(três) dias úteis, contados da realização do negócio que ocasionou a variação da participação.
>
> § 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".

Em nosso entendimento, a proposta contida no § 1º do art. 39 é ilegal, de modo que deve ser excluída da Minuta A. A Lei nº 6.385/1976 não confere poderes normativos à CVM para proibir algum acionista de exercer direito de voto ou de celebrar acordo de voto com outros acionistas.

Além disso, parece-nos que a imposição de abstenção de exercício de voto ou de celebração de acordo de voto até que haja a realização da comunicação indicada no *caput* do art. 39 se caracteriza como medida totalmente desproporcional. Ora, o art. 39 trata justamente da hipótese de a aquisição não visar a alterar a estrutura administrativa ou a composição do controle. Partindo-se da premissa que se deve presumir a boa-fé dos agentes econômicos, vê-se que não há proporcionalidade entre a hipótese e a maneira pensada pela CVM para prevenir abusos.

Por essas razões, entendemos que o § 1º do art. 39 deve ser completamente excluído.

II.16. Art. 40

II.16.1. § 4º

O § 4º do art. 40 está assim redigido:

> "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".

Quanto a esse dispositivo, a CVM registrou no Edital que "tem interesse em receber comentários sobre a duração do prazo sugerido".

Muito mais que o prazo em si, o que nos preocupa é o fato de se estabelecer a referida presunção. Trata-se de presunção relativa perigosa, que idealmente deveria ser excluída da minuta. É uma generalização que, até onde se sabe, não encontra respaldo claro em algum estudo ou algo do gênero.

Como prova de que certas presunções podem ser perigosas, citamos a discussão ocorrida no âmbito da Audiência Pública SDM 02/08, que deu origem à edição do Parecer de Orientação nº 35.

No edital da referida audiência pública, havia a proposta de que, "[n]o exercício de sua competência fiscalizadora e punitiva, a CVM presumirá, salvo prova em contrário, que os administradores que seguirem esses procedimentos atuaram de maneira regular e cumpriram com seus deveres fiduciários".

Propunha-se, portanto, uma presunção de regularidade, e, *a contrario sensu*, abria-se o caminho para sustentar que o descumprimento do disposto no parecer poderia implicar presunção de culpa.

Com razão, após sugestões e comentários de participantes do mercado brasileiro, a CVM decidiu alterar a minuta para esclarecer seu entendimento a respeito dos efeitos do parecer[30] e, nesse particular, excluiu a menção à presunção relativa de regularidade.

Ademais, parece que seria mais conveniente à CVM que se espere para ver como essa mudança de ideia de investidores ocorre na prática, inclusive em eventuais processos administrativos sancionadores, de modo a observar efetivamente com que frequência ocorrem abusos e, possivelmente, qual é o intervalo mínimo "médio" de casos lícitos de mudança de ideia.

Em suma, parece que faz muito mais sentido editar a norma sem essa presunção e aguardar para ver como será sua aplicação.

II.17. Art. 41

O título do Capítulo VI, no qual se insere o art. 41, tem a seguinte redação:

> "CAPÍTULO VI – DIVULGAÇÃO DE NEGOCIAÇÕES DE ADMINISTRADORES E PESSOAS PRÓXIMAS"

Conforme já indicado no item II.1.3, *supra*, a expressão "pessoas próximas" é utilizada na Minuta A sem que haja uma definição do que se trata, o que pode gerar dúvidas na prática.

Nesse sentido, sugerimos que a CVM apresente definição do que sejam as "pessoas próximas" mencionadas no art. 1º, inciso III, e no título do Capítulo VI.

*****

Sendo o que nos cumpria para o momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários, reiterando a relevante oportunidade da discussão ora promovida.

Atenciosamente,

[30] Cf. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 02/08, p. 4-5.

Gustavo Machado Gonzalez **Bruno Tostes Corrêa**