MATTOS FILHO

São Paulo, 18 de julho de 2025

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro
CEP 20050-90, Rio de Janeiro – RJ
Enviado via e-mail ao endereço: conpublicasdm0125@cvm.gov.br.

At.: João Pedro Barroso do Nascimento
Antonio Carlos Berwanger

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

Prezados Senhores,

Mattos Filho Advogados ("Mattos Filho") vem, por meio da presente, apresentar suas sugestões e comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 01/25, elaborado pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), nos termos do artigo 8º, parágrafo 3º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Edital"), voltada a disciplinar a divulgação de fatos relevantes e os demais temas atualmente cobertos pela Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 ("Resolução 44"), a qual será revogada e substituída pela nova norma, por meio da Minuta "A" ("Minuta A").

Primeiramente, ressaltamos que as propostas feitas no Edital representam a iniciativa da CVM de revisar e reorganizar o conteúdo normativo, harmonizando definições, incorporando orientações já consolidadas por meio de ofícios circulares e promovendo maior clareza e sistematização dos dispositivos, o que demonstra o compromisso da Autarquia com a transparência, previsibilidade e eficiência regulatória. Parabenizamos essa Comissão pela oportunidade de propor tais alterações.

Para maior conveniência, estamos apresentando nossos comentários e sugestões em observância à ordem sequencial dos artigos, incisos e parágrafos da Minuta A, conforme o caso.

Solicitamos que quaisquer comunicações, entendimentos e/ou esclarecimentos com relação aos nossos comentários e sugestões sejam enviados aos contatos indicados abaixo:

Mattos Filho Advogados
Alameda Joaquim Eugênio de Lima, 447
CEP 01403-001, São Paulo – SP

At.: Daniel Calhman de Miranda; Jean Marcel Arakawa; Maria Fernanda de Almeida Prado e Silva; Vanessa Fiusa; Caio Cossermelli; Henrique Ferreira Antunes

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

MATTOS FILHO ADVOGADOS

Definições

Para fins do disposto na presente manifestação, as expressões indicadas em letras maiúscula e utilizadas nesta manifestação terão os significados a elas atribuídos nesta seção. Ademais: **(i)** os termos "inclusive", "incluindo", "particularmente" e outros termos semelhantes serão interpretados como se estivessem acompanhados do termo "exemplificativamente"; **(ii)** sempre que exigido pelo contexto, as expressões apresentadas tanto no singular, quanto no plural incluirão o singular e o plural, e os pronomes indicados no gênero masculino, feminino ou neutro incluirão os gêneros masculino, feminino e neutro; e **(iii)** as referências às disposições legais serão interpretadas como referências a tais disposições legais, conforme alteradas, estendidas, consolidadas e/ou reformuladas.

"Audiência Pública"	Significa a Audiência Pública nº 01/25 da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM.
"CVM" ou "Autarquia"	Significa a Comissão de Valores Mobiliários.
"Edital"	Significa o Edital da Audiência Pública.
"Formulário de Referência"	Significa o formulário eletrônico elaborado nos termos da Resolução CVM 80.
"ITRs"	Formulários de informações trimestrais.
"Lei das Sociedades por Ações"	Significa a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada.
"Mattos Filho"	Significa o Mattos Filho Advogados.
"Minuta A"	Significa a Minuta A ao Edital da Audiência Pública.
"Resolução CVM 44"	Significa a Resolução da CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021, conforme alterada.
"Resolução CVM 80"	Significa a Resolução da CVM nº 80, de 29 de março de 2022, conforme alterada.
"Resolução CVM 160"	Significa a Resolução da CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, conforme alterada.
"DRI"	Significa diretor de relações com investidores.

"B3"	Significa a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.
"SEC"	Significa a *Securities and Exchange Commission*.

MINUTA A

CAPÍTULO I – ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1º, inciso III

"Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre:

.....

III – a divulgação de negócios com valores mobiliários realizados pelo próprio emissor, seus administradores e ***pessoas próximas****;"*

Comentários Mattos Filho:

O inciso III do artigo 1º da Minuta A refere-se à divulgação de negócios com valores mobiliários realizados pelo próprio emissor, seus administradores e "pessoas próximas", termo este que também é utilizado no título do Capítulo VI da Minuta A – "*Divulgação de Negociações de Administradores e Pessoas Próximas*", e não conta com definição expressa na Minuta A. Além disso, a ementa da Minuta A faz referência à divulgação de informações por "*pessoas com influência sobre os emissores*", conforme destacado abaixo, outro conceito que tampouco é definido no corpo da norma.

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

Diante disso, observamos a oportunidade de alinhamento terminológico da norma, em linha com o objetivo declarado na Minuta A pela CVM de promover a uniformização de conceitos e a harmonização terminológica entre normas. Sugerimos, portanto, que a Minuta A defina expressamente os termos "pessoas próximas" e "pessoas com influência", ou, alternativamente, esclareça que esses termos correspondem ao conceito de "pessoa vinculada", já definido no art. 8º da Minuta A. Nesse caso, adotando uma terminologia única e padronizada ao longo de todo o texto normativo, com vistas a garantir maior clareza, segurança jurídica e coerência.

CAPÍTULO II – DEFINIÇÕES

Seção I – Definição de Fato Relevante

Art. 5º – §1º

"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:

.....

§ 1º Observada a definição do caput, são exemplos de fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I – acordo ou contrato de transferência do controle acionário do emissor, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II – mudança no controle do emissor, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que o emissor seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio do emissor;

IV – aquisição ou alienação da participação acionária de acionista que mantenha com o emissor contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V – recebimento de comunicação, promovida nos termos do art. 33 por investidor detentor de participação relevante, informando ter objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor;

VI – recebimento de comunicação de alienação de participação relevante por investidor que anteriormente tenha declarado objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor;

VII– admissão dos valores mobiliários do emissor a negociação em novos mercados, no País ou no exterior;

VIII – decisão de promover o cancelamento de registro de emissor de valores mobiliários;

IX – lançamento de oferta pública de aquisição de valores mobiliários do emissor;

X – realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários do

emissor;

XI – incorporação, incorporação de ações, cisão total ou parcial fusão e outras formas de reorganização societária ou combinação de negócios;

XII – transformação ou dissolução do emissor;

XIII – mudança de critérios contábeis;

XIV – renegociação de dívidas;

XV– alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários do emissor;

XVI – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XVII – aquisição pelo emissor de valores mobiliários por ele emitidos para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos;

XVIII – lucro ou prejuízo do emissor e a atribuição de proventos em dinheiro;

XIX – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XX– aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XXI – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

XXII – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos do emissor;

XXIII – divulgação de projeções ou a modificação de projeções anteriormente divulgadas pelo emissor; e

XXIV – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira do emissor."

Comentários Mattos Filho:

O § 1º do artigo 5º da Minuta A reproduz, em essência, a redação do parágrafo único do artigo 2º da Resolução CVM 44, apresentando exemplos de situações que podem vir a ser

caracterizadas como fatos relevantes e, nesse caso, o que impõe ao emissor a obrigação de divulgação conforme os procedimentos previstos na norma.

Embora a redação indique tratar-se de um rol exemplificativo e potencial, ou seja, que não necessariamente tais situações constituem um fato relevante para um determinado emissor em um determinado momento, observa-se que persiste entre emissores uma incerteza quanto à necessidade de divulgação desses eventos. É comum que entendam ser obrigatória a divulgação de toda e qualquer ocorrência dos fatos listados, sem realizar qualquer análise a luz das circunstâncias concretas, e nem verificar a materialidade do fato para influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários do emissor ou na decisão dos investidores.

Por esse motivo, sugerimos a inclusão de redação que esclareça que a conceituação das hipóteses listadas no § 1ºdo artigo 5º da Minuta A como um fato relevante deve ser conduzida com base em (i) uma análise à luz das circunstâncias concretas e (ii) a verificação da materialidade do fato quanto ao impacto nos valores mobiliários do emissor.

Nesse sentido, o parágrafo primeiro do artigo 5º da Minuta A passaria a ter a redação abaixo:

> *"Art. 5º*
>
> .....
>
> *§ 1º Observada a definição do caput, são exemplos de fato potencialmente relevante,* ***conforme analisados a luz das circunstâncias concretas e verificada a materialidade por cada emissor,*** *dentre outros, os seguintes:*
>
> ....."

<u>Art. 5º – §2º</u>

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

<u>Comentários Mattos Filho</u>:

O parágrafo 2º do artigo 5º da Minuta A prevê a possibilidade de caracterização de um evento em fase de estudos ou de um negócio jurídico em tratativas ou sob condição suspensiva ou resolutiva, como um fato relevante e, nesse caso, impõe ao emissor a obrigação de divulgá-lo conforme os procedimentos previstos na norma.

Entendemos que o objetivo da CVM é reforçar que a caracterização de um fato relevante não depende apenas da concretude do respectivo fato, e que a análise a ser feita pelo emissor deve se basear nas circunstâncias concretas e específicas. Esse entendimento já é bastante consolidado na jurisprudência da autarquia, de modo que não vemos óbice em sua inclusão.

Não obstante, entendemos que a inclusão do referido dispositivo não soluciona uma das grandes discussões enfrentadas pelos emissores: a definição do momento em que determinada negociação, estudo ou tratativa se torna, efetivamente, relevante, ensejando a obrigação de sua divulgação ao mercado (resguardada, naturalmente, a exceção à imediata divulgação, nos termos e limites da Resolução CVM 44, que, nesse aspecto, segue inalterada). Pelo contrário, a sugestão contida na Minuta A apenas reforça a situação de obscuridade enfrentada quando o fato potencialmente relevante ainda é incipiente.

Sabe-se que a jurisprudência da CVM já é bastante sedimentada em relação ao tema[1], e se baseia, em especial, no binômino "magnitude x probabilidade"[2], também aplicado pela SEC nos Estados Unidos da América[3], bem como no fornecimento de circunstâncias que devem ser consideradas pelos administradores ao realizarem sua análise.

Dessa forma, sugerimos a inclusão de um novo parágrafo ao dispositivo com menção expressa de que a caracterização de um evento deste tipo como fato relevante deverá levar em conta a materialidade efetiva de tal informação, considerando a avaliação baseada no referido binômio, bem como outras circunstâncias concretas a disposição do emissor, e não apenas a sua existência.

Diante do exposto acima, o novo parágrafo 3º do artigo 5º da Minuta A teria a redação abaixo:

"Art. 5º

.....

[1] Destaca-se o voto do Diretor Pedro Marcílio no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, e o voto do Diretor Gustavo Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2016/7190.

[2] Cumpre ressaltar que, de forma análoga, esse princípio é utilizado pela CVM no âmbito da Resolução CVM n° 160, ao tratar dos fatores de riscos de ofertas.

[3] Nas palavras do Diretor Gustavo Gonzalez em voto proferido no PAS mencionado acima: "Nos Estados Unidos, vale mencionar a famosa decisão do Second Circuit no caso SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. ("TGS"), que consagrou o teste de probabilidade-magnitude."

§ 3º As situações previstas no § 2º acima devem ser analisadas à luz das circunstâncias concretas e específicas, considerando a avaliação da materialidade efetiva da informação com base no binômio probabilidade e magnitude. *"*

No mesmo sentido do comentário acima, para conferir maior objetividade e previsibilidade à norma, entendemos ser oportuno que uma definição do termo "oscilação atípica" seja incorporada à Minuta A. Verifica-se que, com frequência, os emissores recebem ofícios da B3 sobre oscilações atípicas em valores mobiliários de sua emissão, sem que tenham conhecimento prévio das razões para tal ocorrência.

O objetivo é proporcionar maior transparência aos emissores e, sobretudo, aos seus diretores de relações com investidores, no cálculo de uma oscilação atípica para que possam prontamente identificar tal ocorrência e sua razão. A ausência de uma definição específica pode gerar interpretações subjetivas, impactando a consistência na aplicação da regra pelos emissores.

O tema não é novidade para a CVM e já foi objeto de discussão em importantes decisões proferidas pelo Colegiado[4].

Dessa forma, sugerimos a inclusão de parâmetros técnicos para caracterização da oscilação atípica, como as métricas já adotadas pela B3 ou outras métricas amplamente aceitas no mercado. A incorporação desses elementos permitiria um enquadramento mais preciso, garantindo segurança jurídica e uniformidade na análise dos casos concretos.

Isso posto, incentivamos a discussão acerca da inclusão da definição de oscilação atípica, sem, nesse momento, apresentar sugestões de redação.

CAPÍTULO IV – SIGILO E DIVULGAÇÃO DE FATOS RELEVANTES

Seção II – Momento da Divulgação

Art. 22

"Art. 22. Ressalvado o disposto no parágrafo único, o fato relevante pode, excepcionalmente, deixar de ser divulgado se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação colocará em risco interesse legítimo do emissor.

Parágrafo único. O fato relevante deve ser divulgado imediatamente na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica

[4] A título de exemplo, pode-se citar o voto do Diretor Gustavo Gonzalez no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3402.

na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados."

<u>Comentários Mattos Filho</u>:

Propõe-se ajustes ao parágrafo único do artigo 22, com o objetivo de conferir maior rigor técnico e objetividade à caracterização da exceção ao dever de sigilo, deixando claro que o vazamento de informação relevante pode ser evidenciado, dentre outros, pela oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada.

A redação atualmente vigente, ao empregar a conjunção "ou", permite que a simples ocorrência isolada de variação atípica na cotação ou no volume de negociação seja suficiente para ensejar a divulgação imediata de fato relevante. Tal presunção, frequentemente se ancora na ideia de que as companhias possuem apenas uma única informação relevante em discussão por vez — tratando, assim, como evidente a correlação entre a oscilação e um evento específico.

Ocorre que, à medida em que o mercado e seus participantes vão ficando mais sofisticados, em diversas companhias abertas há a discussão simultânea de diversos fatos potencialmente relevantes (e.g., uma oferta subsequente de ações, um M&A, uma parceria estratégica, entre outros), de modo que, somente pela oscilação atípica das ações, não é possível se determinar com certeza, qual fato pode ser de conhecimento do mercado ou de alguns de seus participantes antes da divulgação antecipada pela companhia.

Soma-se a isso o fato de que o mercado de ações brasileiro vem, nos últimos anos, enfrentando uma volatilidade acentuada por diversos fatores macroeconômicos, o que ocasiona a oscilação atípica dos valores mobiliários das companhias abertas, sem correlação com eventos particulares ou informações privilegiadas referentes àquela companhia. A título de exemplo, durante o ano de 2025 e até a data do envio destes comentários à audiência pública, foram disponibilizados cerca de 150 (cento e cinquenta) comunicados ao mercado sobre ofícios enviados pela B3 a respeito de negociações atípicas com os valores mobiliários das companhias abertas.

Adicionalmente, há diversos casos em que a variação no preço das ações de companhias abertas decorre não do teor do que está sendo comunicado ao mercado pelas vias oficiais, mas pela especulação fomentada por veículos de comunicação e notícias tendenciosas e/ou falsas sobre as companhias. A regra, conforme atualmente escrita, se levada à risca, poderia levar a uma conclusão de que a divulgação (ou não) de um fato relevante por uma companhia aberta deveria se pautar exclusivamente em especulações de mercado.

A formulação da norma, portanto, embora tenha como objetivo tutelar o princípio da transparência no mercado de capitais, na prática, pode ampliar de forma excessiva o alcance da norma, gerando insegurança jurídica e incentivando a divulgação prematura de toda e qualquer informação relevante que esteja sendo discutida pela companhia, incluindo informações ainda em

fase de avaliação interna — muitas vezes sem qualquer evidência concreta de que tais oscilações estejam efetivamente relacionadas a um fato relevante.

O ajuste na redação visa restringir a aplicação da exceção ao sigilo a situações em que se verifique, de forma concomitante, o indício de que uma informação relevante escapou ao controle da companhia (*e.g.*, por meio de um vazamento para a mídia) e de que tal vazamento possa ter influenciado na cotação e volume negociado das ações da companhia. Essa exigência de dupla ocorrência estabelece um critério mais robusto e objetivo, que contribui para a identificação de sinais mais consistentes de que uma informação relevante possa estar em circulação no mercado, justificando, assim, a quebra do sigilo, que até então havia sido mantido para resguardar interesse legítimo do emissor, e a divulgação imediata do fato relevante.

Dessa forma, a alteração ora proposta busca promover um equilíbrio mais adequado entre dois objetivos igualmente relevantes da regulação: (i) a proteção da integridade e da transparência do mercado de capitais e (ii) a preservação do sigilo, necessário ao bom andamento de processos estratégicos e à governança informacional das companhias. Ao estabelecer um critério mais preciso para a caracterização da exceção ao sigilo, a proposta contribui para a segurança jurídica dos emissores e para a previsibilidade regulatória, em benefício de todo o mercado.

Nesse sentido, o parágrafo primeiro do artigo 22 passaria a ter a redação abaixo:

> *"Art. 22. Ressalvado o disposto no parágrafo único, o fato relevante pode, excepcionalmente, deixar de ser divulgado se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação colocará em risco interesse legítimo do emissor.*
>
> *Parágrafo único. O fato relevante deve ser divulgado imediatamente na hipótese de a informação escapar ao controle ~~ou~~ **conforme indicado, entre outras possíveis evidências, pela** ~~se ocorrer~~ oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados."*

<u>Seção VII – Divulgação Irregular de Fato Relevante por meio de Comunicado ao Mercado</u>

<u>Art. 32</u>

> *"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."*

<u>Comentários Mattos Filho</u>:

No que diz respeito à indicação das pessoas responsáveis pela avaliação sobre a forma

apropriada de divulgação das informações, entende-se que a redação atualmente proposta pode induzir a uma indevida atribuição de responsabilidade para todas as pessoas que tenham acesso à informação potencialmente relevante, ainda que não participem de maneira direta sobre a formalização da divulgação da informação ao mercado.

Isso pode acarretar certa ambiguidade sobre a atribuição de deveres e competências no âmbito da divulgação de informações ao mercado. A menção à avaliação das pessoas referidas no artigo 24 da Minuta A, quais sejam os acionistas controladores, os administradores, os membros do conselho fiscal e os integrantes de órgãos técnicos ou consultivos criados por disposição estatutária, pode ser interpretada como criação de um dever conjunto ou compartilhado entre todos esses agentes.

Nos termos do artigo 16 da mesma Minuta A, o DRI é expressamente designado como o responsável pela divulgação de fatos relevantes e comunicados ao mercado. Tal previsão está em linha, inclusive, com o artigo 49 da Resolução CVM 80, que prevê que o DRI será responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela regulamentação desta CVM.

Ainda que tal responsabilidade não afaste a eventual responsabilização de outros administrações, conforme previsto no artigo 50 da Resolução CVM 80, em nossa visão, a redação atual permitiria que os controladores, demais administradores e empregados poderiam vir a ser responsabilizados em qualquer circunstância de questionamento por parte desta CVM com relação à forma de divulgação adotada.

Nesse sentido, recomenda-se que a redação do caput do artigo 32 seja revista para refletir de forma mais precisa a centralidade do papel do DRI nesse processo decisório, sem prejuízo de que ele possa se valer do apoio e aconselhamento das demais pessoas elencadas no artigo 24, quando julgar oportuno.

Dessa forma, propomos a seguinte redação alternativa para o *caput*:

> *"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*** ~~*das pessoas referidas no art. 24*~~ *a respeito da relevância da informação a ser divulgada****, o qual poderá contar, quando julgar necessário, com o apoio das pessoas referidas no art. 24****."*

Art. 32, § 2°

> *"Art. 32. [...]*
>
> *§ 2º O exame de que trata o § 1º deve partir da presunção de boa-fé das pessoas referidas no art. 24 e da correção da avaliação que elas fizeram sobre a relevância da informação, porém também considerar eventuais*

circunstâncias indicativas de uso inadequado da forma de divulgação da informação, em especial quando a opção pelo comunicado ao mercado for feita diante de informação:

[...]

II – sobre tratativas em curso, especialmente nas quais tenha sido celebrado acordo vinculante, a respeito de negócio que, se concretizado, possa caracterizar informação relevante;

III – divulgada no período de 15 (quinze) dias que suceder:

a) a realização de negócios com valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados por parte de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal; ou

b) a formalização de plano individual de investimento ou desinvestimento pelas pessoas referidas na alínea "a"; e

[...]"

Comentários Mattos Filho:

Com relação aos parâmetros propostos para reavaliação, pela CVM, das decisões tomadas pelos emissores quanto à forma de divulgação de determinada informação, em linha com os motivos expostos acima, sugere-se, em linha com os comentários sobre o *caput* do art. 32, que o § 2º do mesmo artigo seja ajustado para refletir, de forma clara, que o DRI é o principal responsável pela decisão acerca da divulgação, sem prejuízo de consultar, quando necessário, os acionistas controladores e demais administradores ou empregados.

Em relação às circunstâncias indicativas de que a opção pelo comunicado ao mercado foi feita de maneira inadequada, temos as seguintes considerações:

O inciso II do referido dispositivo — ao tratar de situações envolvendo "tratativas em curso, especialmente nas quais tenha sido celebrado acordo vinculante" — pode sugerir que a simples existência de negociações formalizadas impõe a divulgação de tais informações por meio de fato relevante, razão pela qual entende-se oportuno que seja revisto no âmbito desta Audiência Pública.

Conforme entendimento já consolidado pela jurisprudência desta CVM, entendemos que a interpretação adequada sobre a correta forma de divulgação de informações preliminares sobre tratativas em curso deve levar em conta a materialidade

efetiva de tal informação, considerando a avaliação baseada no binômio probabilidade e magnitude[5], e não apenas a sua existência.

De acordo com a jurisprudência desta Autarquia, é necessário que o negócio em tratativa seja suficientemente concreto, relevante e potencialmente material para ser enquadrado como fato relevante. Assim, a mera existência de uma negociação ou intenção, ainda que precedida de acordo vinculante, não implica automaticamente na obrigatoriedade de divulgação, se ainda houver incertezas materiais ou ausência de impacto mensurável.

Da mesma forma, a doutrina destaca que o "teste de relevância", derivado de decisões da jurisprudência americana e acolhido pela CVM, considera fatores como: (i) a probabilidade de celebração de um acordo final; (ii) o nível de formalização interna, considerando deliberações dos órgãos de administração ou relatórios e pareceres elaborados; e (iii) o potencial impacto da operação sobre os negócios do emissor e a cotação de seus valores mobiliários[6].

Por esta razão, não parece apropriado assumir como um indicativo de que a opção pelo comunicado ao mercado foi inadequada somente pelo fato de existir tratativas em curso a respeito de negócio que, se concretizado, possa ser caracterizado como informação relevante. Dessa forma, sugere-se que a redação seja alterada de modo a deixar claro que a presunção somente se aplicaria caso o negócio relevante fosse também provável no momento da divulgação.

Sugere-se, ainda, a supressão integral do inciso III do § 2º.

Em nossa visão, a redação ora sugerida, parece impor aos diretores de relações com investidores a obrigação de divulgação de determinadas informações como fatos relevantes – a despeito de qualquer outra análise sobre seu impacto na companhia e em seus papéis – unicamente pelo fato de ter havido, no período de 15 dias anteriores à sua divulgação, negociação de valores mobiliários e/ou a formalização de planos individuais de investimento ou desinvestimento.

A obrigatoriedade de divulgação de tais informações na forma de fato relevante deve ser avaliada à luz do regime já existente para reporte periódico e eventual de negociações por pessoas vinculadas, em especial quando tais atos não tiverem, isoladamente, aptidão para alterar sensivelmente a cotação dos valores mobiliários do emissor. Do contrário, entendemos que se corre o risco de onerar excessivamente o fluxo

---

[5] Conforme mencionado na manifestação de voto do Dir. Otto Lobo, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007285/2022-52

[6] EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada: artigos 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2.

informacional ao mercado com comunicações que não atendem ao critério de relevância.

Adicionalmente, conforme previsto na regulamentação, tanto atual (art. 16, §1º, IV da Resolução CVM 44), quanto proposta pela Minuta A (art. 45, §1º, IV), os planos individuais de investimento ou desinvestimento somente poderão produzir efeitos no prazo mínimo de 3 (três) meses após sua celebração. Dessa forma, ainda que tenham sido formalizados 15 (quinze) dias antes da divulgação de um fato relevante, não há qualquer impacto prático, uma vez que seu beneficiário nunca poderá negociar com aquela informação relevante neste período.

Nesse sentido, o § 2º do artigo 32 passaria a ter a redação abaixo:

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

CAPÍTULO V – DIVULGAÇÃO DE PARTICIPAÇÕES RELEVANTES

Seção I – Regras Gerais

Art. 33

"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.

§ 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.

[...]"

Comentários Mattos Filho:

A proposta de redação que exige a comunicação da formação ou dissolução de grupo de pessoas vinculadas, ainda que não envolva aquisição ou alienação de ações, carece de maior precisão conceitual e normativa, especialmente quanto ao marco temporal que define o momento exato em que tal grupo é considerado formado ou dissolvido.

Diferentemente de eventos objetivos e verificáveis, como a aquisição de ações ou a celebração de acordos formais, a constituição de um grupo de pessoas vinculadas pode decorrer de elementos subjetivos e de difícil comprovação. Tais situações, por sua natureza, são difusas, retrospectivas e frequentemente interpretativas, o que compromete a previsibilidade e a segurança jurídica dos participantes do mercado que, ainda que não tenham certeza do momento ideal para divulgação de tal informação, poderiam se ver obrigados a divulgar fatos de difícil verificação, abrindo margem para interpretações divergentes e potenciais questionamentos por parte da CVM, inclusive com efeitos sancionatórios desproporcionais.

Caso, por outro lado, se optasse por interpretar o inciso I de maneira objetiva, estabelecendo um marco como a assinatura ou o distrato de um acordo de votos envolvendo determinado grupo, não haveria necessidade de criação de um dispositivo específico dentro do capítulo de divulgação de participações relevantes.

Isso porque o inciso III do parágrafo 1º do artigo 5º da Minuta A já prevê a "*celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que o emissor seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio do emissor*" como exemplo de fato potencialmente relevante,

sujeito à divulgação ao mercado.

Dessa forma, a exigência adicional de comunicação da formação ou dissolução de grupos de pessoas vinculadas, conforme prevista no inciso I do §1º do artigo 33, revela-se redundante em relação à obrigação já existente de divulgação de fato relevante nos casos de formalização, modificação ou extinção de acordos de acionistas. A manutenção de ambas as previsões pode gerar sobreposição normativa e comprometer a clareza regulatória, além de impor obrigações desnecessárias às companhias.

Assim, propõe-se a exclusão do inciso I do §1º do artigo 33, de modo que a redação passe a vigorar nos seguintes termos:

> *"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.*
>
> *§ 1º Também deve~~m~~ ser informada~~s:~~*
>
> ~~*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 II~~I~~.*
>
> *[...]"*

<u>Art. 34</u>

> *"Art. 34. A divulgação do atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve conter as seguintes informações:*
>
> *[...]*
>
> *III – 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;*
>
> *[...]"*

<u>Comentários Mattos Filho</u>:

Propõe-se o aperfeiçoamento da redação do artigo 34, de modo a excluir a previsão referente à "quantidade visada" quando da divulgação de atingimento de participação relevante em determinada companhia aberta.

Diferentemente de operações estruturadas com metas quantitativas definidas, muitas aquisições são realizadas de forma gradual, oportunística ou sujeitas a condições de mercado, o que torna inviável a fixação de uma "quantidade-alvo" precisa no momento da comunicação. A exigência de divulgação dessa informação, portanto, pode gerar obrigações inexequíveis ou induzir o investidor a divulgar estimativas imprecisas, comprometendo a qualidade da informação prestada ao mercado.

É por esse motivo que, na prática, embora já conste da Resolução CVM 44, essa informação não é divulgada pelos participantes do mercado. Conforme levantamento realizado com base nos comunicados de aquisição de participação relevante divulgados em 2025, tem-se que, dentre os 307 (trezentos e sete) comunicados disponibilizados no sistema Empresas.Net no período de 1º de janeiro e 9 de junho de 2025, apenas 26 (vinte e seis) fizeram menção à quantidade visada, sendo que em todos esses casos, foi-se mencionado expressamente que não havia uma quantidade específica de ações visadas. Todos os demais 281 (duzentos e oitenta e um) comunicados foram completamente silentes quanto a esse aspecto, justamente pela impossibilidade prática de se determinar tal participação no momento inicial do investimento ou desinvestimento. Esse dado empírico reforça a percepção de que tal exigência já não reflete a prática do mercado e, portanto, carece de efetividade regulatória.

Diante disso, sugerimos a exclusão da exigência de divulgação de quantidade-alvo como elemento obrigatório, ou, alternativamente, que essa informação seja tratada como facultativa ou estimativa, quando aplicável.

Dessa forma, propomos a seguinte redação alternativa para o inciso III:

> *"Art. 34. A divulgação do atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve conter as seguintes informações:*
>
> *[...]*
>
> *III – 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;*
>
> *[...]"*

<u>Seção II – Aquisições sem Objetivo de Alterar a Composição do Controle ou a Estrutura Administrativa do Emissor</u>

Art. 39, §§1º 2º

> *"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.*
>
> *§ 2º O disposto no § 1º não se aplica a ações detidas pelo investidor antes do atingimento de participação relevante que ocasionou a necessidade de comunicação."*

Comentários Mattos Filho:

Entendemos muito oportuna a sugestão desta CVM para segregar os prazos de comunicação às companhias, de acordo com a informação a ser comunicada quando do atingimento de participação relevante. No entanto, visando a assegurar maior compatibilidade entre os prazos normativos de divulgação de informações ao mercado, especialmente os prazos previstos na Resolução CVM 80, nossa sugestão seria alterar o prazo proposto de 3 (três) dias úteis para 7 (sete) dias úteis.

No que se refere à proposta constante dos §§1º e 2º da Minuta A, registramos a nossa preocupação quanto aos impactos operacionais e jurídicos que poderão recair sobre as companhias, especialmente no âmbito dos procedimentos inerentes à condução de suas assembleias gerais. A proposta visa limitar o exercício do direito de voto ou a celebração de acordo sobre tal direito até que seja efetivada a comunicação sobre o atingimento de participação relevante – sem alcançar as ações detidas pelo investidor previamente à aquisição da participação relevante que deu ensejo à obrigação de comunicação.

A restrição ao exercício do direito de voto antes da comunicação da participação relevante, embora válida sob a ótica regulatória, não considera que, na prática, as companhias não dispõem de meios hábeis para verificar, de forma tempestiva e adequada, o atingimento de participação relevante por parte de seus investidores a cada assembleia. Tal previsão transfere, na prática, às companhias e aos responsáveis pela condução das assembleias uma obrigação de controle de difícil viabilidade operacional, podendo ensejar em penalidades por eventual descumprimento não intencional da regra.

Adicionalmente, embora o Edital expressamente afaste a necessidade de análise de

impacto regulatório (AIR), com fundamento no art. 4º, incisos III e VII, do Decreto nº 10.411/2020, e no art. 14, inciso VII, da Resolução CVM nº 67/2022, entendemos que a proposta efetivamente introduz nova obrigação que impacta diretamente a dinâmica das assembleias, os fluxos de controle das companhias e, potencialmente, a segurança jurídica dos atos assembleares.

Questionamos, ainda, quanto à extensão da responsabilidade que poderá ser imputada aos membros da mesa das assembleias, na hipótese de contabilização de votos que, posteriormente, venham a ser considerados em desconformidade com a nova regulamentação.

Nesse contexto, sugerimos que a proposta seja reavaliada, de modo a excluir as previsões que não são compatíveis com a realidade operacional das companhias, passando o artigo 39 a ter a seguinte nova 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)~~* ***7 (sete)*** *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.*~~
>
> ~~*§ 2º O disposto no § 1º não se aplica a ações detidas pelo investidor antes do atingimento de participação relevante que ocasionou a necessidade de comunicação*~~*."*

<u>Art. 40, §§4º e 5º</u>

> *"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.*
>
> *[...]*
>
> *§ 4º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, presume-se que o investidor descumpriu o disposto no art. 34, caput, inciso III, se o comunicado em que o investidor afirma ter como objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor ocorrer menos de 3 (três) meses após comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo.*

§ 5º A presunção prevista no § 4º é relativa e deve ser analisada em conjunto com outros elementos que indiquem se o descumprimento do art. 34, caput, inciso III, de fato, ocorreu."

Comentários Mattos Filho:

Quanto ao gatilho da obrigação de divulgação, sugerimos que seja alterado de "*variação da participação*" para "*o atingimento da participação relevante*". Isso porque é possível que haja diversos negócios que gerem a variação da participação sem, contudo, ocasionar o atingimento da participação relevante. Nesses cenários, a obrigação de comunicação somente deveria existir a partir do momento em que aquele conjunto de transações resulte em participação relevante e não quando da realização da primeira negociação, ainda que ela tenha gerado variação na participação do investidor.

Ainda, em relação à proposta de fixação de prazo mínimo de 3 (três) meses para a possibilidade de reconsideração, pelo acionista, do objetivo originalmente declarado para a alteração de sua participação no emissor, entendemos que a redação atualmente constante da Minuta A carece de maior precisão conceitual e normativa. Entendemos que a presunção, ainda que relativa, de que alterações no posicionamento do investidor em prazo inferior poderiam indicar descumprimento do dever de transparência ou, até mesmo, ausência de veracidade na declaração anterior, pode gerar insegurança jurídica aos investidores.

A dinâmica atual do mercado de capitais do Brasil envolve constante evolução de cenários, informações e estratégias, sendo natural que investidores revisitem seus objetivos em períodos mais curtos, em decorrência de fatores externos, macroeconômicos ou de estruturação societária. A adoção de uma presunção normativa baseada exclusivamente no decurso do tempo pode ensejar interpretações equivocadas, impactando indevidamente a liberdade do investidor e a sua segurança jurídica.

Diante desse cenário, entendemos que o prazo de 3 (três) meses atualmente proposto mostra-se excessivo e desalinhado às práticas do mercado, especialmente quando se reconhece, na própria exposição de motivos do Edital, que as situações devem ser, em última análise, analisadas casuisticamente. Nesse contexto, propomos que o prazo de referência seja reduzido para 1 (um) mês.

Dessa forma, o *caput e* o §4º do artigo passariam a ter a seguinte redação:

"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~~ ***o atingimento da participação***

relevante.

[...]

§ 4º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, presume-se que o investidor descumpriu o disposto no art. 34, caput, inciso II~~I~~, 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 ***1 (um) mês*** *~~3 (três) meses~~ após comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo.*

§ 5º A presunção prevista no § 4º é relativa e deve ser analisada em conjunto com outros elementos que indiquem se o descumprimento do art. 34, caput, inciso III, de fato, ocorreu."

Não obstante, sugerimos que sejam incluídos exemplos dos "elementos" a serem considerados na análise para a verificação do descumprimento do artigo 34, caput, inciso III.