À
Comissão de Valores Mobiliários- CVM
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar
CEP 20.050-901, Rio de Janeiro – RJ

At.: **Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

Via endereço eletrônico: conpublicasdm0125@cvm.gov.br

Ref.: **Edital de Consulta Pública SDM nº 01/2025**

Prezados Senhores,

PAPI, MAXIMIANO, KAWASAKI E ADVOGADOS ASSOCIADOS ("PMK Advogados"), com fundamento no Edital de Audiência Pública da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado ("SDM") nº 01/2025 ("Edital" e "Audiência Pública", respectivamente) e de acordo com as orientações ali previstas, vem, respeitosamente, apresentar a essa D.Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") comentários e sugestões à Resolução da CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 ("Resolução CVM 44"), a qual dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários ("Minuta").

1. Inicialmente, gostaríamos de parabenizar a iniciativa desta D.Comissão em direcionar esforços para promover o aprimoramento e reestruturação da norma, em um arcabouço regulatório mais coeso e de consulta mais intuitiva, mediante a consulta pública aos participantes do mercado e, com esse propósito, destacamos abaixo algumas sugestões.

2. Para maior conveniência, estamos encaminhando nossos comentários e sugestões em observância à ordem sequencial dos dispositivos previstos no Edital e, partir do item 6 deste documento, na Minuta, e para facilitar a análise dessa CVM, nos casos em que são sugeridas novas redações para normativos propostos na Minuta, os trechos que entendemos pela exclusão serão indicados em ~~vermelho tachado~~ e os trechos que sugerimos ser incluídos serão indicados em azul.

3. **Prazo para Divulgação de Participação Relevante**: Acerca do prazo de 3 (três) Dias Úteis para que um investidor que não pretende promover mudanças administrativas ou no controle do emissor divulgue o atingimento de participação relevante, objeto do artigo 39 da Minuta, entendemos pela sua adequação e suficiência.

4. **Condutas indicativas do objetivo de alterar a estrutura administrativa ou de controle do emissor**: O § 1º do artigo 38 da Minuta enumera exemplos de "*ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor*" cujos reflexos atingem demais dispositivos da Minuta, incluindo o artigo 39, acima referido, exemplos estes que entendemos como suficientes ao bom entendimento do conceito. Por sua vez, os §§ 2º e 3º do mesmo artigo abarcam, taxativamente, hipóteses nas quais "*não se presume o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor*", as quais igualmente entendemos como suficientes ao bom entendimento do conceito.

5. **Mudança de posicionamento do investidor quanto ao objetivo de alterar a estrutura administrativa ou de controle do emissor**: O § 4º do artigo 40 da Minuta impõe um intervalo mínimo de 3 (três) meses para que mudanças de posicionamento por parte de investidores possam ordinariamente ocorrer, o qual entendemos como adequado, tendo em vista a proteção que se busca criar, não obstante a flexibilização considerável trazida pelo § 5º do mesmo artigo.

6. **Política de Divulgação**: Sobre a responsabilização do Diretor de Relações Internacionais ("DRI") prevista no § 2º do artigo 24, sugerimos que seja incluída referência à formalização da assinatura de um termo de adesão à política de divulgação, como previsto no § 1º do artigo 46 da Minuta, de forma trazer maior segurança jurídica àqueles que atuam como diretores de relações com investidores, já que o cumprimento de sua obrigação depende da prévia adesão de terceiros às prescrições normativas de comunicação. Adicionalmente, na hipótese de posterior investigação da CVM, os DRI e os próprios emissores estariam munidos de documentos comprobatórios de sua aderência às recomendações normativas.

> ***Artigo 24, § 2º:***
>
> *"**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, observada a política de divulgação a qual devem ter aderido, nos termos do § 1º do artigo 46 desta Resolução, devem comunicar qualquer fato relevante de que tenham conhecimento ao diretor de relações com investidores, ao qual cumpre promover sua divulgação.*
> *(...)*
> *§ 2º Ainda que desconheça a existência de informações a serem divulgadas ao mercado, quando questionado a respeito pela CVM ou pelas entidades administradoras de mercados organizados em que os valores mobiliários do emissor*

sejam admitidos à negociação ou, ainda, quando ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados, o diretor de relações com investidores deve inquirir as pessoas com acesso a fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado e manter um controle da referida inquirição em instrumento que deve ser arquivado na sede do emissor enquanto a pessoa com ele mantiver vínculo, e por 5 (cinco) anos, no mínimo, após o seu desligamento."

7. **Definição de Comunicado ao Mercado *versus* Fato Relevante**: Entendemos que a definição de "Comunicado ao Mercado" no artigo 6º é um avanço para o mercado, pois normatiza uma prática já consolidada e necessária para a comunicação de informações úteis, mas que não atingem o limiar de um Fato Relevante. No entanto, parece-nos que o principal desafio regulatório está em estabelecer uma fronteira clara e defensável entre os dois institutos, de modo a conferir ao DRI a segurança jurídica necessária para tomar essa decisão, muitas vezes sob pressão de tempo, sem expô-lo a um risco excessivo de questionamento. O artigo 32 da Minuta aborda essa questão ao estabelecer, em seu *caput*, uma presunção de boa-fé e de adequação do julgamento exercido pela administração. No entanto, o § 2º do mesmo artigo enumera uma lista de circunstâncias que "*devem inspirar maior cautela*" e que podem ser indicativas de uma divulgação irregular de um fato relevante por meio de um comunicado ao mercado (e.g., vazamento de informação sigilosa, celebração de acordo vinculante, divulgação próxima a negociações de *insiders*). Entendemos que, embora a intenção seja positiva, a estrutura proposta ainda deixa uma margem considerável de subjetividade. A verdadeira fonte da insegurança do DRI não está na escolha do veículo de divulgação, mas na avaliação primária sobre a "relevância" da informação, conforme o teor do artigo 5º da Minuta. Por aversão ao risco, o DRI pode ser levado a classificar eventos de menor importância como Fato Relevante, banalizando o instrumento e contrariando o próprio objetivo da norma. Para que o *safe harbor* do artigo 32 seja efetivo, entendemos que é preciso fortalecer a objetividade dos critérios que definem um Fato Relevante. Sendo assim, sugerimos as seguintes alterações ao §2º do artigo32:

Artigo 32, §§ 1ª e 2º:

*"**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.*

§ 1º O disposto no caput não impede o posterior exame pela CVM da decisão tomada quanto à forma de divulgação da informação.

§ 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:~~ e somente poderá ser afastada pela CVM mediante processo administrativo em que fique demonstrada a presença das seguintes circunstâncias, cumuladas com outros elementos que indiquem o propósito de se furtar aos deveres de divulgação de fato relevante:
I – que vinha sendo mantida sob sigilo e que tenha escapado ao controle do emissor;
II – sobre tratativas em curso, especialmente nas quais tenha sido celebrado acordo vinculante, a respeito de negócio que, se concretizado, possa caracterizar informação relevante;
III – divulgada no período de 15 (quinze) dias que suceder:
a) a realização de negócios com valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados por parte de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal; ou
b) a formalização de plano individual de investimento ou desinvestimento pelas pessoas referidas na alínea "a"; e
IV – comparável a informações divulgadas no passado pelo emissor sob a forma de fato relevante."

8. **<u>Exceção daqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor</u>:** A atual redação do artigo 42, §1º, incisos II e III, tem o potencial de comprometer a segurança das operações legítimas do mercado de capitais, ao abranger pessoas cuja relação com o emissor não necessariamente representa risco à transparência ou à simetria de informações. Recomendamos que a restrição à negociação recaia somente sobre os valores mobiliários diretamente ligados à operação específica em questão, delimitando de forma objetiva o alcance da vedação e preservando operações legítimas, rotineiras e essenciais ao funcionamento do mercado. Dessa forma, sugerimos o ajuste abaixo na redação do artigo:

<u>Artigo 42, § 1º, II e III</u>:

*"**Art. 42.** É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante a negociação de valores mobiliários.*
§ 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que:
(...)

II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e o próprio emissor, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada;
III – as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor, ao terem tido acesso à informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada salvo as informações relativas à negociação de valores mobiliários diretamente relacionados à operação específica a que se refere a informação relevante;"

9. **Negociação de Valores Mobiliários por Pessoas Vinculadas**: Entendemos ser pertinente o aprimoramento do caput do artigo 43 da Minuta, no sentido de explicitar a inclusão de **pessoas vinculadas**, conforme definidas na recém-editada **Resolução CVM nº 215**, entre os sujeitos impedidos de negociar valores mobiliários do emissor no período de 15 (quinze) dias que antecede a divulgação de suas demonstrações financeiras. Tal inclusão reforça a efetividade da vedação, considerando o potencial de acesso privilegiado a informações contábeis e financeiras por parte dessas pessoas, em função de sua proximidade com os administradores, controladores ou com o próprio emissor.

Artigo 43:

*"**Art. 43**. No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais do emissor, ressalvado o disposto no § 2º do art. 45 e sem prejuízo do disposto no art. 42, o próprio emissor, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, bem como as pessoas a eles vinculadas, nos termos da Resolução CVM nº 215, ficam impedidos de efetuar qualquer negociação com os valores mobiliários do emissor, ou a eles referenciados, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais do emissor."*

10. **Plano individual de investimento ou desinvestimento**: A redação hoje prevista do caput do artigo 45 da Minuta enseja dúvidas quanto à validade do plano individual de investimento ou desinvestimento. A proposta de redação busca assegurar que não haja dúvidas quanto à obrigatoriedade de autorização formal na política de negociação como condição para a adoção e validade de planos individuais de investimento/desinvestimento. Isso reforça a efetividade da regulamentação e responde de forma propositiva aos avanços

institucionais promovidos pela CVM no tratamento e mitigação do uso de informação privilegiada. Segue sugestão abaixo:

Artigo 45, caput e § 4º:

*"**Art. 45**. Todo aquele que tem relação com emissor que lhe torne potencialmente sujeito às presunções de que trata o § 1º do art. 42 pode formalizar plano individual de investimento ou desinvestimento regulando suas negociações com valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados, com o objetivo de afastar a aplicabilidade daquelas presunções, desde que previamente autorizado na forma da política de negociação aprovada pelo emissor, nos termos do §4º deste artigo.*
(...)
§ 4º A adoção de plano de investimento ou desinvestimento pelo emissor, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária depende de autorização na política de negociação aprovada pelo emissor, que deve necessariamente exigir que:
(...)"

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e coloca-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

PMK Advogados