STOCCHE FORBES

São Paulo, 18 de julho de 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111, 27° andar, Centro

Rio de Janeiro – RJ

CEP 20050-901

At.: Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

conpublicasdm0125@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM n.º 01/25

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

STOCCHE FORBES ADVOGADOS ("Stocche Forbes"), no âmbito da Consulta Pública SDM n.º 01/2025 ("Consulta Pública") e de acordo com as orientações constantes de seu respectivo edital ("Edital"), submete a essa D. Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") seus comentários e sugestões de ajuste e aprimoramentos relacionados à proposta de alteração da Resolução CVM n.º 44, de 23.08.2021 ("RCVM 44") apresentada por esta D. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado ("SDM").

Nos termos da minuta de Resolução que acompanha o Edital ("Minuta A"), esta D. SDM propõe uma reforma da RCVM 44, com uma nova norma reorganizando as disposições atuais, harmonizando definições e termos presentes em outras normas da

CVM e incorporando, à regra, esclarecimentos atualmente constantes do Ofício Circular anual da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP").

Ademais, com relação aos ajustes de conteúdo propostos, é possível destacar: **(i)** alterações na dinâmica, prazos e requisitos de reporte do atingimento de participações relevantes; **(ii)** a organização e o esclarecimento quanto aos diferentes papéis de fatos relevantes e dos comunicados ao mercado na veiculação de informações envolvendo os emissores; e **(iii)** a previsão, em norma, de algumas presunções consideradas pela CVM na análise de adequação das divulgações realizadas pelos participantes de mercados.

Ainda, o Edital traz uma segunda minuta ("Minuta B") com propostas de ajustes de caráter acessório e complementar à Minuta A, objetivando implementação de parágrafos nos artigos 33 e 34 da Resolução CVM n.º 80, de 29.03.2022 ("RCVM 80"), facultando ao emissor o envio de atas de reuniões de conselho de administração e de diretoria que deliberarem sobre a emissão de valores mobiliários apenas após apuração da viabilidade da oferta e definição sobre sua realização.

Nota-se que as observações e sugestões constantes desta manifestação procuram-se ater ao escopo da Consulta Pública, destinando-se, essencialmente, a contribuir para o aprimoramento da regulamentação proposta por essa D. CVM.

Com o intuito de facilitar a compreensão e melhor visualização dos ajustes propostos, esta manifestação se divide em 5 (cinco) tópicos.

Nos 4 (quatro) primeiros tópicos, são apresentadas observações e sugestões, com a respectiva fundamentação e justificativa, relacionadas aos seguintes assuntos:

(i) definição de pessoa vinculada – hipóteses exemplificativas de atuação conjunta (art. 8º);

(ii) "circunstâncias indicativas" de uso inadequado da forma de divulgação de informação por meio de Comunicado ao Mercado (art. 32, §2º, III);

(iii) à especificação do momento de início de contagem do prazo para a comunicação do atingimento de participação relevante (art. 39 e 40); e

(iv) ao prazo mínimo previsto para que o investidor assuma mudanças de posicionamento em relação à aquisição de participação relevante (art. 40, § 4º).

O tópico V, por fim, indica em destaque as alterações sugeridas e a propostas de redação para os dispositivos da Minuta A impactados pelas observações e sugestões anteriormente apresentadas.

I. DEFINIÇÃO DE "PESSOA VINCULADA" – HIPÓTESES EXEMPLIFICATIVAS DE ATUAÇÃO CONJUNTA (ART. 8º)

Com o anunciado intuito de uniformizar as definições normativas de "pessoa vinculada", e incorporando à regra conceitos já constantes de orientações desta D. CVM, o art. 8º da Minuta A prevê uma definição de "pessoa vinculada" – atrelada à atuação em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos.

Adicionalmente, o §1º do art. 8º indica expressamente que se presume "agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse" de uma pessoa:

(a) seu cônjuge, companheiro, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau;

(b) seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum;

(c) 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;

(d) o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira; e

(e) o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos

Por fim, o §2º reforça que as presunções acima são relativas e devem ser analisadas em conjunto com "*outros elementos que indiquem se os investidores, de fato, agem em conjunto ou representam o mesmo interesse*."

Sobre esse último ponto, particularmente, entende-se que esta D. CVM poderia exemplificar elementos considerados nessa análise.

Naturalmente, o conceito de vinculação, ancorado na "atuação conjunta" e "representação de um mesmo interesse", não permite se limitar a uma análise estritamente objetiva, tampouco a exaurir as situações que podem caracterizar essa vinculação.

No entanto, como é de conhecimento desta D. CVM – e é reconhecido no próprio Edital – essa subjetividade na definição de um acionista como vinculado pode gerar contradições ou arbitragens regulatórias, ou mesmo dar espaço para que acionistas façam uma utilização inadequada desse reporte. Afinal, na prática, não é incomum ver

grupos de acionistas que mantêm relações de fato e manifestamente atuam de forma coordenada e conjunta deixarem de se apresentar como pessoas vinculadas, o que acaba por desvirtuar a própria essência dessa regra.

Nesse sentido, sugere-se que esta D. CVM complemente o § 2º do art. 8º para indicar, ainda que em caráter exemplificativo, hipóteses que indicariam uma atuação conjunta ou representando o mesmo interesse. Dentre esses exemplos, poderia ser incluída a atuação coordenada no âmbito de deliberações assembleares de forma reiterada e permanente, com orientações de voto em bloco e, conforme o caso, indicação conjunta de candidatos.

II. EXCLUSÃO DE "CIRCUNSTÂNCIA INDICATIVA" DE USO INADEQUADO DE COMUNICADO AO MERCADO (ART. 32, § 2º, III)

A Minuta A, ao consolidar o regime jurídico aplicável à divulgação de informações ao mercado, introduz no §2º do art. 32 hipóteses exemplificativas que, quando presentes, deveriam inspirar cautela na decisão entre a divulgação de informação por meio de aviso de fato relevante ou de comunicado ao mercado.

Nos termos da Minuta A, contrapondo-se à presunção de boa-fé e de correção da avaliação sobre a relevância de informação, o art. 32, §2º, passaria a trazer "circunstâncias indicativas" de uso inadequado da forma de divulgação da informação ao mercado.

A proposta normativa parece embasada em uma legítima preocupação da CVM de evitar a utilização inadequada do canal de divulgação menos rígido (comunicado ao mercado) em situações nas quais a informação de fato possua caráter relevante – o que estaria aderente à proteção contra o uso indevido de informações e à preservação da integridade informacional do mercado.

Em particular, o inciso III do §2º estabelece que a CVM poderá reavaliar a forma de divulgação escolhida quando a informação tiver sido divulgada como comunicado ao mercado e, nos 15 dias anteriores, tiverem sido realizadas: (a) negociações com valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados por parte de acionistas controladores, administradores ou membros do conselho fiscal; ou (b) formalização de planos individuais de investimento ou desinvestimento por tais pessoas.

Em que pese a legítima preocupação da CVM, parece-nos que o dispositivo, tal como redigido, pode ensejar uma interpretação indevida e excessivamente rigorosa no sentido de que a mera ocorrência temporal de tais eventos seria suficiente para presumir a inadequação da forma de divulgação originalmente adotada.

Importante lembrar que a decisão pela forma de divulgação deve decorrer da avaliação diligente e de boa-fé do diretor de relações com investidores ("DRI"), conforme reconhecido pelo *caput* do próprio art. 32. A superação dessa avaliação, pela CVM, deve ser pautada por elementos objetivos e circunstanciais, e não por presunções baseadas apenas em critérios temporais. A coexistência entre diferentes canais de divulgação — fato relevante e comunicado ao mercado — pressupõe flexibilidade interpretativa e respeito à discricionariedade técnica do emissor e às circunstâncias presentes no caso concreto.

Como se sabe, o ambiente de negócios é extremamente dinâmico e, por vezes, o DRI se vê constantemente desafiado a ler e interpretar determinadas informações, repassando-as ao mercado, considerando um vasto universo de dados e elementos à sua disposição. Certamente, não é e nem deveria ser um critério a ser considerado para avaliar a relevância de uma informação o fato de eventualmente algum controlador, administrador ou conselheiro fiscal ter negociado com valores mobiliários de emissão da Companhia ou formalizado plano individual de investimento ou desinvestimento nos últimos 15 dias.

Pelo contrário: é legítimo crer que justamente a ausência de informações relevantes – corroborada por uma decisão de divulgar dada informação via comunicado ao mercado – é o que tenha amparado e permitido a realização de negociações ou a formalização de planos individuais. Afinal, se a companhia – e essas pessoas mencionadas no inciso III – estivessem de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, naturalmente teriam sua negociação restringida no período.

Verifica-se, portanto, que em uma aparente tentativa de evitar a má utilização do comunicado ao mercado ou mesmo influências indevidas nessa decisão do DRI (possivelmente influenciado por tais pessoas para deixar de divulgar fato relevante como uma forma de blindar as negociações ocorridas), a norma proposta pela CVM poderia ter o efeito contrário, gerando, por si, essa influência indevida na decisão do DRI quanto à relevância de uma informação – que deve se pautar pelos critérios balizadores previstos no art. 5º da Minuta A.

Ora, se o inciso III do § 2º trata essas questões (negociação ou formalização de planos individuais por administradores, controladores ou conselheiros fiscais) como "circunstâncias indicativas" de irregularidade, na prática, pode se gerar um efeito indesejado que desincentiva a utilização do comunicado ao mercado e influencia a avaliação quanto à efetiva relevância das informações, potencialmente culminando em uma postura excessivamente conservadora dos DRI.

Diante disso, sugerimos a supressão do inciso III do §2º do art. 32.

A sugestão está refletida no tópico V desta manifestação.

III. ESPECIFICAÇÃO DO MOMENTO DE INÍCIO DE CONTAGEM DO PRAZO PARA A COMUNICAÇÃO DO ATINGIMENTO DE PARTICIPAÇÃO RELEVANTE (ART. 39 E 40, *CAPUT*)

Ao reformular a apresentação das regras referentes à divulgação de participações relevantes (conforme o Capítulo V da Minuta A), com o intuito de conferir maior previsibilidade e critérios mais objetivos a esse respeito, certamente esta D. CVM pode contribuir para alinhar um evento que usualmente gera dúvidas nos investidores.

Nesse contexto, tendo em vista dúvidas recorrentes de investidores acerca do momento de início de contagem do prazo para essa comunicação – particularmente no caso de transações realizadas em bolsa, que têm prazo de liquidação próprio (D+2), sugerimos que, na linha de conferir maior objetividade à norma, esta D. CVM especifique o marco inicial para a contagem do prazo: (i) se a data da realização da ordem de negociação, isto é, a data de execução da ordem em mercado, ou (ii) a data da liquidação da operação em bolsa, momento em que se consolida a transferência patrimonial das ações.

A distinção é particularmente relevante considerando as operações com ações realizadas em mercados organizados, as quais estão sujeitas a ciclos de liquidação (tipicamente D+2). Essa ambiguidade pode gerar dúvidas interpretativas e, consequentemente, insegurança para investidores — em especial os institucionais que atuam por meio de múltiplos veículos e jurisdições —, além de dificultar a atuação do próprio DRI no cumprimento tempestivo de suas obrigações.

O Ofício Circular/Anual-2025-CVM/SEP, embora mencione a obrigatoriedade de comunicação "*imediatamente após a operação*", tampouco esclarece o que se entende por "operação" nesse contexto, não solucionando de forma definitiva esse ponto.

Nesse sentido, e com o intuito de tornar inequívoco o marco temporal de início da contagem dos prazos, sugerimos que a redação dos dispositivos seja ajustada para especificar expressamente se o termo inicial se dá na data de execução da ordem ou na data de liquidação da operação.

O tópico V desta manifestação contém ajuste redacional aos arts. 39 e 40 da Minuta A endereçando o ponto acima.

IV. PRAZO MÍNIMO PREVISTO PARA QUE O INVESTIDOR ASSUMA MUDANÇAS DE POSICIONAMENTO EM RELAÇÃO À AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO RELEVANTE (ART. 40, §4º)

O §4º do art. 40 da Minuta A estabelece um prazo referencial de 3 (três) meses como intervalo mínimo entre a declaração, pelo investidor, de ausência de objetivo de influir na estrutura administrativa ou no controle do emissor e uma eventual mudança posterior de posicionamento. O dispositivo busca conferir maior previsibilidade ao mercado e coibir situações em que mudanças abruptas ou recorrentes de intenção possam ser interpretadas como indício de má-fé ou tentativa de elisão dos deveres informacionais previstos na norma.

A esse respeito, é digno de nota que a D. CVM, com acerto, esclareceu no §5º do mesmo artigo que a presunção associada ao prazo de 3 (três) meses é relativa e deve ser analisada à luz de outros elementos, especialmente no que se refere à apuração de eventual descumprimento do art. 34, *caput*, inciso III da Minuta A. No entanto, ainda que qualificada como relativa, a presença do marco temporal no §4º tende, na prática, a ser interpretada como critério de aferição de regularidade, criando potenciais incentivos indesejados.

Assim, entendemos que a estrutura proposta do §4º pode ser interpretada, na prática, como se a mudança de posicionamento feita antes do prazo de 3 (três) meses implicasse, por si só, na presunção de má-fé do investidor ou intenção ilícita não declarada. Essa lógica inverte o ônus da prova ao presumir que uma declaração inicial de não interferência pode ter sido feita com desvio de finalidade, deslocando ao investidor o encargo de comprovar sua boa-fé. Trata-se de uma presunção que, ainda que não vinculante, opera na prática como um fator de indutor de interpretação adversa, o que não se alinha aos princípios de presunção de boa-fé que devem reger a interpretação e aplicação das obrigações regulatória e a dinâmica do mercado de capitais.

Como se sabe, o mercado é bastante dinâmico e é legítimo que investidores, diligentes e de boa-fé, possam alterar sua estratégia antes desse prazo referencial definido pela Minuta A. Não nos parece razoável, portanto, que esse cenário eventualmente os conduza a uma exposição indevida.

Esse risco regulatório se acentua diante da dinâmica própria do mercado, em que fatores supervenientes podem demandar ajustes rápidos de posicionamento por parte dos investidores. Mudanças relevantes na governança ou estrutura acionária do emissor, eventos macroeconômicos ou regulatórios imprevistos, ou mesmo o lançamento de oferta pública, reorganizações societárias ou eventos disruptivos podem justificar, de forma plenamente razoável, uma revisão antecipada de objetivos originalmente declarados.

Nessas situações, a imposição de um “prazo mínimo” para manifestação de nova intenção poderia restringir a liberdade de atuação estratégica do investidor e, na prática, desincentivar movimentos legítimos por receio de se enquadrar em uma presunção regulatória que pode não ser simples de desconstruir.

Diante desse cenário, entendemos que o §4º, tal como proposto, não deve ser mantido na norma. Propomos, em seu lugar, a adoção exclusiva do critério já consagrado no §5º, ou seja, a análise caso a caso da conduta do investidor, com base em elementos objetivos e no contexto concreto da operação. Essa abordagem evita a cristalização de prazos arbitrários e garante maior alinhamento entre a regulamentação proposta e a realidade dinâmica do mercado de capitais, além de seguir reforçando que declarações imprecisas a esse respeito permanecem sujeitas à posterior verificação e, se for o caso, podem levar inclusive à responsabilização dos investidores.

A sugestão acima encontra-se no tópico V desta manifestação.

V. SUGESTÕES DE ALTERAÇÃO DE REDAÇÃO

À luz do exposto acima, sugere-se que as redações dos dispositivos pertinentes das Minutas A e B sejam ajustadas conforme detalhadas a seguir, com destaque das modificações em relação ao texto original das minutas.

- **Minuta A**

"**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.

(...)

§ 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:

(...)

~~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~~"

"**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, devendo ser considerada para essa finalidade, no caso de transações em bolsa, a data de execução da respectiva ordem."

"**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, devendo ser considerada para essa finalidade, no caso de transações em bolsa, a data de execução da respectiva ordem.

(...)

§ 4º. ~~Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, presume-se que o investidor descumpriu o~~ A verificação de eventual descumprimento do disposto no art. 34, *caput*, inciso III, ~~se~~ no caso em que 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, deve ser analisada em conjunto com elementos do caso concreto.

~~**§ 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.~~"

--*

Sendo o que havia para o momento, reiteramos nossos votos de elevada estima e consideração a essa D. CVM e colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

STOCCHE FORBES ADVOGADOS