Tauil & Chequer Advogados
Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 5º, 6º e 7º andares
CEP 04543-011, São Paulo, SP
Tel.: +55 11 2504-4210
Fax +55 11 2504-4211
www.tauilchequer.com.br

São Paulo, 18 de julho de 2025

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro, 111
Centro, Rio de Janeiro – RJ

A/C: **Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM**

E-mail: conpublicasdm0125@cvm.gov.br

Ref.: Consulta Pública SDM n.º 01/25

Prezados,

1. **Tauil & Chequer Advogados associado a Mayer Brown LLP** ("**TCMB**") apresenta abaixo as suas sugestões e comentários ao Edital de Consulta Pública SDM n.º 01/25, divulgado pela Comissão de Valores Mobiliários ("**CVM**") em 13 de maio de 2025 ("**Consulta Pública**"), com o objetivo de colher contribuições às seguintes propostas:

i. alterações à atual Resolução CVM n.º 44, de 23 de agosto de 2021 ("**Resolução CVM 44**"), que 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, a qual será revogada e substituída por nova norma ("**Minuta A**"); e

ii. alterações pontuais de caráter acessório à Resolução CVM n.º 80, de 29 de março de 2022 ("**Resolução CVM 80**"), com o intuito de harmonizar dispositivos afetados pelas mudanças em exame ("**Minuta B**" e, em conjunto com a Minuta A, "**Minutas**").

2. Embora reconheçamos os avanços promovidos pelas Minutas, em especial no que se refere à sistematização de conceitos, modernização da linguagem e adequação a outros marcos regulatórios recentes, entendemos que determinadas propostas ainda demandam aperfeiçoamentos técnicos e ajustes de redação.

3. Em relação às **Minutas A** e **B**, estruturamos nossa manifestação em seções temáticas,

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

contendo nossos comentários e sugestões específicos para cada uma delas:

Seção I	Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado
Seção II	Canais de Divulgação
Seção III	Conteúdo Mínimo do Aviso de Fato Relevante para Situações Específicas
Seção IV	Participações Relevantes
Seção V	Período Vedado
Seção VI	Minuta B

I. FATOS RELEVANTES E COMUNICADOS AO MERCADO

a. Aplicabilidade da Resolução

4. No quadro a seguir, apresentamos considerações sobre as alterações propostas em relação a esse tema, bem como sugestões de ajustes que entendemos relevantes para o aprimoramento da norma.

CONSULTA PÚBLICA	SUGESTÕES TCMB	CONSIDERAÇÕES
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.	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 – emissores de valores mobiliários que não possuam valores mobiliários em circulação; III – companhias securitizadoras exclusivamente registradas nas categorias S1 ou S2, conforme regulamentação específica, bem como às suas emissões; e IV – fundos de investimento.	Recomendamos a inclusão de um novo inciso para prever exceção à aplicação da norma a eventuais emissores de valores mobiliários – de qualquer categoria (A, B ou estrangeiro) – que não possuam valores mobiliários em circulação. Há situações em que determinada companhia realiza o registro de emissor de valores mobiliários, sem necessariamente realizar, concomitantemente, uma oferta pública de valores mobiliários, buscando maior visibilidade junto a *stakeholders* e credores, ou aguardando uma janela mais oportuna de captação. Ainda, há casos em que o emissor realizou oferta pública no passado, mas atualmente não mantém valores mobiliários em circulação. Nos casos mencionados no parágrafo acima, não nos parece

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

		fazer sentido, sob a perspectiva da observância regulatória puramente de forma, exigir a divulgação de fatos relevantes ou o cumprimento de dispositivos relacionados à comunicação de alteração de participação relevante. Dessa forma, entendemos ser conveniente prever a inaplicabilidade da regra a essas hipóteses.

b. definição de fato relevante

5. A Minuta A mantém, em essência, os parâmetros já existentes para definição e divulgação de fatos relevantes, promovendo apenas ajustes pontuais no rol exemplificativo de eventos que podem ser considerados relevantes e incorporando orientações divulgadas pela Superintendência de Relações com Empresas ("**SEP**").

6. No quadro a seguir, apresentamos considerações sobre as alterações propostas em relação a esse tema, bem como sugestões de ajustes que entendemos relevantes para o aprimoramento da norma.

CONSULTA PÚBLICA	SUGESTÕES TCMB	CONSIDERAÇÕES
Art. 5º §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.	~~Art. 5º §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.~~	O §2º ao Art. 5º da Minuta A reflete entendimento consolidado sobre o momento em que um fato pode ser considerado relevante, mesmo estando em fase preliminar de estudos, tratativas ou sob condição suspensiva ou resolutiva. No entanto, entendemos que esse conteúdo seria mais adequado como orientação da CVM, e <u>não como norma</u>, considerando que a caracterização do fato relevante deve sempre ser analisada com base nas circunstâncias concretas de cada caso. Ainda que a fase de "estudo ou tratativas" seja uma presunção relativa, outros fatores e elementos "não-normatizados" contribuem para a formação da convicção de se

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

		considerar um ato ou fato relevante passível de divulgação – como por exemplo, a probabilidade de se materializar e o hiato de tempo entre estudo e possível concretização de uma transação –, o que, a nosso ver, torna inadequada sua normatização. Sugerimos, portanto, a exclusão desse parágrafo.
N/A	Art. 5º [§3º] O emissor sujeito às regras previstas no Capítulo X poderá, em sua política de divulgação, estabelecer critérios de materialidade para orientar a identificação de fatos relevantes, com base nas características de sua atividade, negócios, operações, estrutura societária, bem como em sua situação financeira e patrimonial. Não obstante, caberá aos administradores, na forma do Art. 24, o dever de avaliar e comunicar, com a devida diligência, atos ou fatos que, ainda que não acionem os critérios de materialidade definidos na política, possam influir de modo ponderável nos termos do *caput* deste artigo.	Sugerimos a inclusão de um §3º – ou 2º, caso venham a acatar nossa manifestação imediatamente anterior – ao Art. 5º, que visa reconhecer a possibilidade de o emissor, por meio de sua política de divulgação, estabelecer critérios de materialidade que auxiliem na identificação de fatos relevantes, considerando suas particularidades operacionais, societárias e financeiras. Tal previsão confere maior previsibilidade e segurança jurídica ao processo decisório interno, especialmente em estruturas complexas ou reguladas. Entendemos que essa possibilidade não afastaria a necessária análise de materialidade caso a caso, conforme já exigido pelo *caput* do artigo. Ao contrário, busca fornecer parâmetros internos mais claros e consistentes, a serem observados pelos administradores e conhecidos pelos acionistas e mercado em geral, reforçando a efetividade da política de divulgação e a responsabilização dos administradores, ao mesmo tempo em que respeita a autonomia do emissor para adaptar a norma à sua realidade.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

c. definição e uso de comunicados ao mercado

7. A Minuta A propõe a inclusão da definição de "comunicado ao mercado" na norma e orientações sobre seu uso, em linha com as práticas já adotadas pelo mercado e com orientações divulgadas pela SEP.

8. A nosso ver, é prescindível a normatização do comunicado ao mercado. O seu uso é uma prática já consolidada por emissores, não sendo uma obrigação legal, mas uma prerrogativa de uso, assim como os demais meios de comunicação possíveis na relação com investidores, entre os quais também se destacam os avisos aos acionistas, debenturistas e titulares de notas comerciais, que não são normatizados.

9. Ainda, o Art. 32 da Minuta A traz conceitos que não têm caráter normativo, mas sim orientativo, ao descrever como a CVM avalia e decide sobre o dever de diligência quanto à decisão dos administradores do emissor pelo enquadramento de um comunicado ao mercado e eventual falha em elevá-lo à categoria de fato relevante, quando incidente nos termos do caput do Art. 5º.

10. Contudo, caso seja de interesse da CVM a normatização do comunicado ao mercado, a seguir reunimos nossos comentários sobre a proposta, com sugestões de ajustes que visam contribuir para a clareza e efetividade do novo regramento.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

CONSULTA PÚBLICA	SUGESTÕES TCMB	CONSIDERAÇÕES
Art. 6º Entende-se por comunicado ao mercado o anúncio divulgado pelo emissor para veicular informação não considerada fato relevante, mas que ainda assim seja exigida do emissor ou por ele interpretada como útil para os participantes do mercado de capitais. **Parágrafo único**. São exemplos de potenciais situações de que trata o caput: **I** – materiais utilizados em reuniões com analistas de valores mobiliários; **II** – esclarecimentos em resposta a consultas formuladas pela CVM ou por entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários; **III** – recebimento de comunicação, promovida nos termos do art. 33 por investidor detentor de participação relevante, informando não ter objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor; e **IV** – outras informações exigidas pela regulamentação aplicável a emissores de valores mobiliários para as quais não seja exigida uma forma específica de prestação da informação.	**Art. 6º** Entende-se por comunicado ao mercado o anúncio divulgado pelo emissor para veicular informação não considerada fato relevante, mas que ainda assim seja exigida do emissor ou por ele interpretada como útil para os participantes do mercado de capitais. **Parágrafo único**. São exemplos de potenciais situações de que trata o caput: **I** – materiais utilizados em reuniões com analistas de valores mobiliários; **II** – esclarecimentos em resposta a consultas formuladas pela CVM ou por entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários; **II** – esclarecimentos em resposta a consultas formuladas pela CVM ou por entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, desde que a própria autarquia ou entidade expressamente exija sua divulgação por meio de comunicado ao mercado; **III** – recebimento de comunicação, promovida nos termos do art. 33 por investidor detentor de participação relevante, informando não ter objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor; **IV** – os exemplos previstos no §1º do Art. 5º, que não se enquadrem como fato relevante, conforme previsto no *caput* do Art. 5º; e **IV** – outras informações exigidas	Caso a sugestão de exclusão dos comunicados ao mercado da norma não seja acolhida por essa Autarquia, propomos, ao menos, o aprimoramento da redação do inciso II, a fim de deixar claro que nem todo esclarecimento prestado em resposta a consultas da CVM ou de entidades administradoras de mercados organizados deve ser objeto de comunicado ao mercado. A obrigatoriedade de divulgação deve se restringir aos casos em que tal divulgação for expressamente requerida por essas entidades, conforme já ocorre na prática. Isso porque é comum a existência de interações sensíveis entre emissores e órgãos reguladores ou autorreguladores, cujo conteúdo não se mostra adequado nem desejável à divulgação pública. Adicionalmente, sugerimos incluir um novo inciso "IV", a fim de deixar claro que as hipóteses exemplificativas que constam no §1º do Art. 5º podem ser divulgados como comunicado ao mercado, desde que não se enquadrem como fato relevante nos termos do *caput* do Art. 5º. Isso porque emissores – em especial, os recém-chegados ao mercado de capitais – acabam por vezes utilizando impropriamente o formato de fato relevante apenas pelo fato de determinada hipótese constar como exemplo na norma, ainda que tal hipótese não tenha capacidade de influenciar as variáveis previstas no *caput* do Art. 5º. É usual, por exemplo, que

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

	pela regulamentação aplicável a emissores de valores mobiliários para as quais não seja exigida uma forma específica de prestação da informação.	emissores frequentes de dívida ou, ainda, aquisições pouco relevantes ou reorganizações societárias dentro do grupo societário sejam divulgadas por comunicado ao mercado.
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: 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	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. **Parágrafo Único.** 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:~~ ~~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~~	Entendemos que o *caput* da proposta de novo Art. 32 já cumpre adequadamente o papel de atribuir às pessoas mencionadas no 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) a responsabilidade por avaliar se determinada informação deve ser divulgada por meio de fato relevante ou comunicado ao mercado. Por essa razão, sugerimos a exclusão do §2º e incisos, pois avaliamos que essas previsões criam insegurança e impõem um ônus desproporcional a essas pessoas. Embora o §2º mencione uma presunção de boa-fé, logo em seguida essa premissa é relativizada ao permitir que a CVM a afaste com base em "eventuais circunstâncias", o que pode levar, na prática, à inversão do ônus da prova. Isso exige dos administradores a justificativa posterior de decisões que, muitas vezes, foram tomadas em cenários complexos e sob pressão de tempo. Essa expectativa pode gerar insegurança e desestimular o uso legítimo do comunicado ao mercado.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

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.	~~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.~~	Além disso, os incisos do §2º trazem exemplos que, embora relevantes, não necessariamente indicam má conduta ou uso indevido da forma de divulgação. A simples existência dessas situações não deveria ser tratada como indício automático de irregularidade, sob pena de criar um ambiente regulatório excessivamente punitivo e pouco previsível. Esse risco se acentua especialmente no caso do inciso IV, pois o fato de determinada informação ter sido considerada, em outro momento, relevante a ponto de justificar a divulgação por fato relevante, não implica que a mesma informação, em contexto diferente, deva necessariamente receber o mesmo tratamento. Mudanças na estrutura patrimonial, na base acionária ou na materialidade do impacto da informação para a companhia podem justificar decisões distintas ao longo do tempo. Diante disso, propomos a retirada do §2º e incisos, preservando-se a confiança na análise feita quanto à forma mais adequada de divulgação, sem prejuízo da atuação da CVM nos casos em que houver, de fato, indícios concretos de descumprimento, os quais deverão ser apurados e apresentados pela SEP.

II. CANAIS DE DIVULGAÇÃO

11. A Minuta A propõe alterações pontuais e de forma sobre os canais de divulgação de fato relevante.

12. O website de RI, na hipótese em que o emissor o manter, na forma prevista na

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

regulamentação específica (no caso, a Resolução CVM 80), e o da CVM são meios eficazes e suficientes para disseminar a informação de fato relevante (e também de comunicado ao mercado) de forma simétrica, ampla e irrestrita aos participantes do mercado. A nosso ver, a exigência de divulgação em jornais ou portais de notícias **não** é essencial para disseminação de informações e acarreta custo regulatório desnecessário aos emissores.

13. Caso a CVM decida por regulamentar o comunicado ao mercado, recomendamos também normatizar que a obrigação de divulgá-lo deve ocorrer apenas por meio website de RI, na hipótese em que o emissor o manter, na forma prevista na regulamentação específica (no caso, a Resolução CVM 80), e o da CVM.

14. Apresentamos nossas observações sobre o Art. 25 da Minuta.

CONSULTA PÚBLICA	SUGESTÕES TCMB	CONSIDERAÇÕES
Art. 25. A divulgação de fato relevante deve se dar: I – pelo envio à CVM e às entidades administradoras de mercados organizados em que os valores mobiliários do emissor sejam admitidos à negociação; e II – pela imprensa, por meio de, no mínimo, um dos seguintes canais de comunicação: a) jornais de grande circulação utilizados habitualmente pelo emissor; ou b) pelo menos um portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção de acesso gratuito, a informação em sua integralidade. §1º A divulgação de fato relevante realizada na forma prevista no inciso II, alínea "a", do caput pode ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores onde a informação completa deve estar disponível a todos os investidores, em teor no	Art. 25. A divulgação de fato relevante e comunicado ao mercado deve se dar: I – pelo envio à CVM e às entidades administradoras de mercados organizados em que os valores mobiliários do emissor sejam admitidos à negociação; e II – no website de relações com investidores do emissor, caso o emissor o mantenha na forma da regulação específica. ~~II –~~ §1º O emissor poderá optar por também divulgar fato relevante e comunicado ao mercado pela imprensa, por meio ~~de, no mínimo, um~~ dos seguintes canais de comunicação: a) jornais de grande circulação utilizados habitualmente pelo emissor; ou b) ~~pelo menos um~~portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção de acesso gratuito~~, a informação em sua integralidade~~. ~~§1º~~ §2º A divulgação de fato	Ver parágrafos 12 e 13 acima.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

mínimo idêntico àquele remetido à CVM. §2º Qualquer alteração nos canais de comunicação utilizados deve ser precedida da: I – atualização da política de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 46 desta Resolução; II – atualização do formulário cadastral do emissor; e III – divulgação da mudança a ser implementada, na forma até então utilizada pelo emissor para divulgação dos seus fatos relevantes.	relevante e comunicado ao mercado realizada na forma prevista no ~~inciso II~~ §1º, alíneas "a" e "b", do art. 25 ~~caput~~ pode ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores onde a informação completa deve estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM. §2º Qualquer alteração nos canais de comunicação utilizados deve ser precedida da: I – atualização da política de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 46 desta Resolução; II – atualização do formulário cadastral do emissor; e III – divulgação da mudança a ser implementada, na forma até então utilizada pelo emissor para divulgação dos seus fatos relevantes.	

III. CONTEÚDO MÍNIMO DO AVISO DE FATO RELEVANTE EM SITUAÇÕES ESPECÍFICAS

15. Ofertas públicas de distribuição e Ofertas Públicas de Aquisições são disciplinadas por normativos próprios – *i.e.*, a Resolução CVM n.º 160, de 13 de julho de 2022, e a Resolução CVM n.º 85, de 31 de março de 2022 (a ser substituída pela Resolução CVM 215, de 29 de outubro de 2024). Esses documentos disciplinam, sobretudo, aspectos informacionais no contexto de ofertas públicas. Nesse contexto, o emissor e o(s) ofertante(s) são obrigados a apresentar informações detalhadas sobre a oferta, o valor mobiliário, estrutura, preço, forma de participação e cronograma por meio de avisos ao mercado, anúncios de início e de encerramento, prospectos, lâminas e editais.

16. Fatos relevantes ou comunicados ao mercado sobre ofertas públicas, portanto, são meios de divulgação complementares para advertir os participantes do mercado sobre sua intenção ou realização. Assim, não há necessidade nem nos parece cabível a CVM regulamentar conteúdo mínimo de uma oferta pública na norma. Cabe exclusivamente aos administradores a responsabilidade de avaliar, no devido estágio do processo de estruturação e realização de uma oferta pública, o conteúdo de um fato relevante ou comunicado ao mercado – podendo, inclusive,

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

fazer referência cruzada aos documentos da oferta, em vez de replicar informações em demasia.

17. Pelo exposto nos parágrafos 15 e 16 acima, propomos a exclusão integral dos artigos 26, 27, 29 e 30 da Minuta A.

18. Na hipótese de a CVM não concordar com a exclusão completa, propomos, alternativamente, a exclusão da expressão "ou privada" do *caput* do Art. 27. Colocações privadas não devem se submeter ao conteúdo mínimo exigido pela norma.

19. Em relação ao Art. 28, apresentamos nossas observações no quadro abaixo.

CONSULTA PÚBLICA	SUGESTÕES TCMB	CONSIDERAÇÕES
Art. 28. Quando um aviso de fato relevante for divulgado para noticiar a alienação de controle acionário, ele deve conter as seguintes informações: I – nome e qualificação do adquirente, bem como um breve resumo acerca dos setores de atuação e atividades por ele desenvolvidas; II – nome e qualificação do alienante, inclusive indireto, se houver; III – preço, total e o atribuído por ação de cada espécie e classe, forma de pagamento e demais características e condições relevantes do negócio; IV – objetivo da aquisição, indicando, no caso de o adquirente ser um emissor registrado de valores mobiliários, os efeitos esperados em seus negócios; V – número e percentual de ações adquiridas, por espécie e classe, em relação ao capital votante e total; VI – indicação de qualquer	Art. 28. ~~Quando um aviso de fato relevante for divulgado para noticiar a alienação de controle acionário, direto ou indireto, ele deve conter, no mínimo, as seguintes informações:~~ Para fins de divulgação de fato relevante sobre alienação de controle, direto ou indireto, do emissor, caberá ao alienante e ao adquirente apresentar as seguintes informações mínimas sobre o negócio ao Diretor de Relações com Investidores: I – nome e qualificação do adquirente, bem como um breve resumo acerca dos setores de atuação e atividades por ele desenvolvidas; II – nome e qualificação do alienante, inclusive indireto, se houver; III – preço, total e o atribuído por ação de cada espécie e classe, forma de pagamento e demais características e condições relevantes do negócio; IV – objetivo da aquisição, indicando, no caso de o adquirente ser um emissor registrado de valores	Propomos ajustes ao *caput* para: (i) atribuir ao alienante e ao adquirente, e não ao Diretor de Relações com Investidores, a responsabilidade pela apresentação das informações mínimas, tendo em vista que o negócio é alheio ao controle do emissor; (ii) deixar claro que essa obrigação se aplica tanto à alienação direta quanto à indireta de controle; e (iii) ressaltar que se trata de um rol mínimo de informações, o que implica que outras informações relevantes também deverão ser prestadas, conforme o caso. Propomos também a exclusão integral dos incisos VII e VIII, pois planos futuros e intencionais não deveriam ser exigidos, mas sim tratados como uma faculdade ao adquirente. A exigência dessas informações pode colocar em risco a consecução do plano futuro ou gerar negociações assimétricas sobre hipóteses ainda em avaliação.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários emitidos pelo emissor; VII – declaração quanto à intenção de promover, ou não, no prazo de um ano, o cancelamento do registro do emissor; e VIII – outras informações relevantes referentes a planos futuros na condução dos negócios sociais, notadamente no que se refere a eventos societários específicos que se pretenda promover envolvendo o emissor.	mobiliários, os efeitos esperados em seus negócios; V – número e percentual de ações adquiridas, por espécie e classe, em relação ao capital votante e total; e VI – indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários emitidos pelo emissor. ~~VII – declaração quanto à intenção de promover, ou não, no prazo de um ano, o cancelamento do registro do emissor; e~~ ~~VIII – outras informações relevantes referentes a planos futuros na condução dos negócios sociais, notadamente no que se refere a eventos societários específicos que se pretenda promover envolvendo o emissor.~~	

IV. PARTICIPAÇÕES RELEVANTES

20. A Minuta A propõe alterações no regime de divulgação de participações relevantes, incluindo a ampliação do prazo para comunicação à CVM e à companhia para até três dias úteis, nos casos em que o investidor não tenha a intenção de influenciar o controle ou a administração da companhia. Também são incluídos critérios para identificação de intenção de influência, além de outros ajustes.

21. Na sequência, apresentamos nossas observações sobre as alterações propostas, com foco em pontos que, a nosso ver, podem ser aprimorados para assegurar maior clareza e coerência da norma.

CONSULTA PÚBLICA	SUGESTÕES TCMB	CONSIDERAÇÕES
Art. 33. O investidor e pessoas a ele vinculadas devem informar o atingimento de participação relevante no capital social do emissor, seja	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	A proposta busca trazer clareza à interpretação de que a obrigação de comunicação sobre o atingimento de participação relevante aplica-se apenas às

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

em decorrência de aumento ou de redução dessa participação.	aumento ou de redução dessa participação. Parágrafo único. A obrigação prevista no caput não se aplica às alterações de participação decorrentes exclusivamente de eventos societários que independam de atuação do investidor, tais como, sem limitação, aumentos ou reduções de capital, cancelamentos de ações, grupamentos ou desdobramentos.	alterações decorrentes de uma medida ativa do investidor. Em outras palavras, visa esclarecer que a obrigação não se aplica aos casos em que a mudança na participação resulta de eventos passivos, sobre os quais o investidor não exerce qualquer controle, tampouco possui informação prévia suficiente para atuar de forma tempestiva. Isso porque, nesses casos, não há qualquer conduta ativa por parte do investidor que justifique a exigência de manifestação sobre sua intenção de influenciar a estrutura administrativa ou de controle do emissor. A imposição dessa obrigação, em situações nas quais o investidor não realizou qualquer negociação, compromete a coerência da regra ao exigir esclarecimentos sobre intenções que não existiram, além de criar uma expectativa de monitoramento em tempo real de eventos alheios à sua atuação.
Art. 36. Cabe ao diretor de relações com investidores retransmitir imediatamente ao mercado as informações fornecidas pelo investidor: I – na forma prevista para a divulgação de fato relevante, caso avalie tratar-se de fato relevante; II – como comunicado ao mercado, nos demais casos.	Art. 36. Cabe ao diretor de relações com investidores retransmitir ~~imediatamente~~ ao mercado as informações fornecidas pelo investidor: I – imediatamente ao recebimento, pela emissora, de notificação nesse sentido, na forma prevista para a divulgação de fato relevante, caso avalie tratar-se de fato relevante, sem prejuízo das disposições do art. 22; II – no prazo de até 7 (sete) dias úteis a contar do recebimento, pelo emissor, de notificação nesse sentido, como comunicado ao mercado, nos demais casos.	Entendemos adequada a previsão de prazo para que o diretor de relações com investidores retransmita ao mercado, por meio de comunicado ao mercado, as informações prestadas pelo investidor. Quando não se tratar de fato relevante, a divulgação imediata ao recebimento, pelo emissor, de notificação do investidor, não se justifica, uma vez que não há risco de assimetria informacional relevante. Além disso, essa obrigação implica alto custo de observância regulatória, em detrimento de outras tarefas mais relevantes do dia a dia do

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

		departamento de relações com investidores do emissor. Além disso, o prazo de até 7 (sete) dias úteis a contar da data de recebimento, pelo emissor, da notificação do investidor está em linha com o prazo previsto para atualização dos campos correspondentes do Formulário de Referência nos termos da Resolução CVM 80, quando aplicável, assegurando consistência entre as obrigações regulatórias aplicáveis ao emissor. Note que também propusemos ajuste redacional para deixar mais clara a data de início da contagem dos prazos – *i.e.*, sempre a partir do recebimento, pelo emissor, de notificação do investidor.
Art. 39. §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. Art. 39. §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.	~~Art. 39. §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.~~ ~~Art. 39. §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.~~	Sugerimos a exclusão dos §§1º e 2º do Art. 39, que estabelecem a vedação ao exercício do direito de voto (ou celebração de acordos que o regulem) com base nas ações que ensejaram a obrigação de comunicação de participação relevante, enquanto pendente a efetiva divulgação. Ainda que a previsão de prazo de 3 (três) dias úteis para comunicação represente um avanço no reconhecimento das limitações operacionais enfrentadas por determinados investidores, entendemos que a imposição de restrição ao exercício e regulação de direitos políticos nesse intervalo temporal deve ser reavaliada.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

		Do ponto de vista jurídico, a medida introduz uma diferenciação entre acionistas da mesma classe sem fundamento legal específico e sem estar associada a situações de conflito de interesse ou abuso de poder de controle. O direito de voto é inerente à titularidade das ações e não depende da prévia comunicação de participação relevante, especialmente nos casos em que o investidor expressamente declara não ter a intenção de influenciar o controle ou a administração do emissor. A imposição de restrições ao exercício desse direito, fora das hipóteses legalmente previstas, pode implicar violação ao princípio da igualdade de tratamento entre acionistas previsto no Art. 109 da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("**Lei das Sociedades por Ações**"). Além disso, a aplicação prática da vedação enfrenta obstáculos relevantes. O emissor não dispõe de mecanismos para verificar, no momento da realização de assembleias, se determinada posição acionária decorre de aquisição recente sujeita à obrigação de comunicação ainda não cumprida, ainda mais quando tais transferências são realizadas de forma indireta no nível de *holdings* societárias. Isso transfere ao emissor um encargo que escapa às suas possibilidades de fiscalização e pode gerar incertezas quanto à regularidade dos quóruns e das decisões tomadas.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

		Diante desses aspectos, entendemos que a vedação ao exercício do direito de voto durante o período de pendência de comunicação, nas hipóteses em que não há intenção de influência, não contribui para a proteção dos acionistas ou para a integridade do processo decisório da companhia. Por esse motivo, propomos a supressão dos dispositivos mencionados.
Art. 40. §1º O investidor deve abster-se de tomar qualquer medida voltada à alteração da composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor até que efetue a comunicação de que trata o caput. Art. 40. §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.	~~Art. 40. §1º O investidor deve abster-se de tomar qualquer medida voltada à alteração da composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor até que efetue a comunicação de que trata o caput.~~ ~~Art. 40. §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.~~	Em linha com os comentários acima, sugerimos a exclusão dos §§1º e 2º do Art. 40. A nosso ver, a imposição de restrições ao exercício desse direito, fora das hipóteses legalmente previstas, pode implicar violação ao princípio da igualdade de tratamento entre acionistas previsto no Art. 109 da Lei das Sociedades por Ações.

V. PERÍODO VEDADO

22. Embora não seja objeto da Consulta Pública, é oportuno registrar considerações sobre a atual previsão contida no Art. 14 da Resolução CVM 44 (correspondente Art. 43 da Minuta A), que estabelece a vedação automática à negociação de valores mobiliários de emissão da companhia (ou a eles referenciados) no Período Vedado.

23. A norma estabelece uma presunção absoluta que, durante o Período Vedado, qualquer pessoa com acesso à informação financeira, especialmente administradores, estaria na posse de informações relevantes ainda não divulgadas, configurando, portanto, um risco de uso indevido de informação privilegiada.

24. A presunção absoluta impõe um ônus desproporcional às pessoas afetadas, independentemente da existência de qualquer conduta ilícita ou mesmo de acesso concreto a informações que, de fato, atendam aos critérios legais de relevância.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

25. Sob a ótica da Lei n.º 6.385, de 15 de dezembro de 1976 ("**Lei do Mercado de Capitais**"), o conceito de uso indevido de informação privilegiada exige necessariamente a verificação de quatro elementos cumulativos: **(i)** posse de ato ou fato relevante e ainda não divulgado (informação privilegiada); **(ii)** ter emitido ordem de negociação ou negociado valores mobiliários; **(iii)** ter se utilizado indevidamente da informação privilegiada para realização dos negócios com valores mobiliários; e **(iv)** dolo na conduta (em outras palavras, intenção do indivíduo em obter vantagem indevida). Ao prever uma vedação automática sem considerar esses elementos, a norma desloca o centro da análise para a mera violação formal de negociação durante um prazo restrito, o que contraria o próprio regime legal vigente, as balizas de razoabilidade, proporcionalidade e presunção de inocência.

26. Ainda, o regime atual desincentiva o aprimoramento dos controles internos dos emissores e trata de forma uniforme situações que são substancialmente distintas.

27. A consequência prática dessa vedação absoluta é a limitação sistemática da liquidez dos administradores. A negociação durante o Período Vedado pode ter ocorrido de boa-fé, sem que o administrador estivesse de posse de informação privilegiada – nas situações em que as demonstrações financeiras subsequentes sejam previsíveis e não tragam informações relevantes em relação à situação financeira e patrimonial já conhecida pelo mercado –, bem como na ausência de intenção de obtenção de vantagem indevida (dolo).

28. Observa-se que a maioria dos casos envolvendo a violação da vedação automática de negociação no Período Vedado tem sido encerrada por meio da celebração de termos de compromisso com valores financeiros elevados, sem o aprofundamento de uma discussão sobre a materialidade, a intencionalidade ou a real existência de uso indevido de informação privilegiada. Esse padrão tem afastado a possibilidade de formação de precedentes administrativos consistentes sobre o tema e gerado um ambiente de incerteza quanto à dosimetria da sanção e à gravidade da conduta.

29. Sob a ótica econômica e institucional, esse cenário acaba incentivando a celebração de termos de compromisso com valores elevados, mesmo quando não há evidências claras de uso indevido de informação privilegiada. Isso porque o risco reputacional de responder a um processo sancionador é, por si só, um fator relevante para administradores de companhias abertas. Muitas vezes, a pressão por preservar a imagem pessoal e reputação leva à opção por um acordo célere, mesmo em casos em que a aplicação da vedação é questionável ou a conduta tenha baixa relevância prática[1]. Como resultado, há um descompasso entre o objetivo original da norma

[1] São exemplos: PROC. 19957.008687/2024-36; PROCS. 19957.010909/2024-81 e 19957.011239/2024-10; PROC. 19957.004081/2024-21; PROC. 19957.004083/2024-11; PROC. 19957.012215/2023-05; PROC.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

(proteger o mercado contra uso indevido de informação) e a forma como ela vem sendo aplicada na prática.

30. Por essas razões, sugerimos que a CVM reavalie a conveniência e a efetividade do Período Vedado, considerando, inclusive, a exclusão integral do Art. 43 da Minuta A, em linha com os princípios da razoabilidade, proporcionalidade e incentivo à governança.

VI. MINUTA B

a. Divulgação de Atos Societários

31. A Minuta B traz propostas de ajustes complementares à Resolução CVM 44, principalmente no que se refere à ampliação do prazo para divulgação de atas de reuniões dos órgãos de administração que tratem da emissão de valores mobiliários. O objetivo é adequar a norma às etapas preliminares das ofertas públicas, quando ainda não há definição sobre sua realização.

32. A nosso ver, a ampliação do prazo para divulgação de atas prevista na Minuta B também deve abranger os casos em que a deliberação do conselho de administração, destinada a produzir efeitos perante terceiros, tenha por objeto um fato relevante ainda não divulgado ao mercado.

33. Nesses casos, o início da contagem do prazo de sete dias úteis para disponibilização da ata[2] deve ser postergado para a data em que o fato relevante for efetivamente divulgado, e não a partir da data da reunião: *"V – atas de reuniões do conselho de administração, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros, em até 7 (sete) dias úteis contados da data da reunião, ressalvado o caso em que a deliberação tenha por objeto fato relevante ainda não divulgado ao mercado, hipótese em que o prazo será contado da data de divulgação do respectivo fato relevante"*.

34. Tal interpretação preserva a confidencialidade exigida pelo regime aplicável à divulgação de fatos relevantes, evita assimetrias de informação e garante coerência com o tratamento regulatório dispensado à matéria.

b. Alteração pontual na Resolução CVM 78

35. Sugerimos que a Minuta B inclua previsão para alteração pontual do Art. 3º da Resolução

19957.014756/2023-60; PAS 19957.009269/2023-85 e 19957.012025/2023-80; PAS 19957.014112/2023-71; PAS 19957.008851/2023-24; PAS 19957.007335/2023-82 e 19957.014089/2023-15.

[2] Conforme previsto nos incisos V dos artigos 33 e 34 da Resolução CVM 80.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

CVM n.º 78, de 29 de março de 2022. Como já reconhecido pela SEP em seu Ofício Circular anual[3], nem toda reorganização societária é um fato relevante, notadamente as reorganizações para simplificação de estrutura societária dentro de um grupo societário. Dessa forma, a complementação apresentada a seguir tem por objetivo tornar mais claro e técnico que a divulgação de conteúdo mínimo do Anexo A daquela resolução pode ser feita por meio de fato relevante ou comunicado ao mercado, observada a regulamentação aplicável.

> *"Art. 3º Sem prejuízo das informações e documentos necessários para o exercício de direito de voto em assembleia geral previstos em norma específica, o fato relevante ou comunicado ao mercado, observada a regulamentação aplicável, sobre uma operação deve conter, no mínimo, o disposto no Anexo A, na medida em que tais informações forem conhecidas."*

VII. COMUNICAÇÕES

36. Solicitamos gentilmente que todas as correspondências relacionadas a esta manifestação que venham a ser expedidas sejam encaminhadas aos seguintes endereços:

TAUIL & CHEQUER ADVOGADOS ASSOCIADO A MAYER BROWN LLP
Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 5º, 6º e7º andares
Edifício JK 1455, Vila Nova Conceição
CEP 04543-011, São Paulo, SP, Brasil
At.: Rodolfo Tella | +55 (11) 2504-4651 | RTella@mayerbrown.com
Daniella Monteiro | +(11) 2504-4622 | DMonteiro@mayerbrown.com

VIII. CONSIDERAÇÕES FINAIS

37. Agradecemos a oportunidade de participar do processo da Consulta Pública. Esperamos que as considerações ora apresentadas possam contribuir para aprimorar o normativo. Permanecemos à disposição para esclarecimentos, discussões e apresentação de ponderações adicionais.

[3] "Sobre a publicação na imprensa do fato relevante de que trata o artigo 3º da Resolução CVM nº 78/22, cumpre registrar que a operação deve ser divulgada de acordo com a regulação em vigor, que inclui, atualmente, a Lei nº 6.404/76 e a Resolução CVM nº 44/21, de modo que a Resolução CVM nº 78/22 define tão somente o conteúdo mínimo do instrumento que o divulgar, caso seja necessária tal divulgação. Desse modo, cumpre à administração da companhia avaliar a conveniência e oportunidade da divulgação do referido fato relevante". OFÍCIO CIRCULAR/ANUAL-2025-CVM/SEP, item 7.4 – Incorporação, fusão e cisão, página 177.

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

Atenciosamente,

Signed by:
Rodolfo Constantino de Tella
837B643DD22A42B...

Signed by:
Daniella Raigorodsky Monteiro
F1A2CA03F38D45B...

Tauil & Chequer Advogados associado a Mayer Brown LLP

© Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. All rights reserved. Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.