São Paulo, 18 de julho de 2025.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM
Rua Sete de Setembro, 111, Centro,
Rio de Janeiro/RJ, CEP 20050-901.

At.: *Ilmo. Dr. João Pedro Barroso do Nascimento*
Presidente

Ilmo. Dr. Antônio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

(por email: conpublicasdm0125@cvm.gov.br)

REF.: EDITAL DE CONSULTA PÚBLICA SDM N.º 01/25.

Prezados Senhores,

1. Agradecemos a oportunidade de participar da Consulta Pública SDM n.º 01/25 ("Consulta"), bem como parabenizamos a iniciativa desta i. CVM de promover mudanças e atualizações na Resolução CVM n.º 44/2021 ("Res. CVM 44").

2. Apresentamos, a seguir, nossas sugestões à minuta de resolução (Minuta A)[1], que revoga e substitui a Res. CVM 44 ("Minuta"), bem como as respectivas justificativas. Não temos comentários com relação à Minuta B objeto da Consulta.

* * *

[1] Nas transcrições do texto das normas, as propostas de inclusão estão indicadas em azul e as propostas de exclusão estão indicadas em vermelho.

I. Proposta de inclusão de um inc. V no art. 4º da Minuta:

3. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a inclusão de um inc. V ao art. 4º da Minuta, com a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"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 - companhias securitizadoras exclusivamente registradas nas categorias S1 ou S2, conforme regulamentação específica, bem como às suas emissões; ~~e~~ IV – fundos de investimento~~.~~; e V – emissores que não possuam valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários ou que não possuam valores mobiliários em circulação."

Justificativa:

4. Com a inclusão do art. 4º da Minuta, esta i. CVM propôs a inaplicabilidade das normas da Minuta a certas entidades que esta i. CVM entendeu não estarem sujeitas aos objetivos e princípios que norteiam e fundamentam a Minuta.

5. Considerando que tanto a Res. CVM 44 quanto a Minuta buscam regular a divulgação de informações relevantes sobre os emissores, eventuais vedações às negociações de seus valores mobiliários e a divulgação de informações sobre essas negociações, de forma a, essencialmente, regulamentar e incentivar a transparência e paridade de informações entre os participantes do mercado de capitais, a Minuta busca excetuar dessas obrigações entidades que não estão inseridas no sistema de total transparência do mercado de capitais.

6. Nesse sentido, entendemos que, da mesma forma, os emissores que, apesar de possuírem o registro perante esta i. CVM como companhia aberta, não tenham seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados ou não tenham valores mobiliários em circulação também devem estar excetuados das obrigações previstas na Minuta. A exceção é equivalente àquela já aplicada pela CVM com relação às regras sobre a realização de assembleias (Resolução CVM n.º 81/2022) e à obrigatoriedade de instituição de política de divulgação de fatos relevantes prevista na própria Minuta, que não se aplicam a emissores que não possuam valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários ou que não possuam valores mobiliários em circulação (cf. art. 3º, incs. II e III, da Resolução CVM n.º 81/2022; e art. 46, §3º, da Minuta).

7. Embora essas sociedades sejam registradas como companhias abertas, o regime de divulgação de informações aplicável a elas pode ser menos restritivo do que aos emissores que tenham efetivamente valores mobiliários em negociação e haja investidores que possam ser diretamente afetados pelas informações referentes ao emissor – tanto é assim que a definição de fato relevante é centrada nos impactos das informações sobre a cotação dos valores mobiliários e a decisão dos investidores. Até a efetiva negociação dos valores em mercados organizados e existência de ações em circulação, os emissores ainda não acessaram efetivamente o mercado de capitais e, portanto, é possível que não estejam sujeitos a todas as regras do regime de transparência. Impor as obrigações de divulgação e vedação previstas na Minuta a esses emissores, dessa forma, parece extrapolar os princípios que fundamentam as obrigações de divulgação de informações e pode gerar custos e restrições adicionais a esses emissores, seus administradores e acionistas, sem gerar ganhos efetivos ao mercado, de outro lado.

8. Por essa razão, sugerimos a inclusão de um inc. V no art. 4º da Minuta, para explicitar a inaplicabilidade das regras previstas na Minuta aos emissores registrados perante a CVM como companhia aberta, mas que ainda não possuam seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários ou que não tenham valores mobiliários em circulação.

II. Proposta de alteração do inc. VII do §1º do art. 5º da Minuta:

9. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do inc. VII, do §1º, do art. 5º da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 5º [...] §1º [...] VII – admissão dos valores mobiliários do emissor a negociação em novos mercados, no País ou no exterior;"	"Art. 5º [...] §1º [...] VII - admissão dos valores mobiliários do emissor a negociação em novos mercados, no País ou no exterior, ou mudança de segmento de listagem dos valores mobiliários do emissor;"

Justificativa:

10. Tendo em vista que os segmentos de listagem de valores mobiliários, dentro de um mesmo mercado, podem prever diferentes regras e direitos, a mudança de segmento de listagem dos valores mobiliários do emissor é um evento que pode influir nas decisões dos investidores de comprar, vender ou manter seus valores mobiliários ou de exercer direitos a eles inerentes (hipóteses caracterizadoras de um fato como relevante, conforme incs. I, II e III do art. 5º da Minuta).

11. A B3 – Brasil, Bolsa e Balcão, principal mercado regulamentado de negociação de valores mobiliários do Brasil, é um exemplo dessa situação. A mudança de listagem entre os segmentos do Novo Mercado e do Nível 1, por exemplo, implica a possibilidade de emissão de ações preferenciais pelos emissores, o que, por si só – sem nem considerar as demais mudanças nas regras de governança –, já pode ser suficiente para impactar na decisão dos investidores do emissor em relação à negociação dos seus valores mobiliários ou ao exercício de seus direitos na qualidade de seu titular.

12. Assim, entendemos ser evento de relevância suficiente para ser incluído na lista de exemplos de fatos potencialmente relevantes. A sugestão de inclusão no inc. VII se dá apenas por ser um inciso que já trata de assuntos relacionados a esse tópico.

13. Sugerimos, portanto, a alteração ao inc. VII do §1º do art. 5º da Minuta para incluir a mudança de segmentos de listagem dos valores mobiliários dentro de um mesmo mercado como exemplo de fato potencialmente relevante.

III. Proposta de alteração do inc. XVI do §1º do art. 5º da Minuta:

14. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do inc. XVI, do §1º, do art. 5º da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 5º [...] §1º [...] XVI – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;"	"Art. 5º [...] §1º [...] XVI – aprovação, pelos órgãos societários competentes do emissor, de desdobramento ou grupamento de ações do emissor ou atribuição de bonificação pelo emissor;"

Justificativa:

15. O inciso em questão trata da qualificação de desdobramentos, grupamentos ou atribuição de bonificação como fatos potencialmente relevantes, tendo em vista que são eventos cujos efeitos são, em potencial, aqueles indicados nos incs. I, II e III do art. 5º da Minuta.

16. Esses eventos, entretanto, podem compreender diversas etapas até a sua efetiva aprovação e produção de efeitos. Cada etapa desses processos pode ter relevância distinta, de forma que é importante, especialmente para orientar a atuação do diretor de relações de investidores, determinar as etapas que potencialmente serão objeto de divulgação como fato relevante.

17. Dado que a aprovação desses eventos pelos órgãos societários competentes é o marco procedimental que formaliza sua aprovação e ulterior implementação, sugerimos que esse inciso seja alterado para incluir essa especificação, como forma de orientação e esclarecimento aos responsáveis pela avaliação e divulgação do fato relevante, por meio da alteração do inc. XVI, do §1º, do art. 5º da Minuta.

IV. Proposta de exclusão/alteração do inc. XVIII do §1º do art. 5º da Minuta:

18. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a exclusão do inc. XVIII do §1º do art. 5º, e, caso não seja acatada essa sugestão, sua alteração, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta (caso não aceita a sugestão de exclusão desses incisos)
"Art. 5º [...] §1º [...] XVIII – lucro ou prejuízo do emissor e a atribuição de proventos em dinheiro;"	"Art. 5º [...] §1º [...] XVIII – lucro ou prejuízo do emissor e a atribuição de proventos em dinheiro pelo emissor, se extraordinários em relação ao curso normal dos negócios do emissor;"

Justificativa:

19. Elemento definidor dos fatos relevantes, constante do art. 5º da Minuta, é a necessidade de que o fato em questão possa influenciar (i) na cotação de valores mobiliários do emissor; (ii) na decisão dos investidores de negociar seus valores mobiliários; ou (iii) na decisão de exercício de direitos pelos titulares dos valores mobiliários do emissor. Diante disso, depreende-se que o evento em questão deve apresentar algum elemento extraordinário no curso dos negócios do emissor, de modo a ser relevante o suficiente para impactar o preço de cotação dos valores mobiliários ou decisões dos investidores.

20. A apuração de lucros ou prejuízos e a atribuição de proventos em dinheiro, em si, são eventos usuais no curso dos emissores e na perspectiva dos investidores. São eventos recorrentes no exercício social dos emissores, e a sua mera ocorrência não parece significar alterações significativas que possam impactar o preço de cotação dos valores mobiliários ou decisões dos investidores. A rigor, a cada exercício social e período intermediário, todos os emissores apurarão, necessariamente, algum prejuízo ou lucro. E, sempre que houver lucro, deve-se distribuir ao menos o dividendo mínimo obrigatório. Dessa forma, quando ocorridos dentro de sua frequência normal, não parece haver, nesses exemplos, relevância o suficiente para qualificar um fato relevante.

21. O inc. XVIII do art. 5º, §1º, da Minuta, portanto, da forma como consta na redação atual (existente inclusive na Res. CVM 44), não parece indicar um fato potencialmente relevante. Por essa razão, sugerimos a exclusão desse inciso da Minuta.

22. Caso esta i. CVM venha a concluir no sentido da manutenção desse inciso na Minuta, sugerimos que seja incluído um elemento qualificador, de forma a distinguir a apuração de lucros e prejuízos e atribuição de proventos ocorridas no curso normal dos negócios do emissor, de um lado, da ocorrência desses eventos extraordinários, de outro lado, sendo apenas estes últimos fatos potencialmente relevantes, que podem se enquadrar nas hipóteses dos incs. I, II e III do art. 5º da Minuta, conforme redação sugerida acima.

V. Proposta de alteração do inc. XX do §1º do art. 5º da Minuta:

23. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do inc. XX, do §1º, do art. 5º da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 5º [...] §1º [...] XX – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;"	"Art. 5º [...] §1º [...] XX – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação pelo emissor, quando a expectativa de concretização do projeto for de conhecimento público;"

Justificativa:

24. A aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação é um dos exemplos de fatos potencialmente relevantes, de acordo com a Minuta. Não há, nesse inciso, qualquer qualificadora sobre as circunstâncias em que esses fatos podem ser potencialmente relevantes, ao contrário de outros exemplos equivalentes, como é o caso do inc. XIX, que qualifica o exemplo nas situações em que "*a expectativa de concretização for de conhecimento público*".

25. Como as sociedades estão constantemente envolvidas em diversos projetos, entendemos que seria adequado qualificar as hipóteses em que esses fatos são considerados potencialmente relevantes.

26. Nesse sentido, e aproveitando qualificadora usada na Minuta em outras situações, sugerimos que esse inciso diga respeito a projeto cuja expectativa de concretização seja de conhecimento público, por meio da alteração do inc. XX, do §1º, do art. 5º da Minuta.

VI. Proposta de alteração do inc. XXII do §1º do art. 5º da Minuta:

27. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do inc. XXII, do §1º, do art. 5º da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 5º [...] §1º [...] XXII – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos do emissor;"	"Art. 5º [...] §1º [...] XXII – descoberta~~, mudança~~ ou desenvolvimento de tecnologia ou de novos recursos naturais exploráveis do emissor;"

Justificativa:

28. A redação atual desse inciso da Res. CVM 44, replicada na Minuta, diz respeito a descobertas, mudanças ou desenvolvimentos de tecnologias e recursos do emissor. A redação é bastante ampla e, em alguns aspectos, não parece ser suficientemente clara quanto às hipóteses abrangidas pelo exemplo de fato potencialmente relevante.

29. Em primeiro lugar, a referência a "*mudança*" não parece ser a mais adequada. As tecnologias estão em constante mudança, de forma que seria necessária alguma alteração efetivamente relevante para que se possa ter um exemplo de fato potencialmente relevante. Da mesma forma, seria difícil cogitar uma hipótese de "*mudança*" dos recursos de propriedade do emissor que seja diferente da descoberta ou desenvolvimento. Sugerimos, assim, excluir a referência a "*mudança*" nesse inciso.

30. Em segundo lugar, a referência a "*recursos*" não parece ser suficientemente clara quanto às hipóteses abrangidas pelo exemplo. A referência mais adequada, em nossa opinião, seria a recursos naturais que possam ser exploráveis pelos emissores – e que podem vir a ser "*descobertos*" pelos emissores no curso de seus negócios, como já discutido em precedente decidido pelo Colegiado desta i. CVM[2]. Trata-se de um esclarecimento que permite o melhor entendimento e aplicação da norma pelos participantes do mercado e por esta i. CVM.

31. Diante disso, para que a lista constante do art. 5º, §1º, da Minuta possa oferecer melhor orientação quanto à avaliação de fatos potencialmente relevantes, sugerimos excluir a menção à "*mudança*" e delimitar os "*recursos*" mencionados nesse inciso a "*novos recursos naturais*

[2] Cf. PAS RJ 2014/6517, j. 25.06.2019, em que se discutiu a descoberta de indícios de hidrocarbonetos (recurso natural) por uma companhia aberta e sua qualificação como fato relevante.

exploráveis", por meio da alteração do inc. XXII, do §1º, do art. 5º da Minuta, conforme redação sugerida acima.

VII. Proposta de alteração do §2º do art. 5º da Minuta:

32. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do §2º no art. 5º da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"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, desde que tenha materialidade suficiente, ou sob condição suspensiva ou resolutiva, devendo, nesse caso, ser observado ainda o disposto no art. 15, sem prejuízo, em qualquer caso, do disposto no art. 22."

Justificativa:

33. A regra atualmente existente, e replicada na Minuta, é de que estudos ou negócios em tratativas podem ser considerados fatos relevantes, ainda que não tenham sido concretizados – o que é adequado, como amplamente reconhecido nos precedentes desta i. CVM[3]. De outro lado, essa regra gera, usualmente, dúvidas dos emissores sobre o momento em que devem divulgar fatos relevantes sobre essas operações.

34. É usual, na vida empresarial, que estudos sobre projetos, operações e negócios sejam iniciados, mas não sejam concluídos. Da mesma forma, não é incomum que negociações sejam interrompidas por decisão das partes em não seguir adiante, pelas mais diversas razões.

35. Diante disso, os emissores costumam ter um impasse sobre divulgar ou não estudos ou operações em fases iniciais, uma vez que não há elementos sólidos quanto à sua continuidade.

[3] Ver, *i.a.*, PAS CVM RJ 2016/710, j. 09.07.2019 e precedentes citados na nota de rodapé n.º 12 do voto do relator do referido processo administrativo sancionador.

36. A regulação, de outro lado, não apresenta uma regra expressa que possa auxiliar na decisão quanto à divulgação ou não de um fato relevante (ou mesmo de sua não divulgação, conforme autorizado pelo art. 22 da Minuta). Nos precedentes desta i. CVM, é possível identificar o entendimento de que a relevância de fatos ainda não concretizados deve ser "*determinada a partir da ponderação (i) da sua magnitude pela (ii) probabilidade da sua ocorrência*"[4].

37. Sugerimos, assim, a previsão de que fatos em fase de estudos e negociações devem ser considerados desde que haja materialidade suficiente – ou seja, meras ideias ou etapas preliminares não seriam abrangidas por essa regra. O objetivo é trazer mais segurança para a norma e mais clareza em sua aplicação pelos participantes do mercado.

38. Sugerimos também incluir, nesse item, uma referência à possibilidade de não divulgação excepcional de fatos relevantes para proteção de interesses legítimos do emissor prevista no art. 22 da Minuta, que usualmente se aplica em casos de estudos e negócios em fase de tratativas preliminares. Embora a exceção já seja aplicável mesmo sem essa alteração, entendemos que a proposta pode trazer mais segurança aos emissores.

39. Dessa forma, propomos as alterações ao §2º no art. 5º da Minuta, conforme indicado acima.

VIII. Proposta de inclusão de um novo §3º no art. 5º da Minuta ou, subsidiariamente, alteração de incisos do §1º do art. 5º da Minuta:

40. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a inclusão de um novo §3º no art. 5º da Minuta, com a seguinte redação:

Minuta	Proposta
Sem correspondente na atual versão da Minuta.	"Art. 5º [...] §3º Os eventos indicados no §1º são fatos potencialmente relevantes desde que envolvam diretamente o emissor e, apenas excepcionalmente, caso se enquadrem na definição constante do caput do art. 5º, eventos envolvendo controladas ou coligadas do emissor."

[4] Ver item 10 do voto do relator do PAS CVM RJ 2016/710, j. 09.07.2019.

41. Subsidiariamente, sugere-se a alteração dos incs. XI, XIII e XIV do art. 5º, §1º, da Minuta[5], para que passem a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 5º [...] §1º [...] XI – incorporação, incorporação de ações, cisão total ou parcial fusão e outras formas de reorganização societária ou combinação de negócios; [...] XIII – mudança de critérios contábeis; XIV – renegociação de dívidas; [...];"	"Art. 5º [...] §1º [...] XI – incorporação, incorporação de ações, cisão total ou parcial fusão e outras formas de reorganização societária ou combinação de negócios envolvendo o emissor; [...] XIII – mudança de critérios contábeis aplicados pelo emissor; XIV – renegociação de dívidas do emissor; [...];"

Justificativa:

42. A definição de fatos relevantes constante do art. 5º, caput, da Minuta compreende fatos que possam afetar a cotação dos valores mobiliários do emissor ou as decisões de seus investidores.

43. Em alguns dos exemplos de fatos potencialmente relevantes listados no art. 5º, §1º, da Minuta, de outro lado, não há a especificação de que se trata de fatos envolvendo diretamente o emissor. Essa redação pode gerar dúvidas quanto a eventos envolvendo sociedades controladas ou coligadas do emissor, o que é bastante comum, já que os emissores usualmente integram grupos econômicos compostos por outras sociedades.

44. Sugerimos, assim, que seja incluída uma previsão expressa de que os exemplos dizem respeito, em regra, a fatos envolvendo diretamente o emissor, para maior clareza e segurança na aplicação da norma pelos emissores. Naturalmente, fatos envolvendo controladas e coligadas podem vir a ser considerados fatos relevantes, desde que se enquadrem na definição do art. 5º, caput, da Minuta – devem ser consideradas, contudo, situações excepcionais.

45. Nesse sentido, sugerimos a inclusão de um novo §3º no art. 5º da Minuta, conforme redação indicada acima.

[5] Os incisos XVI, XVIII, XIX e XX do art. 5º, §1º, da Minuta não foram incluídos nesta sugestão por terem sido objeto de propostas específicas, indicadas acima. Caso as propostas específicas não sejam acolhidas por esta i. CVM, sugerimos ao menos especificar que se trata de eventos envolvendo o emissor.

46. Subsidiariamente, caso esta i. CVM entenda não ser adequado incluir o referido parágrafo, sugerimos que todos os incisos do art. 5º, §1º, da Minuta contenham uma referência ao envolvimento do emissor, incluindo essa menção nos incs. XI, XIII e XIV do art. 5º[6], conforme redação acima.

IX. Proposta de alteração do inc. IV do parágrafo único do art. 6º da Minuta:

47. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do inc. IV do parágrafo único do art. 6º da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
Sem correspondente na atual versão da Minuta.	"Art. 6º [...] Parágrafo único. [...] IV – outras informações úteis para os participantes do mercado de capitais cuja divulgação seja exigida ~~exigidas~~ pela regulamentação aplicável a emissores de valores mobiliários para as quais não seja exigida uma forma específica de divulgação ~~prestação~~ da informação".

Justificativa:

48. Existem situações em que os emissores devem apresentar informações a esta i. CVM, mas que sua divulgação ao mercado não é exigida pela regulação ou por determinação do regulador. É o caso, por exemplo, de informações exigidas no âmbito de processos administrativos em curso perante esta i. CVM.

49. Sugerimos, assim, esclarecer, nesse item, que os exemplos de possíveis comunicados ao mercado são (i) informações úteis para os participantes do mercado de capitais e (ii) cuja "*divulgação*" seja exigida pela regulação, por meio da alteração do inc. IV do art. 6º da Minuta, conforme indicado acima.

[6] Os incisos XVI, XVIII e XX do art. 5º, §1º, da Minuta não foram incluídos nesta sugestão por terem sido objeto de propostas específicas, indicadas acima. Caso as propostas específicas não sejam acolhidas por esta i. CVM, sugerimos ao menos especificar que se trata de eventos envolvendo o emissor.

X. Proposta de inclusão de inc. V no parágrafo único do art. 6º da Minuta:

50. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a inclusão de inc. V no parágrafo único do art. 6º da Minuta, com a seguinte redação:

Minuta	Proposta
Sem correspondente na atual versão da Minuta.	"Art. 6º [...] Parágrafo único. [...] V – informações intermediárias ou acessórias relacionadas a eventos societários, operações societárias ou outros processos, ainda que estes sejam caracterizados como fatos relevantes".

Justificativa:

51. É comum que os emissores estejam envolvidos em eventos societários, operações societárias ou outros processos que se prologam no tempo. Nesses casos, é possível que, embora o evento em si seja um fato relevante, haja diversos outros eventos intermediários e acessórios que não são, em si, considerados fatos relevantes e constituem exemplos usuais de possíveis situações sujeitas a comunicados ao mercado (e que são comumente divulgados pelos emissores como comunicados ao mercado ou avisos aos acionistas).

52. Um dos exemplos comuns dessas situações são aumentos de capital. A partir da aprovação societária do aumento de capital – que, em nossa opinião, é um fato potencialmente relevante, como mencionado acima nos comentários sobre a lista constante do art. 5º, §1º, da Minuta –, há diversas etapas adicionais, incluindo abertura de período de preferência, conclusão do período de preferência, abertura de período de subscrição de sobras, conclusão do período de subscrição de sobras, eventuais procedimentos referentes a sobras adicionais, tratamento de frações de ações, etc. Outro exemplo usual são grupamentos de ações, em que, a partir da aprovação societária, há também várias etapas intermediárias que são comunicadas ao mercado – procedimentos de composição de lotes inteiros de ações ou para a solicitação de doação de ações, conforme o caso, procedimentos para o tratamento de frações de ações remanescentes, inclusive leilões de ações, etc.

53. Nesses casos, como se disse, as etapas intermediárias e acessórias não são, necessariamente, fatos relevantes e usualmente são divulgadas em outros formatos. O evento (aumento de capital, grupamento ou outro), uma vez divulgado, já é assimilado pelo mercado e, em regra, as etapas de implementação do evento não alterarão novamente o preço de cotação ou as decisões dos investidores,

exceto se houver algum evento adicional que seja suficientemente relevante a ponto de se qualificar como fato relevante, nos termos do art. 5º, incs. I, II e III, da Minuta.

54. Nesse sentido, para permitir a melhor aplicação da norma e maior segurança na decisão sobre o formato de divulgação, sugerimos indicar que informações sobre etapas intermediárias e acessórias de eventos societários, operações societárias ou outros processos, ainda que estes sejam caracterizados como fatos relevantes, são exemplos de possíveis comunicados ao mercado, por meio da inclusão de inc. V no parágrafo único do art. 6º da Minuta, conforme indicado acima.

XI. Proposta de alteração do art. 14 da Minuta:

55. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do art. 14 da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 14. Qualquer mudança nos fatos objeto das declarações feitas nos termos desta Resolução deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior."	"Art. 14. Qualquer mudança nos fatos relevantes divulgados ~~objeto das declarações feitas~~ nos termos desta Resolução, desde que a mudança se caracterize como um fato relevante, deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando o fato relevante ~~a declaração~~ anterior."

Justificativa:

56. A Minuta estabelece o regime de divulgação aplicável a fatos relevantes e a outras informações referentes ao emissor, inclusive comunicados ao mercado e informações sobre participações qualificadas.

57. O regime de divulgação imediata, por outro lado, diz respeito apenas aos fatos relevantes que, salvo as exceções previstas na regulação, devem ser imediatamente divulgados ao mercado para equalização das informações disponíveis aos investidores (art. 19 da Minuta).

58. A redação inicialmente sugerida para o art. 14 da Minuta abrangia todas as "*declarações*" do emissor relacionadas à resolução – e não estava limitada a alterações ocorridas nos fatos relevantes divulgados pelo emissor. Sugerimos que a regra compreenda apenas alterações em fatos relevantes divulgados pelos emissores, e desde que a alteração também se caracterize como um fato relevante –

do contrário, o emissor pode ser obrigado a divulgar eventuais alterações não significativas, com possíveis custos adicionais, sem necessariamente haver benefícios informacionais –, com o ajuste no art. 14 da Minuta indicado acima.

XII. Proposta de alteração do §3º do art. 23 da Minuta:

59. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do art. 23 da Minuta, para que passem a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 23. [...] §3º Na hipótese do parágrafo único do art. 22, o requerimento de que trata o caput não exime os acionistas controladores e os administradores de sua responsabilidade pela divulgação do fato relevante."	"Art. 23. [...] §3º Na hipótese do parágrafo único do art. 22, o requerimento de que trata o caput não exime o diretor de relações com investidores ~~os acionistas controladores e os administradores~~ de sua responsabilidade pela divulgação do fato relevante."

Justificativa:

60. O responsável pela divulgação de fatos relevantes e comunicados ao mercado é o diretor de relações com investidores do emissor, conforme art. 16 da Minuta.

61. Os acionistas e outros administradores podem solicitar ao diretor de relações com investidores ou, nos termos do art. 23, *caput*, da Minuta, à SEP a prestação de fatos relevantes que não tenham sido divulgados. Os acionistas e administradores, no entanto, não têm a responsabilidade primária pela divulgação de fatos relevantes.

62. Sugerimos, assim, alterar o §3º do art. 23 da Minuta, para ressalvar apenas a responsabilidade do diretor de relações com investidores em caso de não divulgação de fatos relevantes, com a redação indicada acima.

XIII. Proposta de alteração do caput e §2º do art. 32 da Minuta:

63. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do caput e §2º do art. 32 da Minuta, para que passem a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"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: 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".	"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. [...] §2º O exame de que trata o §1º deve partir da presunção de boa-fé do diretor de relações com investidores ~~das pessoas referidas no art. 24~~ e da correção da avaliação que ele fizer ~~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 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~~".

Justificativa – Atribuição da responsabilidade pela decisão sobre a divulgação ao diretor de relações com investidores:

64. O responsável pela divulgação de fatos relevantes e comunicados ao mercado é o diretor de relações com investidores do emissor, conforme art. 16 da Minuta.

65. Entendemos que a avaliação sobre a divulgação ou não de uma informação e sobre o formato mais adequado para a divulgação (se fato relevante, se comunicado ao mercado ou se de outra forma) deve caber, igualmente, ao responsável pela divulgação de fatos relevantes e comunicados ao mercado – ou seja, ao diretor de relações com investidores.

66. Não seria adequado atribuir a responsabilidade pela decisão sobre o formato de divulgação às pessoas indicadas no art. 24 da Minuta, uma vez que não são elas as responsáveis pela divulgação. Da mesma forma, se todas as referidas pessoas forem responsáveis pela decisão sobre o formato de divulgação, passará a ser necessário que todas elas (acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, membros do conselho fiscal e membros de órgãos estatutários) participem efetivamente, em conjunto com o diretor de relações com investidores, dessa decisão, o que não é adequado em termos de governança (já que, muitas vezes, não serão todas as pessoas referidas no art. 24 que terão acesso aos fatos relevantes a serem divulgados) e de atribuição de responsabilidade (já que o diretor de relações com investidores, embora seja o responsável pela divulgação, não teria o poder de decisão sobre o assunto), nem viável do ponto de vista prático (em razão da possível demora em se atingir uma decisão, já que haverá diversas pessoas envolvidas, ou mesmo da impossibilidade de decisão, caso não haja consenso).

67. Sugerimos, assim, a alteração do caput e do §2º do art. 32 da Minuta, para indicar que a decisão sobre o formato de divulgação cabe ao responsável pela divulgação de fatos relevantes e comunicados ao mercado – ou seja, essa decisão cabe ao diretor de relações com investidores do emissor.

Justificativa – Exclusão da lista de circunstâncias indicativas de uso inadequado da forma de divulgação:

68. A Minuta incluí, no §2º do art. 32, uma presunção de boa-fé quanto à decisão sobre o formato e divulgação (por fato relevante ou por comunicado ao mercado) e uma lista de situações que seriam indicativas de uso inadequado da forma de decisão.

69. As situações, embora reflitam contextos usuais em que há uma decisão sobre a divulgação de informações, não são, por si só, indicativas de uso inadequado de uma determinada forma de divulgação.

70. A existência de um fato sob sigilo ou referente a tratativas não o torna mais relevante ou menos relevante, nem aumenta o ônus sobre o diretor na tomada de sua decisão sobre promover a divulgação de uma informação. Da mesma forma, o período subsequente a negociações de valores mobiliários ou de formalização de planos de investimento ou desinvestimento não aumenta ou diminui a relevância de informações. E, por fim, a divulgação de um determinado fato relevante não torna relevantes, automaticamente, todos os eventos relacionados.

71. Estabelecer essa lista na Minuta, no mesmo momento em que os comunicados ao mercado são introduzidos formalmente na regulação, parece ser uma decisão regulatória precipitada e que pode trazer mais ônus aos emissores, do que benefícios efetivos. Em nossa opinião, o ideal é manter a previsão de presunção de boa-fé, sujeita à análise das circunstâncias de cada caso, o que caberá a esta i. CVM nos casos concretos. Em momento oportuno no futuro, após a consolidação da jurisprudência sobre a matéria, pode haver nova avaliação sobre a possibilidade de incorporação de entendimentos do Colegiado na regulação.

72. Sugerimos, desse modo, <u>excluir os exemplos de situações que indicam o uso inadequado da forma de divulgação, por meio da alteração do art. 32, §2º, da Minuta</u>, conforme indicado acima.

73. Ressaltamos, ainda, a esse respeito, que, da forma como foi escrito o texto da Minuta, o indicativo do uso inadequado poderia ser aplicável tanto caso o diretor de relações com investidores optasse pela divulgação de fato relevante, quanto se decidisse por divulgar um comunicado ao mercado. A intenção desta i. CVM foi a estabelecer o indicativo de uso inadequado de comunicados ao mercado, em vez de fatos relevante, nas situações listadas, como se nota pelo título da seção ("*Divulgação Irregular de Fato Relevante por meio de Comunicado ao Mercado*"), mas não foi o que constou do texto da norma, que permite a interpretação também de que o indicativo de uso irregular seria aplicável também em caso de divulgação de fatos relevantes nessas situações. Caso esta i. CVM não acate a sugestão de exclusão das situações previstas no §2º do art. 32 da Minuta, como proposto acima, sugerimos deixar claro que se trata de possíveis indicativos de uso inadequado da forma de divulgação por comunicados ao mercado.

XIV. Proposta de alteração do §1º do art. 7º, do caput e do §1º, inc. I, do art. 33, do caput e inc. II do art. 34, do art. 35, do caput do art. 39 e do caput do art. 40 da Minuta:

74. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do §1º do art. 7º, do caput e do §1º, inc. I, do art. 33, do caput e inc. II do art. 34, do art. 35, do caput do art. 39 e do caput do art. 40 da Minuta[7], para que passem a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 7º [...] §1º Para fins de verificação do atingimento dos percentuais previstos no caput, também devem ser consideradas as aquisições de quaisquer direitos sobre as ações, inclusive aqueles decorrentes de instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações."	"Art. 7º [...] §1º Para fins de verificação do atingimento ou da superação, para cima ou para baixo, dos percentuais previstos no caput, também devem ser consideradas as aquisições de quaisquer direitos sobre as ações, inclusive aqueles decorrentes de instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações."
"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 [...] 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"	"Art. 33. O investidor e pessoas a ele vinculadas devem informar o atingimento ou a superação, para cima ou para baixo, de participação relevante no capital social do emissor, seja em decorrência de aumento ou de redução dessa participação. [...] §1º [...] 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 ou a superação, para cima ou para baixo, de participação relevante no capital social do emissor; e"

[7] O caput do art. 38 e o §2º do art. 39 da Minuta, que fazem referência ao "*atingimento de participação relevante*", não foram incluídos nesta sugestão por terem sido objeto de propostas específicas, indicadas abaixo. Caso as propostas específicas não sejam acolhidas por esta i. CVM, sugerimos fazer o mesmo ajuste de redação proposto neste item.

Minuta	Proposta
"Art. 34. A divulgação do atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve conter as seguintes informações: [...] II – a data em que foi realizado o negócio que levou ao atingimento da participação relevante;"	"Art. 34. A divulgação do atingimento ou da superação, para cima ou para baixo, de participação relevante no capital social do emissor deve conter as seguintes informações: [...] II – a data em que foi realizado o negócio que levou ao atingimento ou à superação, para cima ou para baixo, da participação relevante;"
"Art. 35. Cabe ao investidor informar ao diretor de relações com investidores o atingimento de participação relevante, com as informações previstas no art. 34, nos prazos e condições indicados nas seções II e III deste Capítulo."	"Art. 35. Cabe ao investidor informar ao diretor de relações com investidores o atingimento ou a superação, para cima ou para baixo, de participação relevante, com as informações previstas no art. 34, nos prazos e condições indicados nas seções II e III deste Capítulo."
"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."	"Art. 39. Quando o investidor não tiver objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, a comunicação do atingimento ou da superação, para cima ou para baixo, 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."
"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."	"Art. 40. Quando o investidor tiver objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, a comunicação do atingimento ou da superação, para cima ou para baixo, 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."

Justificativa:

75. É usual que as negociações de participações relevantes impliquem a alteração da participação do acionista resultando em percentual que supera, para cima ou para baixo, um patamar considerado relevante pela regulação e que não corresponde exatamente ao referido patamar de participação relevante.

76. Sugerimos, assim, apenas um ajuste de texto na Minuta, para que as referências sejam sempre a "*atingimento ou superação, para cima ou para baixo*" de participação relevante, em vez de apenas "*atingimento*" de participação relevante, para maior clareza do conteúdo da regra – o que já corresponde à prática no mercado.

XV. Proposta de alteração dos incs. I e III do art. 8º e exclusão do inc. V do art. 8º da Minuta:

77. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração dos incs. I e III do art. 8º da Minuta, para que passem a ter a seguinte redação, e exclusão do inc. V do art. 8º da Minuta:

Minuta	Proposta
"Art. 8º [...] §1º Presume-se agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos: I – seu cônjuge, companheiro, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau; [...] III – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou o do emissor, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle; IV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira; e V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos."	"Art. 8º [...] §1º Presume-se agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos: I – seu cônjuge~~,~~ do qual não esteja separado judicial ou extrajudicialmente ou companheiro~~, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau~~; [...] III – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ~~ou o do emissor, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle~~; e IV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira~~; e~~

Minuta	Proposta
	~~V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos~~.”

Justificativa:

78. Em nossa opinião, a formação de blocos de acionistas para os fins de divulgação de participação relevante e aplicação das obrigações adicionais previstas na Minuta depende da efetiva atuação de pessoas em conjunto ou representando o mesmo interesse – ou seja, acionistas que efetivamente atuem como um bloco, sujeitos a orientação comum.

79. O critério, assim, deve ser mais restritivo do que aquele aplicado na regulação própria de ofertas públicas, em que se busca, inclusive, ajustar o preço da oferta com base em negociações por pessoas *relacionadas* ao ofertante ou ao emissor e que podem vir a ter mais informações sobre elementos relacionados à oferta ou ao emissor que permitam uma precificação mais adequada do ativo.

80. Como se vê, a função das normas é distinta e, no caso da divulgação e aplicação das normas próprias relacionadas à negociação de participação relevante, deve voltar-se a pessoas efetivamente coordenadas entre si e não apenas relacionadas.

81. Dessa forma, sugerimos a exclusão das seguintes pessoas que, embora sejam relacionadas a um determinado acionista, não necessariamente (nem presumivelmente) atuam em conjunto ou representando o mesmo interesse dele: (i) exclusão de ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau, com manutenção apenas de cônjuge do qual não esteja separado judicial ou extrajudicialmente e companheiro (art. 8º, §1º, inc. I); (ii) exclusão de intermediários de negociação de controle, que não podem ser presumidos atuando em conjunto com outros acionistas pelo simples fato de intermediarem uma operação (art. 8º, §1º, inc. III); e (iii) o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos, uma vez que essas pessoas estão apenas transitoriamente administrando os bens de terceiros, inclusive com responsabilidades fiduciárias, o que não justifica se presumir uma atuação conjunta (art. 8º, §1º, inc. V). Essas pessoas são relacionadas aos acionistas e pode fazer sentido considerá-las para fins de delimitação de pessoas relacionadas, mas não necessariamente de pessoas que presumivelmente atuarão em conjunto, que é o objeto do art. 8º, §1º, da Minuta.

82. Além disso, foram incluídas também referências à aquisição do controle do *emissor* e não do acionista relevante, o que, naturalmente, não pode ser um critério para a definição de um bloco de acionistas (sequer seria possível identificar, nesse caso, o acionista a que se refere a atuação conjunta do adquirente do controle do emissor) – sugerimos, assim, excluir todas as referências ao controle do *emissor* (art. 8º, §1º, inc. III).

83. Os ajustes para refletir essas sugestões foram propostos no texto do art. 8º da Minuta, conforme indicado acima.

XVI. Proposta de alteração do parágrafo único do art. 22 da Minuta:

84. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do parágrafo único do art. 22 da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 22 [...] Parágrafo único. O fato relevante deve ser divulgado imediatamente na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados."	"Art. 22 [...] Parágrafo único. O fato relevante deve ser divulgado imediatamente na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados. Para esses fins, entende-se por: (i) fato relevante "divulgado imediatamente" aquele que for divulgado no mesmo dia em que o emissor tiver ciência da hipótese que justificou a divulgação nos termos deste parágrafo único, inclusive após o encerramento dos negócios nos mercados organizados em que os valores mobiliários do emissor sejam admitidos à negociação; e (ii) "escapar ao controle" a situação em que a informação é divulgada por alguma plataforma, física ou digital, de grande alcance."

Justificativa:

85. A Minuta manteve a previsão de que fatos relevantes podem deixar de ser divulgados por interesses legítimos do emissor, mas que, caso escapem ao controle ou ocorra uma oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários, devem ser divulgados imediatamente, como é a regra da Res. CVM 44.

86. Essa é uma previsão recorrente nos precedentes desta i. CVM envolvendo a divulgação de fatos relevantes por emissores.

87. Com base nos precedentes e nas dúvidas recorrentes dos emissores, nossa sugestão é trazer mais segurança aos emissores e ao diretor de relações com investidores, quando se encontrarem nessas situações, com relação aos parâmetros para a definição do momento da divulgação e do escape da informação ao controle do emissor.

88. Em primeiro lugar, sugerimos que a divulgação do fato relevante deva ocorrer no mesmo dia da ciência do emissor sobre a obrigatoriedade de divulgação, mas possa se dar após o encerramento do pregão – o que permite a adequada avaliação sobre a divulgação e preparação do fato relevante e está em linha com a lógica da Minuta que determina a divulgação de fatos relevantes, em regra, após o encerramento do pregão, para melhor equalização das informações (art. 20, caput, da Minuta). Há precedente desta i. CVM em que se absolveu o diretor de relações com investidores pela suposta não divulgação de aviso de fato relevante após ocorrência de oscilação atípica, porque a divulgação do fato relevante foi considerada tempestiva (no mesmo dia da oscilação atípica, após o encerramento do pregão)[8] – o que demonstra que o Colegiado desta i. CVM já entendeu ser razoável a divulgação no mesmo dia, mas apenas após o encerramento do pregão.

89. Em segundo lugar, sugerimos que a Minuta preveja algum parâmetro para a definição do que se entende por uma informação escapar ao controle do emissor. Usualmente, a informação escapa ao controle quando se torna disponível a um número razoável de investidores, que passam a tomar suas decisões de investimento e desinvestimento com base nessas informações. No entanto, é possível cogitar situações em que há a divulgação, mas em círculos muito restritos, o que pode gerar dúvidas sobre o escape ou não ao controle. Sugerimos que esta i. CVM avalie algum modo de delimitar o conceito de escape ao controle, para trazer mais segurança aos participantes do mercado. Nossa proposta de texto, sujeita à avaliação desta i. CVM é que se mencione a divulgação da informação em plataforma de grande alcance (por exemplo, jornais, plataformas de finanças, etc) – o que usualmente são as situações que geram a divulgação de fatos relevantes até então mantidos sob sigilo.

[8] Cf. PAS RJ 2014/6225, j. 05.12.2017.

90. Sugerimos, dessa forma, a alteração do parágrafo único do art. 22 da Minuta, conforme redação acima.

XVII. Proposta de exclusão integral do art. 38, dos §§1º e 2º do art. 39 e dos §§1º e §2º do art. 40 da Minuta:

91. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a exclusão integral do art. 38, dos §§1º e 2º do art. 39 da Minuta e dos §§1º e §2º do art. 40 da Minuta, conforme indicado a seguir:

Minuta	Minuta
"Art. 38. O investidor que informar não ter por objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor deve abster-se de atuar de forma a ocasionar tal alteração após o atingimento de participação societária relevante. §1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor: I – o lançamento de OPA para aquisição de controle; II – a convocação de assembleia para deliberar sobre reestruturações societárias, especialmente as que envolvam operações de fusão, cisão, incorporação, incorporação de ações ou aquisição de ativos ou do controle de outra sociedade; III – a convocação de assembleia para deliberar sobre a remoção de cláusulas estatutárias que limitem aquisições de ações acima de determinado patamar ou sobre a dispensa de tais limitações em benefício próprio ou de terceiro; IV – a convocação de assembleia para deliberar sobre eleição, destituição ou propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores; V – o pedido de inclusão de propostas no boletim de voto a distância e o pedido público de procuração relacionados às matérias de que tratam os	"~~Art. 38. O investidor que informar não ter por objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor deve abster-se de atuar de forma a ocasionar tal alteração após o atingimento de participação societária relevante.~~ ~~§1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor: I – o lançamento de OPA para aquisição de controle; II – a convocação de assembleia para deliberar sobre reestruturações societárias, especialmente as que envolvam operações de fusão, cisão, incorporação, incorporação de ações ou aquisição de ativos ou do controle de outra sociedade; III – a convocação de assembleia para deliberar sobre a remoção de cláusulas estatutárias que limitem aquisições de ações acima de determinado patamar ou sobre a dispensa de tais limitações em benefício próprio ou de terceiro; IV – a convocação de assembleia para deliberar sobre eleição, destituição ou propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores; V – o pedido de inclusão de propostas no boletim de voto a distância e o pedido público de procuração relacionados às matérias de que tratam os~~

Minuta	Minuta
incisos II a IV; VI – a posterior aquisição de ações que levem o investidor e as pessoas a ele vinculadas a serem capazes de, isoladamente, proferir votos em quantidade superior à de todos os demais acionistas em conjunto; e VII – a celebração ou a adesão de acordo de acionistas que disponha sobre eleição e destituição de administradores ou sobre o exercício do poder de controle. §2º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, não se presume o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor em função exclusivamente de o investidor: I – aderir a OPA lançada por terceiro ao qual não seja vinculado; II – exercer seu direito de voto, desde que submetidas a deliberação em assembleia convocada por terceiro ao qual não seja vinculado; III – promover medidas judiciais, arbitrais ou administrativas em decorrência de possíveis irregularidades cometidas pelo emissor, por seus administradores ou por seus acionistas controladores; IV – tomar qualquer medida admitida na legislação e na regulamentação voltada a promover a instalação do conselho fiscal e a eleição de seus membros; e V – tomar qualquer medida admitida na legislação e na regulamentação voltada a promover a instalação de comitê de auditoria ou de outros comitês cujas atribuições estejam relacionadas à observância de normas (compliance) ou ao aprimoramento da governança corporativa do emissor. §3º As medidas de que tratam os incisos IV e V do §2º abrangem, dentre outras, a convocação de assembleia para deliberar sobre a instalação ou	~~incisos II a IV; VI – a posterior aquisição de ações que levem o investidor e as pessoas a ele vinculadas a serem capazes de, isoladamente, proferir votos em quantidade superior à de todos os demais acionistas em conjunto; e VII – a celebração ou a adesão de acordo de acionistas que disponha sobre eleição e destituição de administradores ou sobre o exercício do poder de controle.~~ ~~§2º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, não se presume o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor em função exclusivamente de o investidor: I – aderir a OPA lançada por terceiro ao qual não seja vinculado; II – exercer seu direito de voto, desde que submetidas a deliberação em assembleia convocada por terceiro ao qual não seja vinculado; III – promover medidas judiciais, arbitrais ou administrativas em decorrência de possíveis irregularidades cometidas pelo emissor, por seus administradores ou por seus acionistas controladores; IV – tomar qualquer medida admitida na legislação e na regulamentação voltada a promover a instalação do conselho fiscal e a eleição de seus membros; e V – tomar qualquer medida admitida na legislação e na regulamentação voltada a promover a instalação de comitê de auditoria ou de outros comitês cujas atribuições estejam relacionadas à observância de normas (compliance) ou ao aprimoramento da governança corporativa do emissor. §3º As medidas de que tratam os incisos IV e V do §2º abrangem, dentre outras, a convocação de assembleia para deliberar sobre a instalação ou~~

Minuta	Minuta
criação do órgão, a inclusão no boletim de voto a distância de candidatos a integrar o respectivo órgão e o exercício do direito de voto na deliberação sobre a matéria em assembleia.”	~~criação do órgão, a inclusão no boletim de voto a distância de candidatos a integrar o respectivo órgão e o exercício do direito de voto na deliberação sobre a matéria em assembleia~~.”
“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. §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.~~ ~~§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. §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.~~ ~~§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~~.”

92. Subsidiariamente, caso esta i. CVM não proceda com a exclusão integral do art. 38, da Minuta, sugerimos ao menos que os exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa, nos termos do §1º do art. 38, da Minuta, estejam limitados apenas as situações em que o acionista, de forma ativa, iniciar processos que possam alterar imediatamente a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, com o ajuste do §1º do art. 38 da Minuta da seguinte forma:

Minuta	Minuta
“Art. 38. [...] §1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou	“Art. 38. [...] §1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou

Minuta	Minuta
a estrutura administrativa do emissor: I – o lançamento de OPA para aquisição de controle; II – a convocação de assembleia para deliberar sobre reestruturações societárias, especialmente as que envolvam operações de fusão, cisão, incorporação, incorporação de ações ou aquisição de ativos ou do controle de outra sociedade; III – a convocação de assembleia para deliberar sobre a remoção de cláusulas estatutárias que limitem aquisições de ações acima de determinado patamar ou sobre a dispensa de tais limitações em benefício próprio ou de terceiro; IV – a convocação de assembleia para deliberar sobre eleição, destituição ou propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores; V – o pedido de inclusão de propostas no boletim de voto a distância e o pedido público de procuração relacionados às matérias de que tratam os incisos II a IV; VI – a posterior aquisição de ações que levem o investidor e as pessoas a ele vinculadas a serem capazes de, isoladamente, proferir votos em quantidade superior à de todos os demais acionistas em conjunto; e VII – a celebração ou a adesão de acordo de acionistas que disponha sobre eleição e destituição de administradores ou sobre o exercício do poder de controle.”	a estrutura administrativa do emissor: I – o lançamento de OPA para aquisição de controle; II – a convocação de assembleia para deliberar sobre reestruturações societárias, especialmente as que envolvam operações de fusão, cisão, incorporação, incorporação de ações ou aquisição de ativos ~~ou do controle de outra sociedade~~, desde que, em qualquer dos casos, impliquem alteração de controle do emissor, caso aprovadas; ~~III – a convocação de assembleia para deliberar sobre a remoção de cláusulas estatutárias que limitem aquisições de ações acima de determinado patamar ou sobre a dispensa de tais limitações em benefício próprio ou de terceiro; IV~~ e III – a convocação de assembleia para deliberar sobre eleição~~,~~ ou destituição de administradores ~~ou propositura de ação de responsabilidade envolvendo administradores; V – o pedido de inclusão de propostas no boletim de voto a distância e o pedido público de procuração relacionados às matérias de que tratam os incisos II a IV; VI – a posterior aquisição de ações que levem o investidor e as pessoas a ele vinculadas a serem capazes de, isoladamente, proferir votos em quantidade superior à de todos os demais acionistas em conjunto; e VII – a celebração ou a adesão de acordo de acionistas que disponha sobre eleição e destituição de administradores ou sobre o exercício do poder de controle, desde que, nesse último caso, o controle do emissor seja alterado~~.”

Justificativa:

93. A Minuta inclui regras que determinam a abstenção da atuação de investidores em determinadas situações envolvendo a alteração da estrutura administrativa ou da composição de controle, caso esta não tenha sido a informação apresentada pelo investidor em sua comunicação de aquisição de participação relevante.

94. Embora o objetivo desta i. CVM ao estabelecer essa regra seja louvável, a determinação da abstenção de exercício de direitos de acionista de um investidor parece ser medida excessiva e que extrapola o contexto do regime de transparência, no qual a Minuta se insere.

95. Descumprimentos ao regime de transparência são, essencialmente, reprimidos por meio de sanções administrativas que não incluem a abstenção do exercício de direitos de sócio. Estabelecer essa limitação, apenas para o caso de aquisição de participação qualificada – o que, muitas vezes, atinge acionistas não controladores –, não parece ser a solução regulatória mais adequada.

96. Eventuais descumprimentos das divulgações de informações poderão ser, naturalmente, repreendidos por esta i. CVM em processos sancionadores, por meio da aplicação das sanções administrativas existentes (advertência, multa, etc.), cf. art. 9º, inc. VI, e art. 11, da Lei n.º 6.385/1976. Não parece ser adequado, de outro lado, estabelecer, na regulação, uma vedação ao exercício de direitos assegurados pela Lei das Sociedades por Ações.

97. Cabe destacar, ainda, que a limitação do exercício de direitos de acionista indicada na Minuta possivelmente excede as competências desta i. CVM (cf. arts. 8º e 9º da Lei n.º 6.385/1976), uma vez que não há autorização legal no sentido de autorizar a determinação do não exercício de direitos de acionista em caso de negociação de participação qualificada e divulgação dos objetivos dessa negociação, seja na Lei das Sociedades por Ações, seja na Lei n.º 6.385/1976. Em linha com essa conclusão, i. CVM já concluiu que não é possível limitar o exercício do direito de voto em situações não expressamente previstas no art. 115, §1º, da Lei das Sociedades por Ações, no contexto de discussão de situações de potencial conflito de interesses[9] – a conclusão aplica-se, igualmente, às hipóteses de exercício de voto ou outros diretos dos acionistas nesse caso. A rigor, mesmo se houvesse a referida competência, ainda assim a medida pareceria excessiva, como mencionado acima.

98. Sugerimos, assim, a exclusão integral do art. 38, dos §§1º e 2º do art. 39 e dos §§1º e 2º do art. 40 da Minuta.

[9] Cf., *i.a.*, item 35 do voto do relator no PAS CVM n.º 19957.008172/2021-93, j. 23.05.2023.

99. Subsidiariamente, caso esta i. CVM não proceda com a exclusão integral do art. 38, da Minuta, sugerimos ao menos que os exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa, nos termos do §1º do art. 38, da Minuta, estejam limitados apenas as situações em que o acionista, de forma ativa, iniciar processos que possam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa, com o ajuste do §1º do art. 38 da Minuta, conforme indicado acima.

XVIII. Proposta de exclusão integral do §4º do art. 40 da Minuta:

100. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a exclusão integral do §4º do art. 40 da Minuta, conforme indicado a seguir:

Minuta	Minuta
"Art. 40. [...] §4º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, presume-se que o investidor descumpriu o disposto no art. 34, caput, inciso III, se o comunicado em que o investidor afirma ter como objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor ocorrer menos de 3 (três) meses após comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo."	"Art. 40. [...] ~~§4º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, presume-se que o investidor descumpriu o disposto no art. 34, caput, inciso III, se o comunicado em que o investidor afirma ter como objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor ocorrer menos de 3 (três) meses após comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo~~."

Justificativa:

101. Na Minuta, esta i. CVM considerou o prazo de 3 (três) meses como referencial para a aplicação de uma presunção de descumprimento da obrigação de informar sua intenção de alterar a estrutura de controle ou administrativa do emissor. Ou seja, no texto atual da Minuta, presume-se que, havendo uma mudança de objetivo em 3 (três) meses, o acionista já teria esse objetivo inicialmente e o omitiu.

102. O ambiente empresarial, como se sabe, está sujeito a constantes alterações e 3 (três) meses é período longo, muitas vezes superior a prazos de negociação de term sheets e de períodos de exclusividade – que comumente têm 30 (trinta), 45 (quarenta e cinco) ou 60 (sessenta dias). Além disso, não há, contudo, um parâmetro claro na lei ou nos precedentes desta i. CVM que orientem, com clareza, a definição da presunção aplicável nesse prazo.

103. Em nossa opinião, parece precipitado incluir essa presunção na norma no mesmo momento em que se aumenta a densidade regulatória sobre a comunicação de negociação de participações relevantes e possíveis objetivos dos acionistas nessas movimentações. Essa previsão pode vir a ser incluída, se for o caso, depois da aplicação da norma e formação de jurisprudência razoavelmente consolidada por esta i. CVM nos precedentes que se apresentarem no futuro.

104. Dessa forma, sugerimos a exclusão integral do §4º do art. 40 da Minuta.

XIX. Proposta de alteração do parágrafo único do art. 44 da Minuta:

105. Sugerimos, pela justificativa a seguir, a alteração do parágrafo único do art. 44 da Minuta, para que passe a ter a seguinte redação:

Minuta	Proposta
"Art. 44 [...] Parágrafo único. A política de negociação referida no caput pode abranger os negócios realizados pelo próprio 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."	"Art. 44 [...] Parágrafo único. A política de negociação referida no caput pode abranger os negócios realizados pelo próprio 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, e por outras pessoas indicadas na política."

Justificativa:

106. É comum que os emissores tenham políticas de divulgação de informações e de negociação de valores mobiliários que se apliquem ao próprio emissor e a acionistas (controladores e não controladores), membros da administração, do conselho fiscal e de órgãos estatutários, outros colaboradores e até mesmo terceiros externos ao emissor (como prestadores de serviços, parceiros comerciais, etc.).

107. O texto atual da Minuta, no entanto, parece limitar o escopo da política de negociação às pessoas indicadas no art. 44, parágrafo único: o emissor, acionistas controladores e membros da administração, do conselho fiscal e de órgãos estatutários. Ou seja, não seriam abrangidos acionistas

não controladores, membros de órgãos não estatutários e outros colaboradores, nem terceiros externos ao emissor.

108. Entendemos que não seria adequada uma limitação dessa natureza, já que os emissores deveriam ter a liberdade de estabelecer as restrições que entenderem adequadas em suas políticas, que serão aplicáveis a todos que concordarem em se subordinar a essas políticas, como usualmente ocorre nas atuais políticas de negociação dos emissores.

109. Sugerimos, assim, a alteração do parágrafo único do art. 44 da Minuta, para permitir a extensão da política de negociação a outras pessoas que venham a ser indicadas em cada política, sem a limitação àqueles indicados no texto da norma.

* * *

Sendo estas as nossas contribuições à audiência pública em referência, colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Cordialmente,

Bruno Robert

Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros

Eduardo Campos Netto de Souza