

OF. DIR. 045/2025

São Paulo, 18 de julho de 2025.

Ao

Sr. Antônio Carlos Berwanger
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

C.c.

Sr. Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza
Gerência de Desenvolvimento de Normas 1

Assunto: Resposta ao Edital de Consulta Pública SDM 01/2025 - Reforma da RCVM 44

Prezados Senhores,

A ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, na qualidade de representante das instituições que atuam nesses mercados, reuniu um Grupo de Trabalho misto, composto por agentes do mercado e membros da Associação, sob a Coordenação do Fórum de Apoio Jurídico, para tratar das alterações propostas no edital de Consulta Pública SDM 01/2025 (“Consulta Pública”), e, conforme discussões tratadas em referido grupo, submete as sugestões e comentários a seguir.

I. Considerações Iniciais

Gostaríamos, primeiramente, de agradecer à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) pela propositura da Consulta Pública, que visa o aperfeiçoamento de seu arcabouço regulatório por meio de alterações na RCVM 44, de 23 de agosto de 2021 (“RCVM 44”).

A ANBIMA, enquanto associação representativa de agentes do mercado, acompanha as alterações regulatórias tanto no Brasil quanto nas principais jurisdições internacionais, com o

objetivo de contribuir para a construção normativa nacional, sempre buscando a razoabilidade, proporcionalidade e segurança jurídica que devem permear as relações econômicas.

Dessa forma, a ANBIMA e os membros do Grupo de Trabalho vêm, por meio deste, apresentar considerações que visam contribuir para a eficiência regulatória da autarquia e colaborar para o aperfeiçoamento da norma, tornando-a mais robusta e alinhada à realidade do mercado.

Nos itens a seguir, faremos reflexões sobre os artigos da minuta proposta na Consulta Pública, nos quais apresentaremos nossas percepções gerais sobre a redação sugerida pela CVM, solicitaremos esclarecimentos específicos da autarquia ou sugeriremos alterações pontuais de redação, em trechos sublinhados. Ao final de cada item, compilaremos as sugestões apontadas e proporemos uma nova redação a trechos de cada artigo. Ressaltamos, porém, que cada uma das sugestões de alteração de redação e pedidos de esclarecimento devem ser considerados de maneira individual e independente. Para fins de melhor entendimento as sugestões de inclusão serão grifadas em azul e as sugestões de exclusão serão grifadas e taxadas em vermelho.

II. Pontos para análise - Minuta A

1) Art. 1º, inciso II:

II – a divulgação do atingimento de participações relevantes no capital social do emissor;

A proposta de redação do inciso II do art. 1º tem por objetivo conferir maior precisão normativa ao destacar que a obrigação de divulgação está vinculada ao momento do atingimento de determinada participação relevante, e não à mera existência dessa participação.

Essa distinção é fundamental, pois é o evento de variação da participação societária — especialmente quando ultrapassa os percentuais definidos como relevantes — que possui potencial de impacto sobre o mercado e os demais investidores. A redação proposta inicialmente poderia gerar interpretações ambíguas, sugerindo que a simples detenção de uma participação relevante, mesmo que estática, exigiria divulgação contínua.

A nova formulação, portanto, corrige essa imprecisão e está alinhada com os princípios de transparência e previsibilidade regulatória, ao mesmo tempo em que evita sobrecarga informacional desnecessária ao mercado.

2) Art. 1º, inciso III:

III – a divulgação de negócios com valores mobiliários realizados pelo próprio emissor, seus administradores e pessoas ~~próximas~~ vinculadas, nos termos definidos nesta resolução;

A proposta de redação do inciso III do art. 1º tem como objetivo promover maior clareza e uniformidade terminológica no texto normativo, alinhando-se à definição de “pessoa vinculada” prevista no art. 8º da minuta.

A substituição da expressão “pessoas próximas” por “pessoas vinculadas” tem o intuito de evitar ambiguidades e garantir que o alcance da norma seja compatível com os conceitos já estabelecidos no próprio texto regulatório. A uniformização do termo contribui para a segurança jurídica e facilita a interpretação e a aplicação da norma pelos participantes do mercado.

3) Art. 1º, inciso IV:

IV – a negociação de valores mobiliários na pendência ~~de divulgação~~ de fato relevante ~~não divulgado~~; e

A proposta visa aprimorar a clareza e a fluidez do texto normativo. A redação anterior foi considerada ambígua e de difícil interpretação, especialmente por conter uma duplicidade de negação que poderia gerar confusão quanto ao momento exato em que a vedação se aplica.

A nova formulação elimina essa ambiguidade ao indicar de forma mais direta que a vedação incide sobre o período anterior à efetiva divulgação da informação relevante. Essa alteração não modifica o conteúdo normativo, mas contribui significativamente para a segurança jurídica e a correta aplicação da norma pelos participantes do mercado.

4) Art. 4º, caput e inciso III:

Art. 4º Esta Resolução não se aplica aos seguintes participantes, na qualidade de emissores:

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.

Em relação ao caput, a proposta de redação reflete uma tentativa de delimitar com maior precisão o universo de emissores sujeitos à norma, evitando a aplicação indevida ou desproporcional de obrigações regulatórias a entidades que, por sua natureza ou regime jurídico, não se enquadram no perfil típico de emissores abrangidos pela RCVM 44.

Entretanto, entendemos que a redação atual do caput do art. 4º pode ser aprimorada para refletir com maior clareza que a exclusão se dá na qualidade de emissores, evitando interpretações que possam indevidamente excluir obrigações de outros participantes do mercado, como investidores ou intermediários.

Tal ajuste contribuiria para evitar interpretações extensivas que possam comprometer a efetividade da norma ou gerar insegurança quanto à sua aplicação.

Em relação ao inciso III, a proposta visa preservar a coerência regulatória, reconhecendo que essas companhias estão sujeitas a um regime próprio, com obrigações de transparência e prestação de informações já delineadas em normas específicas da CVM. A exclusão evita sobreposição normativa e potenciais conflitos interpretativos, especialmente no que se refere à divulgação de fatos relevantes e à responsabilização de administradores.

A redação original do inciso poderia gerar interpretações indesejadas, ao abranger não apenas o emissor, mas também os investidores ou demais participantes do mercado. Por isso, foi sugerido o ajuste redacional para restringir a exclusão à emissão realizada por essas companhias, e não à totalidade de suas atividades ou à atuação de terceiros.

Dessa forma, a redação atual do inciso III reflete um equilíbrio entre a necessidade de delimitação clara do escopo da norma e a preservação da segurança jurídica dos participantes do mercado, ao evitar que obrigações regulatórias sejam indevidamente estendidas a emissores que já se encontram sob regime próprio.

5) Art. 5º, caput:

Art. 5º Considera-se fato relevante qualquer ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios do emissor que possa influir de modo ponderável e significativo:

A proposta não visa alterar o conceito de fato relevante, mas apenas adequar a redação ao conceito já utilizado pela jurisprudência da CVM e pelo mercado, que reconhecem a necessidade de avaliar a materialidade da informação para fins de divulgação.

Entendeu-se que essa alteração contribui para maior segurança jurídica e previsibilidade na aplicação da norma, ao explicitar que a relevância deve ser ponderada não apenas quanto ao potencial de influência, mas também quanto à sua significância no contexto da decisão de investimento.

6) Art. 5º, §1º, inciso I:

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

A proposta visa substituir o termo excluído na Consulta Pública “assinatura” por “celebração” no inciso I do §1º do art. 5º, com o objetivo de alinhar a redação à terminologia já adotada em outros dispositivos da minuta e à prática regulatória da CVM. A alteração busca

conferir maior precisão técnica ao dispositivo, ao abranger não apenas documentos formalmente assinados, mas também aqueles que, embora ainda não vinculantes, já tenham sido objeto de acordo entre as partes e possuam relevância suficiente para serem comunicados ao mercado.

A expressão “celebração” é mais adequada para refletir o momento em que o compromisso entre as partes se torna público e relevante, mesmo que ainda sujeito a condições. Esse entendimento encontra respaldo em precedentes da própria CVM, como no caso do PAS 2014/577, em que a autarquia reconheceu a “celebração” como marco relevante para fins de divulgação de fato relevante.

7) Art. 5º, §1º, inciso III:

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

A proposta visa substituir o termo “rescisão” por “extinção” com o objetivo de alinhar a redação à terminologia já adotada em outros dispositivos da minuta e à prática regulatória da CVM.

A sugestão foi feita para evitar também que o conceito de “resilição” seja indevidamente excluído do escopo, reconhecendo que existe diferença legal entre os atos de rescisão, resolução e resilição. O uso do termo “extinção” permite abarcar todas essas hipóteses de encerramento contratual, de forma mais ampla e tecnicamente mais adequada. Além disso, o termo já é utilizado em outros dispositivos da minuta, como no inciso XVII, o que reforça a coerência terminológica da norma.

8) Art. 5º, §1º, inciso VI:

VI – recebimento de comunicação de alienação de participação relevante por investidor que ~~nos últimos 30 (trinta) dias anteriormente~~ tenha ~~declarado~~ informado ao ~~emissor~~ ter objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor;

A proposta visa delimitar de forma objetiva a obrigação de divulgação da alienação de participação relevante por investidor que anteriormente tenha informado ao emissor sua intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa. A redação busca evitar que o emissor seja responsabilizado por monitorar comunicações públicas genéricas, feitas em qualquer meio, sobre as intenções de investidores.

Entendemos de que a expressão “anteriormente” é excessivamente ampla e pode gerar insegurança jurídica. Informações antigas perdem relevância com o tempo, e a ausência de um marco temporal claro impõe ao emissor um ônus desproporcional de controle sobre comunicações passadas de terceiros.

Dessa forma, sugere-se a inclusão de um intervalo temporal objetivo — de 30 (dias)— para vincular a alienação à intenção previamente comunicada, conferindo maior previsibilidade à norma e mitigando riscos operacionais para os emissores.

9) Art. 5º, §1º, inciso VII:

VII – admissão à negociação de ~~des~~ valores mobiliários do emissor em outros ~~a negociação em novos~~ mercados, no País ou no exterior;

A proposta visa aprimorar a redação do dispositivo para evitar interpretações equivocadas quanto ao escopo da obrigação de divulgação. A expressão “novos mercados” pode induzir à interpretação de que a norma se aplica apenas a admissões subsequentes àquelas que originalmente enquadraram o emissor na regulamentação, o que não reflete a intenção do dispositivo.

Entende-se que a menção a “novos” mercados atrapalharia a clareza normativa, podendo gerar dúvidas sobre a necessidade de divulgação em casos de listagens adicionais ou migrações entre segmentos de negociação.

10) Art. 5º, §1º, inciso X:

x– ~~realização de~~ lançamento de oferta pública de distribuição de valores mobiliários do emissor;

A proposta visa delimitar de forma mais clara e objetiva o marco temporal que aciona a obrigação de divulgação.

Entende-se que o termo “realização” é excessivamente vago e pode gerar interpretações divergentes quanto ao momento exato em que a obrigação de divulgação se concretiza — se no momento da deliberação, do momento do protocolo do pedido de registro, na concessão do registro, na definição da precificação ou na efetiva colocação dos valores mobiliários no mercado. Essa ambiguidade compromete a segurança jurídica e dificulta a aplicação uniforme da norma pelos emissores.

Ao adotar o termo “lançamento”, busca-se alinhar a redação ao texto do inciso “IX” deste mesmo artigo, que se aplica à oferta pública de aquisição de valores mobiliários do emissor, à prática do mercado e à lógica regulatória, estabelecendo como marco a data em que a oferta é efetivamente colocada à disposição dos investidores. Esse momento representa, de forma mais precisa, o início da exposição pública da operação e, portanto, o ponto a partir do qual a informação passa a ser relevante para o mercado.

11) Art. 5º, §1º, inciso XI:

XI – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas incorporação de ações, cisão total ou parcial, fusão e outras formas de reorganização societária ou combinação de negócios;

A proposta visa promover um ajuste exclusivamente redacional, incluindo uma vírgula (“,”) entre “cisão total ou parcial” e “fusão”, ficando “cisão total ou parcial, fusão”. A alteração tem por objetivo apenas conferir maior correção gramatical, sem qualquer modificação de conteúdo normativo.

12) Art. 5º, §1º, inciso XV:

XV – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos ~~de~~ pelo emissor;

A proposta visa aprimorar a redação do dispositivo para evitar interpretações equivocadas quanto ao sujeito da negociação. A redação original pode dar margem à

interpretação de que se trata de valores mobiliários de propriedade do emissor, e não de valores mobiliários emitidos por ele — o que seria uma leitura incompatível com a lógica da norma.

Entende-se que a clareza quanto à titularidade dos valores mobiliários é essencial para garantir a correta aplicação da obrigação de divulgação. Ao explicitar que se trata de “valores mobiliários emitidos pelo emissor”, evita-se a interpretação de que a norma se refere a ativos detidos pelo emissor em carteira própria, o que se entende não ser o objetivo do dispositivo.

13) Art. 5º, §1º, inciso XVII:

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

A proposta visa excluir a expressão “, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos” com o objetivo de evitar redundância normativa e aprimorar a clareza do dispositivo. Foi realocado o termo “alienação” para a parte inicial do inciso, de modo a abranger todas as finalidades da recompra — permanência em tesouraria, alienação ou cancelamento — de forma direta e concisa.

A manutenção da expressão final poderia gerar interpretações de duplicidade ou sugerir a existência de uma obrigação adicional de divulgação específica para a alienação desses ativos, o que não se coaduna com a lógica do dispositivo. A exclusão proposta contribui para a objetividade e segurança jurídica da norma, sem prejuízo à transparência regulatória, uma vez que os efeitos da alienação já estão abarcados pela finalidade originalmente declarada no momento da aquisição.

14) Título da Seção III:

Seção III – ~~Definição de~~ Participação Relevante

A proposta visa ajustar o título da seção III para melhor refletir o seu conteúdo normativo, dado que a referida seção trata não apenas da conceituação, mas principalmente da caracterização do evento de atingimento de participação relevante como fato gerador de

obrigações regulatórias. Neste sentido, sugerimos renomeá-la para “Seção III – Participação Relevante”.

15) Art. 7º, §1º (sugestão de inclusão):

Art. 7º Consideram-se participações relevantes no capital social do emissor as participações equivalentes a patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social do emissor.

§1º Considera-se que há o atingimento de participação relevante quando uma negociação, ou um conjunto de negociações, resulta na alteração da participação detida por um investidor e as pessoas a ele vinculadas de forma a ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de participação relevante previstos no caput.

§~~2~~º 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.

§~~3~~º Nas hipóteses previstas no §~~2~~º, devem ser observadas as seguintes regras:

I – as ações diretamente detidas e aquelas referenciadas por instrumentos financeiros derivativos de liquidação física devem ser consideradas em conjunto para fins da verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo;

II – as ações referenciadas por instrumentos financeiros derivativos com previsão de liquidação exclusivamente financeira devem ser computadas independentemente das

ações de que trata o inciso I para fins de verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo;

III – a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que confirmam exposição econômica às ações não pode ser compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que produzam efeitos econômicos inversos, ressalvado o disposto no § 3º; e

IV – devem ser desconsideradas na verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo:

a) as ações detidas por fundos de índice de valores mobiliários do qual o investidor seja cotista e as ações referenciadas em certificados de operações estruturadas – COE e em outros instrumentos derivativos celebrados pelo investidor, desde que as ações do emissor tenham peso inferior a 20% (vinte por cento) no fundo ou instrumento financeiro em questão; e

b) as ações ainda não emitidas, mesmo que o investidor seja titular de debêntures conversíveis, bônus de subscrição e outros valores mobiliários similares que possam ocasionar a futura emissão de tais ações.

§4º A quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que confirmam exposição econômica às ações pode ser compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que produzam efeitos econômicos inversos nos casos em que ambas as partes dos instrumentos derivativos forem pessoas vinculadas."

Considerando a alteração da estrutura normativa trazida na Consulta Pública, onde a CVM separa a definição de participação relevante da obrigação de divulgação dessa participação, a proposta visa ajustar a redação para incluir a definição de "atingimento de participação relevante" e deixar claro que a obrigação de monitoramento e reporte de posição conforme previsto no art. 33 da minuta se aplica nas situações em que o atingimento dessa participação se dá por uma conduta ativa do investidor. Existem situações em que a participação de um investidor oscila em decorrência de fatos alheios à sua vontade, como por exemplo, aumento de capital sem exercício do direito de preferência pelo investidor, recompra de ações da companhia seguida de cancelamento das ações, exercícios de bônus de subscrição e conversão de títulos conversíveis em ações. Neste sentido, a manutenção do art. 7º, tal como trazido na minuta, combinado com a obrigação prevista no artigo 33 da minuta, amplia as hipóteses em que o reporte seria necessário e impõe aos investidores um ônus desproporcional de monitoramento e reportes contínuos de atingimento de participação acionária. Entende-se que a proposta de redação trazida pela ANBIMA mantém o escopo da obrigação de comunicação ao que é praticado atualmente.

Além da inclusão do novo parágrafo proposto neste item, solicitamos esclarecimento à CVM quanto ao impacto da permissão trazida pelo §3º (ou, caso acatada a sugestão de inclusão acima, novo §4º), assumindo que será mantida a orientação contida no Ofício Circular SEP de 2025 referente à contabilização dos derivativos baseada na quantidade total de ações, sem ajustes em função do delta da posição. É relevante frisar que a manutenção da atual mecânica de cômputo, combinada com a permissão de compensação entre pessoas vinculadas, pode viabilizar a execução de operações de derivativos artificiais entre pessoas vinculadas, em desvio a intenção original da exceção estabelecida por este parágrafo.

A título de exemplo, considera-se uma pessoa vinculada "A" assumindo uma posição comprada de 10% de ações de uma companhia através de um *Total Return Swap* (TRS) com uma pessoa vinculada "B". Simultaneamente, a pessoa vinculada "A" compra uma *put* (posição vendida) de 10% das mesmas ações, com preço de exercício de R\$ 0,01 (um centavo) da pessoa vinculada "B". Pelo disposto no referido parágrafo (levando em conta o posicionamento do Ofício Circular SEP de 2025 de que tais posições não serão ajustada pelo delta da operação), essas

posições podem ser compensadas, de forma a não indicar negociação alguma entre as partes – enquanto, na prática, tais operações, quando realizadas em conjunto, resultam quase que perfeitamente um TRS puro.

Diante disso, entende-se ser necessário endereçar cenários como o acima descrito, seja por meio de aprimoramento da metodologia de cômputo prevista no Ofício Circular SEP de 2025 ou de maior detalhamento no próprio normativo (nova RCVM 44) de modo que essa permissão não possa ser utilizada de forma indevida.

16) Art. 8º, §1º, inciso III:

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;~~

A proposta visa esclarecer o alcance da expressão “intermediário” utilizada no inciso III, a fim de evitar interpretações equivocadas quanto à caracterização de pessoas vinculadas. A redação atual pode levar à conclusão de que qualquer intermediário de valores mobiliários envolvido em operações que resultem em participação relevante (acima de 5%) deva ser automaticamente considerado como pessoa vinculada ao investidor ou ao emissor, o que não parece compatível com a lógica da norma.

Entende-se que o termo “intermediário” deve se referir exclusivamente àquele que atua diretamente na negociação de transferência de controle, e não a intermediários financeiros ou agentes de mercado que apenas executam ordens ou estruturam operações sem vínculo com a intenção de aquisição de controle. A manutenção da redação atual, sem esse esclarecimento, pode gerar insegurança jurídica e ampliar indevidamente o escopo de responsabilização.

Diante disso, solicitamos esclarecimento à CVM quanto à aplicabilidade prática do dispositivo. Em especial, busca-se compreender em quais cenários a autarquia entende que o intermediário deve ser presumido como pessoa vinculada, considerando os diferentes papéis que esse agente pode exercer em operações de mercado. Adicionalmente, solicita-se o

esclarecimento quanto ao próprio conceito de “intermediário”, de forma a delimitar com maior precisão o alcance subjetivo da norma e evitar interpretações que ampliem indevidamente o escopo de responsabilização.

Além dos ajustes propostos acima neste item 16, entendemos que, na prática, poderão surgir situações que estariam enquadradas, em uma leitura literal do texto da norma, na definição de “pessoa vinculada” e na ideia de um grupo de pessoas vinculadas agindo em conjunto, mas que conceitualmente não deveriam ser capturadas por tal conceito. É difícil prever todas as situações desta natureza de antemão, motivo pelo qual é importante que situações concretas possam ser discutidas caso a caso com a CVM.

17) Art. 9º:

Art. 9º O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não **tenham por objetivo induzir** ~~induzam~~ o investidor a erro.

A proposta visa aprimorar a redação do dispositivo para conferir maior clareza e segurança jurídica quanto à obrigação de o emissor divulgar informações “que não induzam o investidor a erro”. Embora se reconheça que essa formulação integra o padrão redacional da CVM e está presente em outras normas, entende-se que a expressão pode gerar interpretações subjetivas, especialmente quando não há intenção deliberada por parte do emissor de induzir o investidor a erro.

Entende-se que a responsabilização do emissor deve estar ancorada em critérios objetivos e verificáveis, e que a redação atual pode ser interpretada de forma excessivamente ampla, mesmo em situações em que a comunicação tenha sido feita de boa-fé. Assim, sugere-se a substituição da expressão “que não induzam o investidor a erro” por “que não tenham por objetivo induzir o investidor a erro”, de modo a alinhar o texto à lógica da responsabilização por conduta e intenção, e não apenas por resultado.

18) Art. 14:

~~Art. 14. Qualquer mudança nos fatos objeto das declarações feitas nos termos desta Resolução deve ser divulgada~~

~~imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior.~~

A proposta de exclusão do artigo 14 visa preservar a coerência normativa da RCMV 44, que já estabelece hipóteses específicas e objetivas que demandam a divulgação de informações ao mercado. A introdução de um dever genérico de atualização, desvinculado de gatilhos normativos claros, como o previsto no caput deste artigo, tende a gerar insegurança jurídica e zonas cinzentas quanto à sua aplicação prática.

A ausência de critérios objetivos para determinar o momento e o conteúdo da atualização pode levar a interpretações divergentes sobre a obrigatoriedade de divulgação, especialmente em situações que envolvam mudanças graduais ou subjetivas de intenção. Por exemplo, não há clareza sobre qual grau de alteração nas intenções previamente comunicadas — como em um comunicado de participação acionária relevante — justificaria a necessidade de retificação ou aditamento da declaração anterior.

A manutenção do dispositivo, tal como proposto, poderia impor aos emissores um ônus desproporcional de monitoramento e avaliação contínua de intenções e fatos, sem que haja um marco regulatório claro que fundamente tal obrigação. Isso comprometeria a previsibilidade e a segurança jurídica que devem nortear a atuação dos agentes de mercado.

19) Art. 15:

~~Art. 15. Sempre que divulgar um negócio jurídico sujeito ao implemento de condições, o emissor fica obrigado a divulgar novas informações quando as condições se verificarem.~~

A proposta visa à exclusão do dispositivo, em linha com o entendimento já manifestado no contexto do art. 14, de que a obrigação de divulgação deve estar restrita às hipóteses expressamente previstas na norma. A manutenção de um dever genérico de atualização, desvinculado de gatilhos objetivos, compromete a segurança jurídica e pode gerar interpretações excessivamente amplas quanto ao escopo das obrigações dos emissores e investidores.

Entende-se que a divulgação de informações deve ocorrer apenas quando houver enquadramento claro em uma das hipóteses normativas de divulgação, evitando-se a criação de

obrigações implícitas ou abertas que possam resultar em insegurança regulatória e sobrecarga informacional ao mercado.

20) Art. 18, parágrafo único:

Parágrafo único. A obrigação de guardar sigilo sobre as informações relativas a fato relevante obtidas em razão de cargo ou posição ocupada, não se extingue **automaticamente** com o término do exercício do cargo ou função, ~~permanecendo vigente até que a informação se torne pública ou possa ser obtida de maneira independente.~~

Entende-se que a manutenção indefinida do dever de confidencialidade após o desligamento do cargo e “até que a informação se torne pública ou possa ser obtida de maneira independente” pode gerar insegurança jurídica. Seria importante da previsão de delimitação temporal ou de critérios objetivos que orientem a aplicação deste dever, já que as situações descritas podem nunca ocorrer. A redação atual pode ser interpretada como a imposição de um dever de sigilo perpétuo, o que não encontra paralelo em outras normas da CVM nem na legislação societária vigente.

Destacamos que o art. 155, §1º da Lei das S.A. já prevê mecanismos eficazes para coibir o uso indevido de informação privilegiada, inclusive após o desligamento do administrador, ao estabelecer que o dever de lealdade e o dever de sigilo se estendem à informação relevante ainda não divulgada. No entanto, esse dispositivo legal está vinculado à vedação de uso indevido da informação, e não à imposição de um dever de confidencialidade absoluto e ilimitado no tempo.

21) Art. 21:

Art. 21. A divulgação de fato relevante deve preceder ou ser feita simultaneamente à veiculação **pelo emissor** da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de

classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no País ou no exterior.

A proposta visa promover ajuste redacional com o objetivo de conferir maior clareza à redação do dispositivo ao incluir “pelo emissor”, facilitando sua compreensão e aplicação prática pelos emissores.

22) Art. 25, §1º:

§ 1º A divulgação de fato relevante realizada na forma prevista no inciso II, alínea “a”, do caput pode ser feita de forma resumida, **sem informações adicionais em relação às informações contidas em comunicação remetida à CVM**, 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.~~

A proposta visa promover ajuste redacional com o objetivo de conferir maior clareza à redação do dispositivo, facilitando sua compreensão e aplicação.

23) Art. 32, §2º:

§ 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 **que atenda aos requisitos estabelecidos pelo art. 5º, o que poderá incluir informação:**

A proposta visa promover um ajuste redacional com o objetivo de evitar confusão com o conceito de fato relevante, conforme definido no art. 5º da minuta. A nova redação busca deixar

claro que o exame posterior da CVM sobre a forma de divulgação da informação deve considerar se a comunicação, ainda que realizada por meio de comunicado ao mercado, trata de informação que, à luz dos critérios regulatórios, deveria ter sido divulgada como fato relevante.

24) Art. 32, §2º, IV:

IV – ~~comparável~~ **equivalente** a informações divulgadas no passado pelo emissor sob a forma de fato relevante.

A proposta visa substituir o termo “comparável” por “equivalente”, a fim de conferir maior precisão técnica e segurança jurídica à norma. Entende-se que o conceito de “comparável” é excessivamente amplo e pode gerar interpretações subjetivas quanto à inadequação da forma de divulgação adotada. A aplicação da lógica de reclassificação como fato relevante deve se restringir a novos fatos que sejam efetivamente equivalentes àqueles anteriormente divulgados como fatos relevantes, evitando assim incongruências na interpretação e aplicação do dispositivo.

25) Art. 33, §1º, inciso II:

II – a mudança de objetivos do investidor e de pessoas a ele vinculadas com relação à composição do controle ou à estrutura administrativa do emissor, nos termos do art. 34, caput, inciso III, **caso ocorra dentro de um período de 30 (trinta) dias contados do comunicado de aquisição de participação acionária relevante.**

A proposta visa estabelecer um marco temporal objetivo para o monitoramento da intenção do investidor após a aquisição de participação relevante. Considerando que a participação societária de um acionista é rapidamente precificada pelo mercado, independentemente da intenção manifestada no comunicado, entende-se como necessário limitar o período em que a mudança de objetivos deve ser reportada. A inclusão de um prazo de 30 (trinta) dias contribui para maior previsibilidade regulatória e segurança jurídica, ao mesmo tempo em que preserva a transparência e a simetria de informações no mercado.

26) Art. 33, §1º, inciso I:

~~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~~

Em relação ao art. 33, que prevê a obrigação de divulgar o atingimento de participação relevante pelo investidor e suas pessoas vinculadas, gostaríamos de frisar que a análise de eventuais vínculos neste caso será realizada de forma recorrente e cotidiana, representando desafios diferentes dos existentes quando esta análise é realizada apenas pontualmente no cenário específico da OPA.

Na análise de vínculos realizada no evento de OPA, existe um corte temporal definido e o alinhamento de interesses pode ser verificado de forma mais clara naquele contexto específico, enquanto a análise recorrente realizada para fins da RCVM 44 estaria sujeita a variações e mudanças frequentes, considerando a dinamicidade das relações empresariais existentes no mercado.

Neste sentido, considerando a inexistência de um evento específico ou de cortes temporais, é relevante frisar que o vínculo considerado para fins do conceito de “pessoa vinculada” neste caso deve comportar apenas alinhamentos de interesses definitivos, e não aqueles meramente eventuais.

Neste sentido, gostaríamos de propor a supressão do art. 33, §1º, I. Em primeiro lugar, em uma perspectiva prática, não há clareza sobre quais os cenários que seriam captados pelas previsões do dispositivo. Em segundo lugar, a existência desta regra geraria um operacional excessivamente complexo, no sentido de manter, além do acompanhamento sobre atingimento de posições relevantes (pautado em critérios objetivos, ainda que represente desafios para o mercado), um acompanhamento adicional e correlacionado sobre o alinhamento de interesses em relação a partes que podem ser consideradas vinculadas para cada participação relevante ou potencialmente relevante – considerando que esta segunda análise se pautaria em aspectos subjetivos e não teria gatilhos claros de timing de divulgação.

27) Art. 34, inciso VIII:

VIII – se o investidor for residente ou domiciliado no exterior, o nome ou denominação social e o número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do seu mandatário ou representante legal no País para os efeitos do art. 119 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro 1976, [se aplicável](#).

A proposta visa incluir a expressão “se aplicável” com o objetivo de compatibilizar a exigência de identificação do representante legal no Brasil com a realidade operacional de investidores estrangeiros.

Identificou-se que diversas entidades no exterior — como bancos internacionais ou investidores institucionais — realizam operações com derivativos ou adquirem ADRs que geram exposição relevante ao capital de emissores brasileiros. Essas entidades, embora sujeitas à obrigação de reporte, muitas vezes não possuem representante legal ou inscrição no CPF/CNPJ no Brasil.

Além disso, a própria sistemática da norma exige a consolidação da participação no último nível da cadeia de controle. Isso significa que, frequentemente, a comunicação será feita por uma entidade estrangeira que, por sua natureza jurídica e localização, não possui os elementos exigidos pela redação atual do inciso VIII. A ausência de previsão expressa para esses casos pode gerar insegurança jurídica e dificultar o cumprimento da norma, mesmo quando há boa-fé e intenção de conformidade por parte do investidor.

28) Art. 34, §1º:

~~§ 1º Sem prejuízo do disposto no § 2º, caso a divulgação abranja um conjunto de pessoas vinculadas, a comunicação deve discriminar cada um dos investidores, indicando suas respectivas participações ainda que individualmente inferiores a 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações representativas do capital social do emissor.~~

A proposta de exclusão do §1º do Art. 34 — ou, alternativamente, sua aplicação restrita aos casos em que haja intenção de alteração da administração ou da composição do controle — visa preservar a efetividade da norma sem impor exigências desproporcionais aos participantes do mercado. A obrigatoriedade de discriminar individualmente os percentuais de participação de cada investidor vinculado, mesmo quando inferiores a 5%, acarreta custos de observância elevados e amplia o risco de erros operacionais, sobretudo em estruturas complexas, como aquelas compostas por múltiplos veículos sob gestão comum, localizados em diferentes jurisdições e fusos horários.

Além disso, tal exigência não aparenta trazer benefícios concretos à tomada de decisão dos investidores destinatários da informação, comprometendo a proporcionalidade regulatória e a eficiência do processo de divulgação. A ausência de padronização entre os participantes e a possibilidade de divulgação de informações imprecisas ou assimétricas agravam esse cenário, gerando insegurança jurídica e operacional.

A maior preocupação envolve instituições financeiras e gestores com estruturas sofisticadas, que enfrentam desafios significativos para consolidar posições e processar dados em tempo hábil. Mesmo com investimentos em automação, a revisão humana continua sendo indispensável para garantir a precisão das informações, o que eleva ainda mais o custo de observância.

29) Art. 36, caput:

Art. 36. Cabe ao diretor de relações com investidores retransmitir **imediatamente** ao mercado as informações fornecidas pelo investidor **nos termos do art. 35. Tal divulgação deverá ser realizada, preferencialmente, no dia do recebimento da informação enviada pelo investidor e, no máximo, até o início da sessão de negociação seguinte após o recebimento.**

Conforme o Ofício Circular SEP de 2025, o uso do termo “imediatamente” nestes casos é interpretado como “preferencialmente, imediatamente após o pregão em que se deu o

atingimento [...] ou até o início da sessão de negociação seguinte ao atingimento”. Dessa forma, a sugestão busca alinhar a letra da norma com a prática efetivamente observada no mercado e as orientações do Ofício Circular.

30) Art. 38, caput:

Art. 38. ~~⊖~~ Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, caso o investidor que tenha informado não ter por objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor ~~deve abster-se de atuar~~, em menos de 30 (trinta) dias após a divulgação em que informou não ter este objetivo, de forma a ocasionar tal alteração após o atingimento de participação societária relevante, presume-se que descumpriu o art. 34, inciso III.

A obrigação de atualizar os reportes de divulgação unicamente por conta da alteração da intenção divulgada geraria um operacional muito complexo: seria necessário aos investidores acompanhar não apenas as posições detidas em cada companhia (o que depende de elementos objetivos), mas também todas as intenções de investimento relacionadas a reportes passados, independente do prazo (análise esta que, no sentido contrário, depende de diversos fatores subjetivos). A fim de evitar onerar o mercado de forma excessiva, recomenda-se que a divulgação das intenções seja realizada apenas quando do atingimento da participação, e que a análise sobre os atos praticados e as intenções divulgadas (e eventuais contradições entre estes) seja realizada casuisticamente. Neste sentido, destaca-se que tanto a declaração de intenções quanto os atos de exercício de influência significativa na companhia serão dotados de publicidade, o que proporciona uma análise adequada na prática. No sentido contrário, havendo inversão do ônus da prova, atestar a ausência de intenção de investimento seria mais complexo e, por vezes, impossível.

Adicionalmente, sugerimos o prazo de 30 (trinta) dias para duração da presunção, mais compatível com a natureza dinâmica do mercado e mais próximo do timing em que as decisões de investimento efetivamente são tomadas.

31) Art. 38, §1º, §2º e 3º:

~~§ 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 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 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.~~

A proposta de exclusão visa evitar a excessiva normatização do conceito de “alteração da estrutura administrativa do emissor”, sugerindo que sua caracterização seja feita com base na análise do caso concreto, e não por meio de listas exemplificativas.

A redação atual dos parágrafos do artigo 38, ao tentar listar hipóteses que indicariam intenção de alterar a estrutura administrativa, pode gerar insegurança jurídica e interpretações conflitantes, especialmente quando combinada com o artigo 39.

Entende-se que o exercício de direitos típicos de acionistas minoritários — como a indicação de membros ao conselho de administração — não deve ser presumido como indicativo de intenção de alterar a estrutura administrativa. Tampouco deve ser interpretado como indicativo de tal intenção o exercício de direitos por acionistas minoritários que substancialmente já vinham sido exercidos pelo titular antes da aquisição da participação que deu gatilho à comunicação de participação relevante. A proposta, portanto, busca assegurar que o exercício legítimo de prerrogativas minoritárias não seja indevidamente restringido ou interpretado como tentativa de controle, preservando a governança e a atuação responsável dos investidores.

Dessa forma, propõe-se que a norma adote uma abordagem mais principiológica e menos prescritiva, permitindo que a CVM avalie, caso a caso, se houve efetiva intenção de alteração da estrutura administrativa, com base em elementos concretos e objetivos.

Porém, caso a sugestão de exclusão dos parágrafos do art. 38 na totalidade não seja acatada, alguns ajustes deverão ser feitos em referidos parágrafos, conforme abaixo:

a) Art. 38, §1º, inciso IV:

IV – a convocação de assembleia para deliberar sobre eleição, ou destituição ~~ou propositura de ação de responsabilidade envolvendo~~ de administradores;

A proposta visa solicitar esclarecimento quanto à coerência entre o inciso IV do §1º e o inciso III do §2º do art. 38. Entende-se que há uma possível incongruência conceitual entre considerar a convocação de assembleia para deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade contra administradores como indicativa de intenção de alterar a estrutura administrativa, enquanto a efetiva promoção de medidas judiciais contra esses mesmos

administradores — conforme previsto no §2º, III — não é presumida como tal. Entende-se que a simples convocação de assembleia com esse objetivo não deveria, por si só, ser considerada indicativa de intenção de alteração da estrutura administrativa, especialmente quando a medida visa à responsabilização por irregularidades e não à substituição de administradores.

b) Art. 38, §2º, inciso II:

II – exercer seu direito de voto, ~~desde que submetidas a deliberação em assembleia convocada por terceiro ao qual não seja vinculado;~~

A proposta visa assegurar a preservação do exercício pleno do direito de voto pelos acionistas, conforme garantido pela legislação societária vigente. Entende-se que não devem ser criadas restrições adicionais ao exercício desse direito além daquelas expressamente previstas em lei, sob pena de se comprometer a legitimidade da atuação dos investidores no âmbito das assembleias gerais.

A redação atual do dispositivo, ao condicionar a presunção de intenção de alterar a estrutura administrativa à convocação da assembleia por parte do próprio investidor, pode gerar interpretações que restringem indevidamente o direito de voto quando exercido em assembleias convocadas por terceiros. Tal interpretação ampliaria, de forma não justificada, o escopo da norma e poderia inibir a participação ativa e legítima de acionistas minoritários nos processos deliberativos da companhia.

Dessa forma, propõe-se o ajuste da redação para deixar claro que o exercício isolado do direito de voto — independentemente de quem tenha convocado a assembleia — não deve ser presumido como indicativo de intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor. A medida visa garantir maior segurança jurídica e previsibilidade na aplicação da norma, evitando interpretações que possam resultar em restrições indevidas ao exercício de direitos fundamentais dos acionistas.

c) Art. 38, §2º, inciso VI (sugestão de inclusão):

VI – tomar qualquer medida admitida na legislação e na regulamentação voltada aos acionistas minoritários,

inclusive de nomeação, indicação e eleição de membros ao conselho de administração.

A proposta visa incluir o inciso VI ao §2º do Art. 38, com objetivo de assegurar que o exercício regular de direitos conferidos aos acionistas minoritários — especialmente aqueles relacionados à governança corporativa — não seja presumido como indicativo de intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor.

Em diversas situações, acionistas minoritários podem exercer prerrogativas legítimas, como a inclusão de nomes no boletim de voto à distância, a solicitação de voto múltiplo ou a eleição de membros do conselho de administração, sem que isso represente, por si só, uma tentativa de influenciar ou modificar o controle da companhia. A ausência de uma ressalva expressa nesse sentido pode gerar insegurança jurídica e desincentivar a atuação ativa e responsável dos minoritários, em prejuízo da governança e da transparência do mercado.

Portanto, busca-se preservar o equilíbrio regulatório, garantindo que o exercício de direitos minoritários — quando realizado nos limites legais e regulamentares — não seja automaticamente interpretado como manifestação de interesse em alterar a estrutura de poder da companhia.

32) Art. 39, caput:

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~~ do emissor até o final do dia em que se realizar a quinta sessão de negociação subsequente à negociação, contados da realização do negócio que ocasionou a variação da participação.

A proposta visa esclarecer o marco temporal de contagem do prazo para comunicação do atingimento de participação relevante, estabelecendo que a comunicação deve ocorrer até o

final do dia do quinto pregão subsequente à negociação. A alteração tem por objetivo garantir maior segurança jurídica e operacional aos participantes do mercado, especialmente investidores estrangeiros e aqueles que atuam em múltiplas jurisdições.

A definição de “negociação” como o momento de fechamento do negócio — e não sua liquidação — se mostra adequada, sobretudo diante da iminente alteração do prazo de liquidação para D+1. A manutenção desse entendimento evita inseguranças interpretativas e preserva a coerência com a prática de mercado.

A reafirmação do prazo de cinco sessões de negociação, em substituição à proposta de três dias úteis, é essencial para acomodar as diferentes realidades operacionais e regulatórias dos mercados internacionais. Um prazo mais exíguo poderia inviabilizar a apuração técnica adequada por parte de investidores estrangeiros ou que atuem em conjunto com outros investidores em diferentes jurisdições.

A proposta também busca substituir a expressão “dias úteis” por “sessões de negociação”, critério mais restrito e alinhado ao efetivo funcionamento do mercado. A definição de “dia útil” pode variar conforme o calendário adotado (municipal, estadual ou federal), o que pode gerar inconsistências na contagem do prazo. Já o conceito de “sessões de negociação” está diretamente vinculado à existência de pregão, o que assegura maior precisão e aderência à dinâmica do mercado de capitais brasileiro.

A proposta absorve a sugestão de que o prazo se estenda até o final do dia do quinto pregão, conferindo clareza quanto ao limite temporal da obrigação, sem necessidade de fixar um horário específico. A ausência de menção expressa a um horário implica que a obrigação pode ser cumprida até o encerramento da sessão de negociação do quinto pregão, o que reforça a previsibilidade e a segurança jurídica da norma.

33) Art. 39, §1º e §2º:

~~§ 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.~~

A proposta de exclusão visa assegurar a preservação do exercício pleno do direito de voto pelos acionistas, conforme garantido pela legislação societária vigente. Entende-se que não devem ser criadas restrições adicionais ao exercício desse direito além daquelas expressamente previstas em lei, sob pena de se comprometer a legitimidade da atuação dos investidores no âmbito das assembleias gerais.

A medida visa garantir maior segurança jurídica e previsibilidade na aplicação da norma, evitando interpretações que possam resultar em restrições indevidas ao exercício de direitos fundamentais dos acionistas.

Dessa forma, propõe-se que a norma adote uma abordagem mais principiológica e menos prescritiva, permitindo que a CVM avalie, caso a caso, com base em elementos concretos e objetivos.

34) Art. 40, caput:

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~~ preferencialmente, imediatamente após o pregão em que se deu a negociação mencionada e, no máximo até o início do pregão do dia seguinte à negociação.

A proposta visa reforçar a diferenciação já prevista na RCVM 44 entre investidores com e sem intenção de alterar o controle ou a estrutura administrativa da companhia. Para os casos em que haja essa intenção, entende-se que a exigência de comunicação imediata — até o início do pregão seguinte à negociação — é adequada e proporcional, considerando que tais investidores

já conhecem previamente sua estratégia e podem se antecipar na consolidação das informações necessárias para o envio do comunicado.

Além disso, o impacto desse tipo de negociação para o mercado é substancialmente distinto, justificando um tratamento mais rigoroso. A proposta, portanto, visa preservar a efetividade da norma e garantir maior transparência ao mercado, sem comprometer a viabilidade operacional dos participantes que atuam com propósitos exclusivamente financeiros.

35) Art. 40, §3º:

~~§ 3º O disposto neste artigo também se aplica aos casos em que o investidor que antes havia declarado não ter por objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor passa a admitir essa possibilidade.~~

A proposta visa à exclusão do §3º do art. 40, tendo em vista que a expressão “passa a admitir essa possibilidade” é excessivamente subjetiva e carece de clareza normativa, o que compromete a segurança jurídica e a previsibilidade regulatória. A ausência de um marco objetivo para a caracterização da mudança de intenção por parte do investidor dificulta a aplicação prática da norma e pode gerar interpretações divergentes quanto ao momento em que se configura a obrigação de comunicação.

Entende-se que a obrigação de divulgação da intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor deve estar vinculada exclusivamente ao momento do atingimento da participação relevante, conforme já previsto nos demais dispositivos da norma. A imposição de nova obrigação com base em critério subjetivo amplia indevidamente o escopo da norma e pode resultar em ônus desproporcional aos investidores.

Adicionalmente, eventuais inconsistências entre a declaração formal do investidor e os atos subsequentes por ele praticados devem ser analisadas de forma casuística, à luz do conjunto de elementos concretos disponíveis. Essa abordagem permite à CVM avaliar a veracidade das declarações prestadas com base em evidências objetivas, sem recorrer a presunções genéricas que possam restringir indevidamente a atuação legítima dos investidores.

36) Art. 40, §4º e §5º:

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

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

A proposta visa à exclusão do §4º do art. 40, em linha com os ajustes sugeridos ao art. 14 e ao caput do art. 38, por entender que não deve haver um dever geral de atualização das informações prestadas, mas apenas a obrigação de divulgação das intenções no momento do atingimento da participação relevante.

Entende-se que a manutenção de uma presunção por um período de três meses é incompatível com a dinamicidade do mercado e com o ciclo decisório dos investidores. A imposição de um prazo tão extenso compromete a proporcionalidade regulatória e pode gerar insegurança jurídica, especialmente em contextos de estratégias legítimas de investimento que evoluem rapidamente.

Adicionalmente, a inversão do ônus da prova, implícita na redação atual, impõe ao investidor o desafio de comprovar a ausência de intenção de influenciar a estrutura societária — o que, na prática, representa uma prova negativa de difícil produção. Tal exigência pode resultar em restrições indevidas ao exercício legítimo de direitos societários, especialmente por parte de investidores minoritários.

Dessa forma, em linha com a proposta para o art. 38, o entendimento é que o mercado se beneficie de uma abordagem mais principiológica e casuística, permitindo à CVM avaliar, com

base em elementos concretos e públicos, a eventual contradição entre a intenção declarada e os atos subsequentes praticados pelo investidor. Além disso, sugere-se, alternativamente, que eventual presunção tenha duração máxima de 30 (trinta) dias, prazo mais compatível com a natureza dinâmica do mercado e com o timing usual das decisões de investimento.

Em relação ao §5º, a proposta de exclusão decorre diretamente da exclusão sugerida para o §4º do mesmo artigo. O §5º tem como única função complementar e qualificar a presunção estabelecida no §4º, ao indicar que ela é relativa e deve ser analisada em conjunto com outros elementos.

Com a retirada do §4º a manutenção do §5º se torna desnecessária e desprovida de função normativa autônoma. Sua permanência isolada poderia gerar confusão interpretativa, sugerindo a existência de uma presunção que já não está mais prevista no texto.

A exclusão, portanto, visa preservar a coerência interna da norma e evitar ambiguidades, assegurando que o dispositivo reflita com precisão a abordagem principiológica e casuística defendida ao longo da minuta.

37) Capítulo VI:

CAPÍTULO VI – DIVULGAÇÃO DE NEGOCIAÇÕES DE ADMINISTRADORES E PESSOAS ~~PRÓXIMAS~~ VINCULADAS

A proposta visa padronizar a terminologia utilizada no título do Capítulo VI, substituindo a expressão “pessoas ligadas” por “pessoas vinculadas”, em conformidade com a definição expressamente prevista no Art. 8º da minuta da Consulta Pública.

A uniformização do termo “pessoas vinculadas” ao longo de todo o texto normativo contribui para a consistência redacional da norma e evita interpretações divergentes quanto ao seu alcance subjetivo. A definição já consolidada no texto da minuta estabelece critérios objetivos para caracterizar a vinculação entre pessoas físicas e jurídicas, o que reforça a segurança jurídica e facilita a aplicação prática das obrigações previstas.

A alteração proposta, portanto, não modifica o mérito do dispositivo, mas aprimora sua redação, alinhando-a ao vocabulário técnico adotado pela própria CVM na estrutura da norma.

38) Art. 42, §4º e art. 43, caput:

§ 4º A proibição de que trata o caput não se aplica a subscrições de novos valores mobiliários ~~de~~ emitidos pelo emissor, sem prejuízo da incidência das regras que dispõem sobre a divulgação de informações no contexto da emissão e oferta desses valores mobiliários.

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

A proposta visa substituir a expressão “do emissor” por “emitidos pelo emissor”, com o objetivo de conferir maior clareza e precisão ao dispositivo.

A redação original poderia gerar dúvidas quanto ao objeto da exceção prevista, especialmente em relação à vinculação entre os valores mobiliários subscritos e o emissor. A nova formulação elimina essa ambiguidade ao explicitar que a exceção se aplica às subscrições de valores mobiliários emitidos pelo próprio emissor, alinhando-se à lógica do caput e à sistemática da norma.

39) Art. 46, §3º, inciso III:

III – possuam valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de bolsa por entidade administradora de mercado organizado; e

A proposta ANBIMA visa substituir a forma verbal “possua” por “possuam”, de modo a adequá-la ao sujeito composto “as companhias” (ou “os emissores”, conforme o restante da redação).

III. Pontos mais amplos - Minuta A

1) Art. 5º, §1º, inciso IV:

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

A proposta visa, como exemplificado no ajuste acima, refletir com maior precisão a hipótese de aquisição ou alienação de participação acionária por acionista que mantenha com o emissor contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa. A nova formulação substitui a expressão “de acionista” por “por acionista”, com o objetivo de corrigir a construção gramatical e deixar claro que o sujeito da ação é o próprio acionista.

A redação original poderia gerar dúvidas quanto ao sujeito da ação e ao tipo de relação societária envolvida. Também foi discutido que a referência a “sócio” poderia não ser adequada para todos os tipos de emissores abrangidos pela norma, como sociedades limitadas. Ainda assim, optou-se por manter a referência a “acionista” e “participação acionária” como forma de preservar a coerência com o restante da minuta, reconhecendo que a norma se aplica majoritariamente a companhias abertas.

Adicionalmente, entende-se que esse ajuste de redação deve ser refletido de forma consistente em outras partes da minuta que utilizem construções semelhantes, a fim de garantir uniformidade terminológica e evitar interpretações divergentes ao longo do texto normativo.

2) Terminologia utilizada no Capítulo VI:

A proposta visa substituir o termo “companhia” por “emissor” no título do Capítulo VI, com o objetivo de padronizar a terminologia adotada ao longo da minuta da Consulta Pública SDM 01/25. Observa-se que, neste capítulo em específico, a CVM não realizou o tombamento terminológico promovido em outras seções da norma, o que pode gerar inconsistências interpretativas e comprometer a clareza do texto regulatório.

A uniformização do uso do termo “emissor” é especialmente relevante diante da ampliação do escopo da norma para além das companhias abertas, abrangendo também emissores estrangeiros e outras entidades que patrocinem programas de BDR ou tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados. A manutenção do termo “companhia” neste contexto pode restringir indevidamente a aplicação do dispositivo ou gerar dúvidas quanto à sua abrangência.

Dessa forma, a proposta busca assegurar coerência terminológica e alinhamento com a lógica regulatória adotada pela própria CVM na redação da minuta, recomendando-se, portanto, a reanálise da autarquia quanto a esse ponto específico.

IV. Questionamentos à Autarquia - Minuta A

1) Art. 3º:

Art. 3º Em relação aos emissores não registrados de valores mobiliários que sejam admitidos à negociação em mercados organizados, nos termos da norma que dispõe sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, aplicam-se apenas os trechos dessa Resolução referentes a:

A Consulta Pública esclarece que a Minuta A atualiza as referências do texto, adotando o termo “emissor” em substituição a “companhia” ou “sociedade”, tendo em vista que a linguagem da RCVM 44 é direcionada precipuamente a companhias abertas. No entanto, o próprio Edital reconhece que a norma também se aplica a emissores estrangeiros que patrocinam programas de BDR níveis II e III, bem como a emissores não registrados de valores mobiliários.

Nesse contexto, o art. 3º da minuta busca delimitar quais dispositivos da norma devem ser observados por esses emissores não registrados. Diante disso, gostaríamos de submeter à CVM os seguintes questionamentos:

- a) A CVM entende que o conceito de “emissores não registrados de valores mobiliários” abrange entidades constituídas sob formas societárias distintas da sociedade anônima, como, por exemplo, sociedades limitadas que tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados?
- b) Em caso positivo, a CVM considera adequada a manutenção, em dispositivos aplicáveis a esses emissores, de termos como “participação acionária” e “acionista” — como ocorre, por exemplo, no art. 5º, §1º, inciso IV — ou entende que seria recomendável a substituição por expressões mais abrangentes, como “participação no capital social” e “sócio”, de modo a refletir a diversidade de estruturas jurídicas cobertas pela norma?
- c) Ainda nesse contexto, a CVM avalia que a terminologia adotada ao longo da minuta está suficientemente alinhada à proposta de universalização do conceito de “emissor”, ou haveria espaço para ajustes adicionais que reforcem a coerência e a aplicabilidade da norma a diferentes tipos de entidades, incluindo emissores estrangeiros e não registrados?

Entendemos que o esclarecimento desses pontos contribuirá para a segurança jurídica e a efetiva aplicação da norma, especialmente no que se refere à sua incidência sobre emissores com estruturas societárias diversas e regimes regulatórios distintos.

2) Art. 8º, §1º, inciso II:

II – seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum;

A despeito de não nos posicionarmos de forma contrária à transposição do conceito de “pessoa vinculada” da Resolução 215/2024, gostaríamos de destacar alguns aspectos relacionados à aplicação do conceito à Resolução 44. Neste sentido, a análise casuística realizada com base na presunção do art. 8º, §1º, inciso II deve considerar que, em diversos grupos societários, são adotados mecanismos de governança que proporcionam a existência de

estruturas de governança e de tomada de decisão distintas entre controladores e controlados ou sociedades sob controle comum. Apesar do inciso criar uma presunção relativa, entendemos que esse esclarecimento é importante para evitar eventual insegurança jurídica.

3) Art. 26, inciso V:

V – propósito da oferta, quando o emissor for o ofertante;

Solicita-se à CVM esclarecimento quanto ao “propósito da oferta”. A redação atual não deixa claro se o conceito se refere à destinação dos recursos captados, à finalidade estratégica da operação, ou a outro aspecto específico da oferta.

Considerando que, em muitos casos, a destinação dos recursos ainda não está definida no momento da divulgação do fato relevante. Diante disso, gostaríamos de submeter à CVM os seguintes questionamentos:

- a) Qual o escopo esperado para o “propósito da oferta”?
- b) A ausência de definição da destinação dos recursos no momento da divulgação compromete o cumprimento do inciso V?
- c) Seria possível substituir ou complementar o termo por uma expressão mais objetiva, como “destinação dos recursos”, caso essa seja a intenção normativa?

4) Art. 30, parágrafo único:

Parágrafo único. Em caso de inobservância do disposto no caput por parte do ofertante ou do adquirente ou alienante do controle acionário, o diretor de relações com investidores deve divulgar as informações na medida em que lhes forem conhecidas e dar ciência do ocorrido à SEP.

A redação atual não especifica o procedimento esperado para o cumprimento dessa obrigação, o que pode gerar dúvidas quanto à forma, ao conteúdo e ao prazo dessa comunicação.

Diante disso, gostaríamos de submeter à CVM os seguintes questionamentos:

- a) Qual o canal e formato adequados para o cumprimento da obrigação de “dar ciência” à SEP?

- b) A comunicação deve ser feita de forma formal, por meio de ofício, ou seria suficiente o envio de e-mail institucional?
- c) Há expectativa de que o diretor de relações com investidores inclua elementos mínimos nessa comunicação, como justificativas, documentos de suporte ou descrição das providências adotadas?

5) Art. 34, inciso V:

V – quantidade de ações e de outros valores mobiliários tomados em empréstimo e alienadas;

No contexto das discussões sobre o prazo de comunicação de negociação relevante, foi identificado ainda que há uma dúvida no mercado de como calcular a posição em determinada companhia nos casos em que as ações detidas por um investidor tenham sido doadas em um contrato de empréstimo.

Na posição doadora de um empréstimo de ações, o investidor deixa de deter a propriedade das ações, mas passa a ser credor de um contrato de empréstimo que lhe dá o direito de receber fisicamente a quantidade de ações doadas.

Na lógica de que há quatro contagens separadas¹, o entendimento dos participantes do mercado foi de que a alienação de ações por meio de contrato de empréstimos de ações implica somente na realocação entre dois instrumentos (ações *versus* contrato de empréstimo) que já são computados dentro da contagem de posições compradas em ações e instrumentos financeiros de liquidação física. Portanto, a alienação de ações em contratos de empréstimos teria efeito neutro para fins de cálculo de negociação relevante.

Se por outras negociações for necessário realizar um novo comunicado, a nova comunicação deveria discriminar a posição do investidor em ações físicas e em instrumentos financeiros com liquidação física, incluindo aquelas ações alienadas por meio de contratos de empréstimos que um dia retornarão para a posição física do investidor.

¹ As quatro contagens independentes são: (i) posições compradas em ações e instrumentos financeiros de liquidação física; (ii) posições compradas em instrumentos financeiros de liquidação financeira; (iii) posições vendidas em ações e instrumentos financeiros de liquidação física; e (iv) posições vendidas em instrumentos financeiros de liquidação financeira.

Assim, gostaríamos de obter esclarecimento quanto a correta observação do Art. 34, incisos IV e V e entender se, para as posições doadas em contrato de empréstimo de ações, se:

- (i) a negociação gera um efeito neutro na contagem de participação relevante; ou
- (ii) a negociação gera uma redução da participação relevante uma vez que o investidor deixa de deter temporariamente estas ações.

A Minuta A proposta na Consulta Pública SDM 01/2025 já aborda o tratamento de empréstimos de ações para fins de cálculo de participação relevante, mas para garantir maior clareza ao mercado das diferentes situações pedimos que a SEP-CVM ratifique o entendimento acima e, se possível, divulgue para todo o mercado qual seria a correta interpretação desta situação envolvendo contratos de empréstimo de ações.

6) Art. 38, §1º, inciso VI:

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

Gostaríamos de entender qual cenário concreto a CVM pretende abranger com essa redação. A redação atual pode gerar dúvidas quanto à sua aplicação prática, especialmente em estruturas societárias mais complexas ou em situações em que o investidor não detém formalmente o controle, mas adquire, por exemplo, ações preferenciais com direito a voto em determinadas circunstâncias.

7) Impactos do art. 43 da Minuta A da Consulta Pública para fundos de investimento caso os gestores ou pessoas a ele ligadas ocupem cargos no conselho de administração e/ou conselho fiscal de companhias abertas.

A Consulta Pública não alterou os artigos 43 e 49, II e III (antigos artigos 14 e 21, II e III da RCVM 44), que, desde a edição da RCVM 44, geram dúvidas no mercado sobre os possíveis impactos para fundos de investimento que indicam/elegem membros de sua equipe de gestão para ocupar cargos no conselho de administração e/ou conselho fiscal de companhias abertas, notadamente o alcance da vedação de negociação de valores mobiliários da companhia, nos 15

(quinze) dias que antecedem a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia às operações de tais fundos. Considerando que os fundos estão sempre sujeitos à vedação de utilização de informação relevante não divulgada por força do art. 42, seria possível defender que a vedação objetiva do art. 43 não alcança as operações realizadas por fundos que elegem membros da sua equipe de gestão para ocupar cargos no conselho de administração e/ou conselho fiscal de companhias abertas, considerando que tais fundos não estão expressamente referidos no art. 43, bem como que o alcance às operações desses fundos representaria uma interpretação extensiva da vedação objetiva do art. 43? Ou há alguma situação na qual a vedação do art. 43 poderia ser considerada aplicável a fundos de investimento geridos pelo gestor que realiza tais indicações, por força do art. 49, III da Resolução?

Caso a interpretação da CVM seja pela aplicação da vedação prevista no art. 43 às operações dos fundos, tal vedação seria aplicável também às operações realizadas pelos fundos em decorrência de motivo externo objetivo, tais como resgates, reenquadramentos, acompanhamentos de índice?

Caso seja o entendimento da CVM que as vedações do Art. 43 alcançam as operações realizadas por fundos que elejam membros aos conselhos de administração e fiscal de companhias abertas, seriam os planos de investimento uma alternativa adequada para os fundos de investimento lidarem com as situações descritas no parágrafo acima? Se forem, seriam necessárias alterações ou modulações com relação a certas disposições da Minuta A da Consulta Pública referentes a tais planos? Por exemplo, estariam: (i) tais planos sujeitos às disposições do §4º do art. 45 da Minuta A da Consulta Pública? (ii) as operações dos fundos realizadas sob o plano sujeitas ao disposto no §2º, II do art. 45 da Minuta A da Consulta Pública?

V. Considerações finais

Sendo o que nos cumpre para o momento, agradecemos, desde já, a apreciação das considerações apresentadas e, contando com a habitual atenção na avaliação das ponderações, permanecemos à disposição para esclarecimentos adicionais que sejam necessários.

Atenciosamente,

ANBIMA

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais