



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957. 017629/2024-01

Reg. Col. 3299/25

Acusados: Thais Nogueira Alonso

Assunto: Apurar a responsabilidade da diretora de relações com investidores da Mitre Realty Empreendimentos e Participações S.A. por alegadas falhas informacionais

Relator: Presidente Interino Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Eu acompanho as conclusões do Relator¹ quanto ao não acolhimento da preliminar suscitada pela defesa e quanto à absolvição das imputações relativas à divulgação incompleta da ata da RCA de 27/09/2023 (art. 15 da Resolução CVM nº 80/2022 c/c art. 19, §2º, do estatuto social da Companhia), e à divulgação incompleta do Formulário de Referência de 2023 (arts. 15 e 25 da Resolução CVM nº 80/2022).

2. Divirjo, entretanto, respeitosamente, de sua conclusão pela condenação no caso da não divulgação de fato relevante sobre a aquisição de terrenos de propriedade de F.M. (art. 157 da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 3º da Resolução CVM nº 44/2021), por entender que, no caso concreto, a acusada cumpriu seu dever legal, pelos motivos que passo a expor.

3. Como amplamente reconhecido, a informação exerce um papel fundamental no mercado de valores mobiliários, vez que permite a tomada de decisão, a formação de preços e o exercício de direitos, deveres e poderes de conteúdo patrimonial por parte dos investidores².

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.

² Cf., nesse sentido: Marina Palma Copola, Regime de informação no mercado de valores mobiliários – Função da informação no mercado de valores mobiliários brasileiro, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

4. Nesse contexto, o ordenamento brasileiro adota o princípio do *full disclosure*³, incumbindo os emissores do dever de divulgar as informações periódicas exigidas e aquelas informações eventuais tidas como efetivamente relevantes, ou seja, informações que, submetidas ao crivo da administração, têm potencial de alterar a percepção do mercado sobre a companhia. Esse dever não implica divulgar “qualquer fato”, sob pena de produzir ruído informacional e confusão entre os investidores, mas sim comunicar apenas aquilo que, pela sua natureza, magnitude ou contexto, possa influenciar razoavelmente o comportamento do mercado⁴. A própria legislação admite, ademais, a possibilidade de a companhia manter sigilo sobre determinada informação estratégica quando tal conduta se mostrar necessária para a preservação de seus legítimos interesses – ressalvando, contudo, que, em caso de vazamento, a companhia deverá proceder à divulgação ampla da informação, de modo a evitar assimetrias entre os participantes⁵.

5. Daí decorre que, uma vez identificada uma informação como potencialmente relevante, sua divulgação não pode ocorrer por vias informais ou canais que não assegurem a ampla, tempestiva e equitativa disseminação ao público investidor. O arcabouço regulatório

³ Cf., a esse respeito: “A informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais, inclusive no mercado de valores mobiliários [...] Com a disseminação da informação, segundo os padrões de qualidade e freqüência estabelecidos na regulamentação, presume-se que o investidor tomará a melhor decisão de investimento e que as fraudes serão evitadas. Tornou-se lugar comum citar a frase de Louis Brandeis, depois Ministro da Suprema Corte Americana, ao defender o *full disclosure*, ainda em 1914: ‘Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman’” (Marcelo Trindade, “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil, *in* Jairo Saddi (org.), *Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*, São Paulo: IOB, 2002, pp. 297-329, p. 309).

⁴ Cf., nesse sentido: “uma informação não deve ser divulgada como relevante quando a administração não a considera como tal. Ao mesmo tempo, uma vez tomada a decisão de divulgar um determinado fato relevante, transmite-se ao mercado a mensagem de que a administração da companhia refletiu sobre aquela informação e concluiu que ela seria efetivamente relevante. A política adotada por certas companhias de divulgar qualquer informação como ‘fato relevante’ causa mais desinformação ao mercado que informação” (PAS CVM nº SP2013/12, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 18/08/2015).

⁵ Lei nº 6.404/1976, Art. 157: “[...] § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso”.

Resolução CVM nº 44/2021, Art. 6º: “Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

estabelece instrumentos específicos para garantir que todos os investidores tenham acesso simultâneo ao mesmo conteúdo, evitando-se uma corrida informacional. No regime brasileiro atualmente vigente, o instrumento utilizado para a veiculação das informações relevantes é o *fato relevante*, previsto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976⁶, e regulamentado pela Resolução CVM nº 44/2021. Tal informe foi concebido justamente para assegurar transparência e paridade de condições no mercado.

6. Embora sempre existam informações cuja relevância seja incontestável, há, inevitavelmente, uma zona cinzenta dentro da qual a avaliação acerca da necessidade e da forma de sua divulgação depende do juízo técnico e da experiência dos administradores. Não se trata de um exercício automático, mas sim de um julgamento que deve considerar o contexto e o potencial impacto da informação sobre o comportamento dos investidores e das cotações dos valores mobiliários. Essa discricionariedade é essencial para o bom funcionamento do regime de divulgação: comunicar, sob o rótulo de fato relevante, uma informação que não ostenta esse grau de importância não apenas produz ruído desnecessário, como também pode distorcer o comportamento do mercado, que tende a atribuir relevância jurídica e econômica ao simples fato de a companhia ter utilizado o instrumento formal do fato relevante⁷.

7. Nesse cenário, a regulamentação oferece parâmetros orientativos. Nos termos do art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021⁸, considera-se relevante qualquer deliberação ou ato que possa influenciar de modo ponderável: (i) a cotação dos valores mobiliários de emissão

⁶ Art. 157. [...] § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

⁷ Cf., nesse sentido: “sendo a companhia a fonte primária, o *insider* por definição, qualquer informação que divulgue por meio de anúncio de fato relevante será, com boa razão, entendida pelo público como relevante. A presunção é óbvia: se a companhia divulga algo dessa forma, o público tratará o conteúdo dessa divulgação como enquadrado no conceito do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002” (PAS CVM nº 19957.009116/2018-71, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 03/12/2019).

⁸ Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

da companhia ou a eles referenciados; **(ii)** a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter tais valores mobiliários; ou **(iii)** o exercício de quaisquer direitos inerentes à sua titularidade. O dispositivo ainda apresenta, em seu parágrafo único, um rol exemplificativo de situações tipicamente enquadradas como relevantes, o que demonstra o esforço da norma em ilustrar, mas não esgotar, o universo de hipóteses possíveis.

8. No tocante especificamente à comunicação de transações com partes relacionadas, o Anexo F da Resolução CVM nº 80/2022 fornece dois critérios alternativos para a avaliação da necessidade de divulgação: **(i)** um critério subjetivo, relacionado às características e especificidades da operação, cuja apreciação é atribuída à administração; e **(ii)** um critério objetivo, que exige divulgação quando o valor da transação ultrapassar R\$50 milhões ou corresponder a, pelo menos, 1% do ativo total do emissor⁹. Trata-se, portanto, de uma combinação entre julgamento gerencial e parâmetros quantitativos mínimos.

9. No caso concreto, de acordo com a defesa, a Transação – no valor de R\$13.500.000,00 – não teria se enquadrado no rol exemplificativo da Resolução CVM nº 44/2021, tampouco atenderia aos critérios objetivos previstos no Anexo F da Resolução CVM nº 80/2022. Seria, portanto, justamente uma daquelas situações fronteiriças, em que a norma confere margem de discricionariedade ao administrador para avaliar, com base em sua experiência e no contexto, se a informação deveria ou não ser levada a público por meio de fato relevante.

10. Dito isso, a análise sobre a obrigatoriedade de divulgação de fato relevante, no presente PAS, deve ser segmentada em dois momentos distintos. O primeiro refere-se ao momento da divulgação da ata da RCA de 27/09/2023. O segundo diz respeito ao cenário subsequente, quando se verificou a oscilação atípica nas ações da companhia.

⁹ Comunicação sobre transações com partes relacionadas. Art. 1º Este anexo se aplica: I – à transação ou ao conjunto de transações correlatas, cujo valor total supere o menor dos seguintes valores: a) R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); ou b) 1% (um por cento) do ativo total do emissor; e II – a critério da administração, à transação ou ao conjunto de transações correlatas cujo valor total seja inferior aos parâmetros previstos no inciso I, tendo em vista: a) as características da operação; b) a natureza da relação da parte relacionada com o emissor; e c) a natureza e extensão do interesse da parte relacionada na operação. Parágrafo único. O valor do ativo total previsto no inciso I deve ser apurado com base nas últimas demonstrações financeiras ou, quando houver, nas últimas demonstrações financeiras consolidadas divulgadas pelo emissor.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

11. No que se refere à necessidade de divulgar a Transação antes ou simultaneamente à divulgação da ata da RCA de 27/09/2023, entendo que a acusada apresentou justificativas razoáveis para concluir que não se tratava de fato relevante naquele momento. Entre elas, destacam-se:

- i) **baixa materialidade da Transação**, uma vez que o valor envolvido seria irrisório em relação ao porte da Companhia, além de não atingir nem o limite objetivo de R\$50 milhões nem o patamar de 1% do ativo total, parâmetros previstos no Anexo F da Resolução CVM nº 80/2022;
- ii) **curso ordinário dos negócios**, considerando que a aquisição de terrenos integraria a atividade-fim e o curso normal dos negócios de uma incorporadora imobiliária. Nesse contexto setorial, não se esperaria, e tampouco haveria precedente na própria Companhia desde sua abertura de capital, que cada aquisição de terreno fosse comunicada por meio de fato relevante; e
- iii) **alinhamento estratégico**, tendo em vista que a operação seria plenamente compatível com a estratégia já conhecida de investimento no segmento de alto luxo.

12. A característica da Transação como operação com parte relacionada adiciona um elemento que não pode ser ignorado. A bem da verdade, tenho sérias dúvidas se a Companhia não errou ao deixar de divulgar uma comunicação sobre transações com partes relacionadas com fulcro no art. 1º, inciso II, do Anexo F da Resolução CVM nº 80/2022. Entendo, contudo, que, ao menos para fins da divulgação de fato relevante naquela conjuntura, a postura adotada pela acusada estava suficientemente alinhada ao que se poderia esperar de um administrador exercendo um juízo complexo.

13. As oscilações observadas são um indício forte de que talvez houvesse mais interesse na informação do que originalmente se supunha – e os casos de natureza sancionadora envolvendo a divulgação de fatos relevantes são algumas das raras ocasiões em que **algum viés retrospectivo sobre a decisão tomada é admitido. É preciso, contudo, cautela para não se fundamentar uma decisão de condenação exclusivamente com base neste viés.** Nesses termos, as justificativas apresentadas se mostraram, a meu ver, plausíveis para amparar a não divulgação de um fato relevante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

14. Isso nos leva ao segundo momento da análise – aquele em que sobrevieram notícias especulativas e, paralelamente, verificou-se uma oscilação atípica no preço e no volume de negociação das ações. Aqui coloca-se a questão central: a oscilação, por si só, impunha à companhia o dever de revisar seu julgamento inicial e divulgar um fato relevante? A resposta depende de uma série de considerações fáticas.

15. Para evitar equívocos interpretativos, é importante distinguir este caso dos precedentes clássicos envolvendo vazamento de informação confidencial. Nesses, a administração detém informação ainda não divulgada e deve agir prontamente para impedir negociações assimétricas com base em vantagem informacional. No presente caso, a situação é distinta: a deliberação foi divulgada por meio da ata de RCA e a ela se seguiu uma reação negativa intensa do mercado. Ou seja, não havia informação retida, nem silêncio estratégico, nem qualquer indício de assimetria informacional prévia.

16. Diante disso, ainda que se reconheça a oscilação ocorrida, **volto ao meu ponto anterior: o viés retrospectivo não pode ser o único indício de que houve descumprimento normativo. Não se pode concluir que a volatilidade, isoladamente, criaria um dever automático de divulgação de fato relevante *a posteriori*.** Repito: variações bruscas de preço ou volume são um indício importante, mas elas também podem resultar de fatores alheios ao conteúdo objetivo da informação divulgada, incluindo ruídos midiáticos, interpretações equivocadas, expectativas macroeconômicas ou uma sensibilidade conjuntural do mercado. A Resolução CVM nº 44/2021 não estabelece a oscilação como gatilho autônomo, mas sim como um elemento que pode justificar divulgação quando houver informação relevante ainda não divulgada – o que não era o caso¹⁰.

1. Nesse contexto, a postura adotada pela companhia foi proporcional, ainda que imperfeita. Diante das especulações acerca de suposto favorecimento do controlador – narrativa que, em tese, não correspondia ao conteúdo e nem à natureza da

¹⁰ Cf., novamente, Resolução CVM nº 44/2021, Art. 6º: “Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

Transação – a administração divulgou comunicado ao mercado, esclarecendo a lógica da operação. Tal medida era coerente com a decisão inicial: não se estava, ao menos teoricamente, diante de um fato relevante, de modo que a situação demandaria apenas um esclarecimento pontual, e não a utilização do instrumento formal, cujo uso indevido pode amplificar ruídos e distorcer percepções de risco.

2. Para além disso, não vejo subsídios para subscrever a conclusão sugerida pela Acusação de que o convite para a teleconferência, veiculado no comunicado ao mercado, teria gerado assimetria informacional. Em primeiro lugar, o comunicado, ainda que conciso, cumpriu sua função primordial, na medida em que esclareceu o conteúdo essencial da Transação e enfrentou, indiretamente, a principal especulação que circulava à época, qual seja, a de que a operação teria sido estruturada para atender exclusivamente aos interesses do controlador¹¹.

3. Em segundo lugar, não há nos autos qualquer elemento que indique que informações relevantes, inéditas ou potencialmente influenciadoras de decisões de investimento, tenham sido divulgadas durante a teleconferência. A Acusação não demonstra que a reunião teria servido como canal de revelação seletiva de informações sensíveis. Estou de pleno acordo que práticas como essa, ao invés de oferecer uma solução definitiva na interlocução com o mercado, podem se revelar medidas desastradas e apenas geradoras de mais problemas para as companhias abertas. No entanto, em concreto, ausentes aqueles elementos, não vejo como sustentar a existência de assimetria informacional derivada da realização da teleconferência ou do seu convite.

¹¹ Conforme consta no comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 05/10/2023, às 12h23: “A Mitre Realty Empreendimentos e Participações S.A. [...] vem, perante seus acionistas e o mercado em geral, informar que no dia 04 de Outubro de 2023 divulgou a Ata de Reunião do Conselho de Administração deliberando sobre a aquisição de 4 (quatro) imóveis para desenvolvimento de um projeto imobiliário na cidade de Trancoso. A Transação está relacionada ao *rebranding* e relançamento da marca Daslu, adquirida recentemente pela empresa, para, fundamentalmente assinar empreendimentos imobiliários de altíssimo padrão com a marca Daslu Properties, que sejam únicos e se tornem objetos de desejo, concretizando tudo aquilo que a marca será no mercado imobiliário: Única, exclusiva e com empreendimentos espetaculares. Toda marca precisa de sua *flagship* para traduzir o que é e o que a marca representa. Entendemos que este primeiro projeto, já aprovado, reflete tudo isso. Com ciclo de desenvolvimento de apenas 14 meses, deverá ser lançado em breve. Reafirmamos que a Mitre Realty continua focada no seu negócio principal que é desenvolver empreendimentos imobiliários de médio, alto e altíssimo padrão na cidade de São Paulo, que inclusive contará com um empreendimento com a assinatura Daslu, no bairro dos Jardins, no ano que vem”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

4. Por essas razões, voto pela **absolvição** de **Thais Alonso** da acusação de violação ao art. 15 da Resolução CVM nº 80/2022 c/c art. 19, §2º, do estatuto social da Companhia, aos arts. 15 e 25 da Resolução CVM nº 80/2022 e ao art. 157 da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 3º da Resolução CVM nº 44/2021.

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de dezembro de 2025.

Marina Copola

Diretora