De: Caroline Marini de Carvalho <caroline.carvalho@santander.com.br>
Enviado: 18 de julho de 2025 20:23
Para: Consulta Pública SDM 01/2025 <conpublicasdm0125@cvm.gov.br>
Cc: Carlos Alfredo Ferreira Fonseca (Maranhão) <carlos.fonseca@santander.com.br>; Viviane Rodrigues Manoel <vimanoel@santander.com.br>
Assunto: RES: Consulta Pública SDM nº 01/25 – Contribuições Santander

ATENÇÃO: Este e-mail é oriundo de uma entidade externa. Verifique o remetente e avalie o conteúdo antes de clicar em links ou baixar anexos. Mantenha seguro o ambiente da CVM.

Confidential

Prezados(as),

Encaminho, abaixo, as contribuições do Jurídico e Tesouraria do Santander à Consulta Pública SDM nº 01/25, relativas à proposta de reforma da Resolução CVM nº 44.

As propostas seguem organizadas por tema:

Proposta 1 – Inclusão de item na lista exemplificativa de condutas que não indicam intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor (Art. 38, § 2º)

Contexto: Instituições financeiras atuam com frequência em operações estruturadas que envolvem a aquisição de ações sem qualquer finalidade estratégica, mas sim técnica ou contratual. Um exemplo comum é a compra de ações exclusivamente para fins de cobertura (hedge) de contratos de derivativos de renda variável, como equity swaps, assumidos com clientes.

Nesses casos, a instituição pode atingir participações relevantes (≥5%) nos termos do Art. 7º da Minuta A, mas sem qualquer propósito de investimento de longo prazo, intenção de exercer influência na administração ou no controle do emissor.

Insegurança regulatória: Apesar da natureza operacional/financeira dessas aquisições para fins de hedge, a ausência de menção expressa a tais hipóteses no §2º do Art. 38 gera incerteza quanto ao direito de utilizar o prazo de 3 (três) dias úteis previsto no Art. 39, e aumenta o risco de enquadramento automático como conduta indicativa de influência (ex: Art. 38, §1º, VI, quando a participação isolada excede a dos demais acionistas somados).

Além disso, considerando o Art. 32 da minuta, há preocupação adicional de que tais aquisições sejam posteriormente reclassificadas como Fato Relevante, caso divulgadas

como Comunicado ao Mercado, com base apenas na reação do mercado, independentemente da intenção original da instituição.

Essa situação compromete a segurança jurídica e operacional de estruturas legítimas de investimentos diretos ou indiretos em ações, podendo inibir transações com impacto neutro sobre o controle ou gestão da companhia e que, na prática, ampliariam a liquidez do mercado secundário e facilitariam a execução de instrumentos financeiros autorizados.

Proposta de aprimoramento: Sugerimos a inclusão do seguinte inciso ao §2º do Art. 38 da Minuta A:

"VI – o aumento ou redução da posição acionária exclusivamente para fins de cobertura (hedge) de obrigações assumidas em contratos de derivativos com liquidação física ou financeira."

Proposta 2 – Adoção de critérios objetivos para reclassificação entre Comunicado ao Mercado e Fato Relevante (Art. 32)

i. **Contexto**: O Art. 32 da Minuta A prevê que a decisão inicial sobre a forma de divulgação (Fato Relevante ou Comunicado ao Mercado) cabe ao diretor de relações com investidores, com base na avaliação da relevância da informação. Entretanto, o dispositivo também permite que a CVM reavalie essa decisão com base em circunstâncias do caso concreto — inclusive a reação do mercado.

ii. **Insegurança regulatória**: A possibilidade de reclassificação posterior pela CVM, com base em critérios subjetivos como "reação do mercado", gera insegurança para emissores e instituições financeiras. Isso é particularmente sensível em:

- Operações realizadas pelo próprio emissor em contexto de recompra;

- Estruturas de hedge conduzidas por instituições financeiras que envolvam aquisição relevante de ações;

- Aquisições ou alienações que provoquem oscilação de preço sem refletir mudança societária relevante.

O risco é que um comunicado emitido de boa-fé, com base em análise técnica de materialidade, seja posteriormente considerado como Fato Relevante, gerando questionamentos à conduta da administração, mesmo na ausência de má-fé.

iii. **Proposta de aprimoramento**: Sugerimos que a minuta explicite que:

- A reclassificação posterior de um comunicado como Fato Relevante não ensejará responsabilização automática do emissor, salvo em caso demonstrado de dolo;

- A reação do mercado não deve, isoladamente, fundamentar a reclassificação, devendo ser analisada em conjunto com o conteúdo da informação e as práticas de governança adotadas.

Proposta 3 – Reavaliação da presunção relativa do Art. 40, §4º

i. **Contexto**: O §4º do Art. 40 estabelece uma presunção relativa de descumprimento do dever de transparência quando um investidor declara não ter intenção de influir e, em menos de 3 meses, muda sua posição. Essa regra pode ser problemática em situações como:

- Uma primeira aquisição realizada por razões técnicas ou contratuais (ex: hedge);

- Uma mudança posterior de intenção estratégica motivada por alteração no contexto ou oportunidades de mercado.

ii. **Insegurança regulatória**: A presunção, ainda que relativa, pode gerar dúvidas sobre a legitimidade da mudança de intenção, mesmo quando devidamente documentada. Isso é especialmente relevante para instituições que operam com flexibilidade tática e variações rápidas de posicionamento, por conta de oportunidades de investimento que inicialmente não eram interessantes e passaram a ser por conta de mudança das condições de mercado, da emissora, de seus competidores, da legislação aplicável e outras variáveis fora do controle do investidor ou mesmo do emissor.

iii. **Proposta de aprimoramento**: Sugerimos que a minuta esclareça que:

- A presunção de descumprimento não deve ser aplicada de forma automática;

- O prazo de 3 meses deve ser tratado como parâmetro indicativo, sendo a conclusão sobre eventual descumprimento condicionada à existência de evidência concreta de má-fé ou manipulação.

Proposta 4 – Reavaliação da abordagem sobre empréstimo de ações (Art. 7º e Art. 34, incisos IV e V)

i. **Contexto:** Instituições financeiras frequentemente realizam operações com empréstimo de ações, seja para fins de hedge, cobertura de derivativos ou estratégias de negociação técnica. Nesses casos, é comum que ações sejam tomadas em empréstimo, alienadas ou recompradas com alta frequência, de forma dinâmica e com fins exclusivamente econômicos, sem propósito de aquisição de controle e/ou qualquer forma de influência na gestão da companhia ou em suas deliberações sociais.

ii. **Preocupações práticas e regulatórias:**

(a) Sobre o Art. 34 – incisos IV e V:

A separação obrigatória entre:

- Ações tomadas em empréstimo e ainda detidas (inciso IV), e
- Ações tomadas e alienadas (inciso V),

representa um ônus operacional significativo, especialmente em contextos de hedge dinâmico. A rastreabilidade desses fluxos em tempo real é tecnicamente desafiadora, mesmo com sistemas automatizados, e não contribui substancialmente para a transparência sobre o exercício dos direitos econômicos e/ou direitos políticos que tais ações podem trazer ao seu titular.

(b) Sobre o Art. 7º – verificação de participação relevante:

Entendemos que o principal ponto de atenção é que a exigência de diferenciar entre ações alugadas ainda detidas e ações alugadas já alienadas impõe um fardo desproporcional para o cumprimento regulatório. Na prática, essa distinção não altera a medição da posição que efetivamente reflete o poder político da instituição — que está nas ações ainda mantidas em carteira, independentemente de sua origem (próprias ou alugadas).

Além disso, a exigência de separar ações detidas diretamente daquelas detidas via posição tomada em aluguel também nos parece excessivamente onerosa, sem benefício proporcional em termos de transparência, uma vez que não haveria distinção para o exercício dos direitos econômicos e/ou políticos de seu titular, na data em que tais direitos podem ser exercidos. Como ambas conferem os mesmos direitos políticos e econômicos, a diferenciação exige controles paralelos complexos, que pouco agregam sob a ótica societária, especialmente em contextos em que a finalidade da posição é puramente técnica ou econômica.

iii. **Propostas de aprimoramento**

1. Reunificação dos incisos IV e V do Art. 34 com base na lógica da Resolução CVM 44/2021

Sugerimos que a minuta retome a abordagem da Resolução CVM 44/2021, que prevê um único item para reporte da posição detida, e apenas explicite que o perímetro inclui também ações tomadas via aluguel.

Essa solução preserva a clareza e a completude das informações, sem exigir a segmentação entre ações próprias e alugadas, o que impõe um fardo desproporcional e pouco relevante do ponto de vista regulatório.

Redação sugerida:

"III – número de ações e de outros valores mobiliários, instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira, e empréstimo tomado em ações, explicitando a quantidade, a classe e a espécie das ações referenciadas."

2. Esclarecimento sobre o tratamento de ações tomadas em empréstimo para fins de verificação de participação relevante (Art. 7º)

Recomendamos que a minuta esclareça, no texto ou por meio de orientação oficial, que:

"As ações tomadas em empréstimo devem ser consideradas no cômputo da participação relevante quando estejam detidas pela instituição, independentemente de sua origem (direta ou via aluguel), mas sem necessidade de segregação entre essas origens no reporte ao mercado."

Proposta 5 – Solicitação de esclarecimento adicional sobre o cômputo de derivativos com efeitos econômicos distintos (Art. 7º, §2º, III)

Contexto:
Embora o tema não tenha sido objeto de alteração expressa na Minuta A, gostaríamos de aproveitar esta oportunidade para solicitar esclarecimento da CVM quanto ao alcance do

§2º, III do Art. 7º — especialmente no que diz respeito à contabilização de posições em derivativos referenciados em ações, em estruturas compostas por múltiplos instrumentos.

<u>Solicitação de esclarecimento</u>:
Considerando que existem diversas estruturas de derivativos referenciados em ações que podem ser compostas por um conjunto de instrumentos — como *collar*, *call spread*, *equity swap com limitadores*, entre outras — gostaríamos de solicitar esclarecimento quanto à forma correta de contabilização dessas posições para fins de apuração de participação relevante, conforme previsto no Art. 7º, §2º, III.

A dúvida central reside em saber se, para esse cômputo, devem ser considerados apenas os derivativos que conferem exposição líquida comprada (isto é, posição líquida positiva), desconsiderando instrumentos que tenham efeitos econômicos neutros ou inversos.

Esse ponto é especialmente relevante para evitar uma contabilização acumulada artificial das posições (*overcounting*) — que pode levar, na soma de exposições entre diversos investidores, a valores superiores a 100% do capital social da companhia. Tal cenário comprometeria a utilidade e acurácia da informação prestada ao mercado, além de criar distorções na percepção da efetiva concentração acionária.

<u>Sugestão:</u>
Sugerimos que a CVM avalie a possibilidade de esclarecer, por meio da norma ou orientação futura, que **apenas exposições líquidas que impliquem poder de voto efetivo ou posição comprada societariamente relevante** devem ser consideradas no cômputo de participação relevante para fins do Art. 7º da norma.

Atenciosamente,

Santander | COMEÇA AGORA

Caroline Marini
Jurídico Tesouraria

Av. Presidente Juscelino Kubitschek, 2041/2235 – 9º and

JURÍDICO E ASSUNTOS CORPORATIVOS