



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 27/2016-CVM/SIN

Rio de Janeiro, 14 de junho de 2016.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Consulta da BM&FBOVESPA sobre oferta de cotas de ETFs para investidores em geral - Processo SEI nº 19957.004000/2016-83

Senhor Superintendente Geral

1. Trata este processo de consulta, formulada pela BM&FBOVESPA Bolsa de Mercadorias e Futuros S/A ("BM&FBOVESPA" ou "bolsa") acerca da possibilidade de flexibilização da restrição à negociação de cotas de Fundos de Índice (*Exchange Traded Fund - ETF*) referenciados em índices estrangeiros ("ETF Internacionais"), atualmente limitada a investidores com aplicação inicial mínima de R\$ 1 milhão, de forma a permitir a negociação desse tipo de valor mobiliário por quaisquer investidores.

A) CONSULTA

2. A bolsa, em sua consulta, relembra inicialmente que, por meio de decisão tomada no âmbito do Processo CVM RJ-2012-11653, a partir de consulta formulada pela Blackrock Brasil Gestora de Investimentos Ltda, "julgou oportuno e conveniente que a Autarquia passasse a avaliar, diante de cada caso concreto, a possibilidade de conceder determinadas dispensas de requisitos da Instrução CVM nº 359/02, de modo a viabilizar a constituição, registro, emissão, distribuição e negociação de cotas de ETF Internacionais".

3. Naquele momento, o Colegiado fixou que, na hipótese de concessão das aludidas dispensas e da consequente autorização para constituição, registro, emissão, distribuição e negociação de cotas de ETF dessa natureza, a negociação das respectivas cotas deveria ficar restrita exclusivamente a investidores, pessoas físicas ou jurídicas, com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000,00, o que, segundo a interpretação da consulente, "atualmente corresponde à definição de investidor qualificado, nos termos do artigo 9-B da Instrução CVM nº 539/13".

4. Essa restrição teria sido, à época, proposta pelo próprio consulente e, segundo a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN"), na época, tal limitação seria oportuna por trazer "a vantagem adicional de minimizar potenciais assimetrias entre a possibilidade de investimento no exterior por meio de ETF em relação a outros instrumentos, como os BDR Nível



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1 Não Patrocinados", ou mesmo "os fundos que investem nesses valores mobiliários, à época regulados pela... Instrução CVM nº 409/04".

5. Prossegue com o relato de que, após tal decisão, o Colegiado da CVM autorizou a constituição, registro, emissão, distribuição e negociação de cotas de dois ETF Internacionais, referenciados no índice norte-americano S&P500: o (i) iShares S&P 500 FIC Fundo de Índice – Investimento no Exterior (IVVB11), no âmbito do Processo CVM RJ-2013-8492, cujo gestor é a Blackrock Brasil Gestora de Investimentos Ltda; e (ii) IT Now S&P500 TRN Fundo de Índice (SPXI11), no âmbito do Processo RJ-2013-13357, cujo gestor é o Itau Unibanco S.A.

6. Assim, defende a consulta que, entretanto, tamanha restrição da época "não mais se justifica", pois houve certo "amadurecimento do mercado desde o início da negociação das cotas dos ETF Internacionais acima referidos (IVVB11 em 29/4/2014 e SPXI11 em 2/2/2015), bem como o melhor entendimento acerca das características desse produto por parte de investidores e intermediários".

7. Além disso, a bolsa argumenta que o produto apresentou importante evolução nos mercados administrados pela BM&FBOVESPA, pois passou de um patrimônio líquido consolidado de R\$ 44,9 milhões no final de 2014 para R\$ 277 milhões no final de abril de 2016, enquanto o volume médio diário de negociação de suas cotas partiu de R\$ 1,3 milhão em 2014 para cerca de R\$ 3,5 milhões em 2015, com uma média diária, até abril de 2016, de R\$ 9,2 milhões. Para tanto, apresentou o gráfico abaixo com a indicação da evolução da média diária negociada do produto em cada mês, desde seu lançamento:



8. Ainda, alega que o ETF seria "por excelência, um produto voltado a permitir a diversificação dos riscos associados aos investimentos em mercado de capitais" o que viabilizaria a exposição ao risco de variação de um determinado índice de referência, "composto por um amplo conjunto de valores mobiliários, por meio de um produto simples e a partir de aplicações financeiras de baixo valor". Lembrou, nesse contexto, que a regulamentação determina critérios rigorosos de seleção dos índices aptos a referenciar a carteira dos aludidos fundos de investimento, conforme estabelecido no art. 2º, § 2º da Instrução CVM nº 359/02.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

9. Nesse sentido, defende que o fato dos ETFs objeto da consulta se referenciam em índices estrangeiros não alteraria a natureza desse produto, "desde que preservados os requisitos previstos" na regulamentação aplicável, relembrando, inclusive, que no caso específico do índice S&P500, seria inegável o seu alto reconhecimento como um dos índices mais balanceados e diversificados existentes no mundo.

10. Sob outra perspectiva, a consultante também esclarece sua interpretação de que a evolução do panorama regulatório aplicável à possibilidade de exposição dos "investidores de varejo" ao risco de investimentos no exterior, principalmente após o advento da Instrução CVM nº 555/14, seria mais um importante elemento a apontar para a necessidade de flexibilização do público alvo acessível a esses investimentos.

11. Isso porque tal Instrução, ao contrário da anterior revogada (Instrução CVM nº 409/04), teria passado a admitir, nos termos de seu art. 115, o investimento em fundos cuja carteira é composta por BDR Nível 1 Não Patrocinados (Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I) por investidores em geral, justamente por considerar pertinente "*permitir o investimento no exterior de maneira gradual*"^[1]. A opção regulatória, segundo a bolsa, estaria baseada no fato de que tal fundo contaria com características peculiares que o destacariam no contexto de investimentos no exterior, e por ser gerido por gestor profissional, o que também estaria presente nos ETFs internacionais.

12. Assim, uma vez que tais investidores já estariam autorizados a investir em produto cuja essência econômica é a mesma dos ETF Internacionais, não mais haveria razão para a limitação de investimento atualmente existente, inclusive, por terem sido as limitações da "Instrução CVM nº 409/04 um dos principais fundamentos da mencionada restrição". Nesse contexto, defendem por exemplo que o investimento em Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I até mesmo embutiria alguns riscos adicionais em comparação aos ETF Internacionais, dada "a possível exposição a um conjunto menor de ativos subjacentes, bem como algumas ineficiências operacionais inerentes aos BDR". Da mesma forma, destacam também que os investidores em geral hoje já podem ter acesso a exposição econômica idêntica a dos ETF Internacionais por meio de Certificados de Operações Estruturadas oferecidos pelas tesourarias de instituições financeiras.

13. Mencionam, ainda, que a possibilidade de investimento em ETF Internacionais por parte de investidores em geral aumentaria a gama de produtos disponíveis ao mercado por meio dos canais de distribuição que acessam esse tipo de investidor, o que contribuiria "para o fortalecimento da indústria de intermediação".

14. Destacam também, na consulta, o fato de a própria regulamentação em vigor permitir o investimento, por parte dos investidores em geral, em outros produtos referenciados em índices estrangeiros cujo perfil de risco é significativamente superior aos ETF Internacionais, como "os contratos futuros de S&P500 e de FTSE/JSE Top 40", o que também evidencia a distorção representada pela restrição atualmente imposta à negociação de cotas desses ETFs.

15. Diante do exposto, sugerem na consulta a reavaliação dessa restrição, preservadas as demais condições estabelecidas no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-11653, e as decisões específicas que autorizaram o registro dos ETF Internacionais já autorizados pela CVM.

16. Acreditamos que a medida, condizente com o grau de amadurecimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, conferirá uma interessante alternativa de diversificação de investimento aos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

investidores de varejo, que poderão optar pela exposição ao risco de oscilação de índices estrangeiros por meio de um produto diversificado, adequadamente regulado, sujeito à gestão profissional e à supervisão da BM&FBOVESPA e toda sua estrutura de negociação e pós-negociação, o que é absolutamente desejável na atual conjuntura do mercado brasileiro.

B) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

17. De fato, como lembrado pela consulta da BM&FBOVESPA, o Colegiado da CVM, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-11653, decidiu que julgava "oportuno e conveniente avaliar, caso a caso, a possibilidade de conceder dispensa de requisitos da Instrução CVM 359/02, para fins de constituição, registro, emissão, distribuição e negociação de cotas de fundos de índice de mercado no Brasil... baseados em índices de outras jurisdições".

18. Na época, dentre outras razões, pesou para tamanha decisão de Colegiado a circunstância de que tais fundos trariam "a vantagem adicional de minimizar potenciais assimetrias entre a possibilidade de investimento no exterior via fundos de índice em relação a outros instrumentos, como os BDRs ou através de fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 409/04", como também lembrado pela consulta.

19. Relembramos, nesse sentido, que a possibilidade de investimento no exterior ali então vigente já era resultado de um processo progressivo de sua flexibilização na regulação da CVM.

20. Esse processo se iniciou em 2007, com a edição da Instrução CVM nº 450/07, que passou a permitir a realização de investimentos dessa natureza pelos fundos de investimento com a nova redação dada ao artigo 85, § 1º, da Instrução CVM nº 409/04, embora, naquele momento, sob o limite máximo de 20%, para os fundos da categoria Multimercado, e 10%, para os fundos das demais classes existentes.

21. Já em 2008, com o advento da Instrução CVM nº 465/08, a nova redação dada ao artigo 85, § 1º, I, c/c artigo 110-B, ambos da Instrução CVM nº 409/04, passou a permitir a constituição de fundos dedicados exclusivamente ao investimento no exterior. Entretanto, esses fundos deveriam exigir "investimento mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais)".

22. Em 2011, mais um importante passo no sentido da flexibilização dos investimentos no exterior foi dado com a alteração do artigo 95-B da Instrução CVM nº 409/04 pela Instrução CVM nº 512/11, que passou a prever naquele dispositivo um novo § 3º, e a possibilidade nele prevista de constituição, e já para investidores qualificados (na época, os que possuísem investimentos em montante superior a R\$ 300 mil), de fundos também dedicados ao investimento no exterior, desde que por meio da aquisição de BDRs classificados como Nível 1 ("Fundos de BDR"). Foi nesse contexto regulatório que, então, foi tomada a decisão de Colegiado referida na consulta da BM&FBOVESPA.

23. Agora, já em 2014, no âmbito da ampla reforma da Instrução CVM nº 409/04 e de sua substituição pela Instrução CVM nº 555/14, novas possibilidades de investimento no exterior foram previstas na regulação dos fundos de investimento, das quais destacamos (i) a possibilidade de que os Fundos de BDR fossem direcionados ao público em geral; e (ii) a constituição de fundos que invistam preponderantemente no exterior e sejam dedicados a investidores qualificados, desde que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

atendam as condições previstas no artigo 101, § 1º, da Instrução CVM nº 555/14 (em geral, exigências informacionais e de equivalência, para os ativos objeto, à regulação aplicável no Brasil).

24. Assim, diante desse novo contexto, parece mesmo assistir razão à BM&FBOVESPA quando destaca a assimetria de tratamento, hoje conferida pela CVM aos ETFs Internacionais, quando comparada às demais possibilidades de investimento no exterior permitidas aos investidores em geral, seja via fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14, seja, ainda, também por outros meios.

25. E isso porque, como se vê, a exposição a riscos de terceiras jurisdições já é possível ao investidor de varejo, como bem lembrado na consulta em relação aos "contratos futuros de S&P500 e de FTSE/JSE Top 40", assim como, por meio de COEs oferecidos pelas tesourarias de instituições financeiras que, como sabido, possuem de fato grande capilaridade com o mercado em geral.

26. Também nesse sentido, seja em termos de transparência do produto, seja no que se refere à facilidade de compreensão dos riscos associados, os ETFs internacionais não parecem mesmo, ao ver desta área técnica, oferecer nenhuma preocupação adicional daquelas que já se poderiam cogitar como presentes nos COEs de instituições financeiras, nos contratos futuros de índices de mercados estrangeiros, ou mesmo nos Fundos de BDR, todos produtos que já se encontram disponíveis ao público em geral.

27. Nunca é demais lembrar também que, de qualquer forma, o público alvo potencial alcançado pelos ETFs internacionais (qual seja, aquele detentor de cadastro em intermediários de valores mobiliários) ainda parece ser mais limitado do que aquele previsto, por exemplo, para os Fundos de BDR, e assim, ainda que se equalizem as condições de acesso a ambos os produtos, a verdade é que, na prática, os investidores dos ETFs Internacionais ainda representarão uma fração mais experiente e habituada com o mercado de capitais do que aqueles previstos para os Fundos de BDR.

28. Por último mas não menos importante, é importante destacar que esta área técnica continua não enfrentando, seja para os ETFs Internacionais, seja para os ETFs de uma forma geral, uma quantidade de reclamações ou denúncias efetuadas, seja por participantes de mercado, seja por investidores de forma geral, que pudessem suscitar preocupações em função da concessão de certa extensão na oferta do produto ao público em geral, conforme requerida na consulta.

29. Por todo o exposto, concordamos com o racional contido na consulta da BM&FBOVESPA, e entendemos, por todo o exposto, que seria oportuno e conveniente avaliar, caso a caso, mas agora com a possibilidade de oferta ao público em geral, a possibilidade de conceder dispensa de requisitos da Instrução CVM 359/02, para fins de constituição, registro, emissão, distribuição e negociação de cotas de fundos de índice de mercado no Brasil... baseados em índices de outras jurisdições.

30. Vale apenas destacar, nesse contexto, que a Instrução CVM nº 359/02 foi objeto de substanciais alterações, promovidas em 17/9/2013 pela Instrução CVM nº 537/13, muitas delas no sentido de incorporar diversas das dispensas que já vinham sendo concedidas no registro de ETFs de forma geral. Assim, por essa razão, a maioria das dispensas então ainda aplicáveis quando da decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2012-11653 já não mais subsistem, e assim, quer nos parecer que a única dispensa ainda sujeita à análise, atualmente, seja a referente à "possibilidade de que o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

fundo de índice possua como ativo elegível à aquisição também cotas de outros fundos de índice negociados em outras jurisdições".

31. Como, de qualquer forma, e apesar do crescimento recente desse mercado, os ETFs Internacionais ainda representam um produto inovador no mercado de capitais brasileiro, a interpretação desta área técnica é a de que ainda se mostra conveniente manter a dinâmica atualmente ainda prevista para a aprovação desses fundos, qual seja, a necessidade de que contem com a prévia avaliação da CVM como condição para sua oferta ao mercado, o que garantirá uma análise mais próxima e preventiva da área técnica para sua evolução, até que, se for o caso e se chegue a tanto, tal dinâmica possa ser rediscutida no futuro.

32. Por fim, entendemos que tal tratamento já possa, de imediato, se estender aos ETFs Internacionais já autorizados pela CVM a operar no mercado, desde que a mudança de público alvo desses fundos contem com pedido específico a ser formulado por seus respectivos administradores a esta Superintendência, por meio do qual formalizem intenção nesse sentido.

33. Diante de todo o exposto, submetemos a consulta da BM&FBOVESPA ao Colegiado para apreciação, com a proposta de divulgação ao mercado da possibilidade de analisar pleitos de constituição de ETFs Internacionais nos termos aqui detalhados. Propomos, ainda, que sua relatoria seja conduzida pela SIN.

[1] Cf. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 04/2014, p. 60, disponível em <http://www.cvm.gov.br>

Atenciosamente,

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais - SIN

Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 18/06/2016, às 16:30, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.

A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0127491** e o código CRC **0331A024**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0127491** and the "Código CRC" **0331A024**.*
