



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### TERMO DE RETIFICAÇÃO

Ofício Interno nº 100/2021/CVM/SIN/GIFI

Rio de Janeiro, 09 de novembro de 2021.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Consulta do BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. sobre a possibilidade de se constituir um fundo de índice lastreado em CBIO - Processo CVM nº 19957.004010/2021-86

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata este processo de consulta formulada pelo BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A ("Banco Santander") acerca da possibilidade jurídica de se constituir um fundo de índice ("Fundo de Índice"), nos termos da Instrução CVM nº 359/02, com objetivo de replicar índice (a ser criado) que acompanhe a variação de preços do Crédito de Descarboxinação ("CBIO"), criado no âmbito da Política Nacional de Biocombustíveis ("RenovaBio"), pela Lei nº 13.576, de 26 de dezembro de 2017 e regulamentado (i) pelo Decreto nº 9.888, de 27 de junho de 2019; e (ii) pela Portaria do Ministério de Estado de Minas e Energia nº 419, de 20 de novembro de 2019.

2. Em caráter subsidiário, a Consulta tem por finalidade esclarecer dúvidas pontuais sobre uma estrutura alternativa para viabilização de um fundo de índice que replique um índice de mercado, a ser constituído nos termos da Instrução CVM 359, relacionado à variação de preços de certificados de operações estruturadas ("COE"), emitidos nos termos (i) da Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010; (ii) da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.263, de 5 de setembro de 2013; e (iii) da Instrução CVM nº 569, de 14 de outubro de 2015 ("Instrução CVM 569"), que tenham CBIO como ativo subjacente.

#### A) CONSULTA

3. O Banco Santander apresenta, primeiramente, a estrutura que considera ideal ("Estrutura Pretendida"), na qual o Fundo de Índice buscaria investir seus recursos diretamente em CBIO, de modo a replicar determinado índice de mercado - a ser criado de acordo com o Art. 2º, Parágrafo 2º, da Instrução CVM 359 - que refletirá a variação de preço do CBIO no mercado brasileiro. Diz o dispositivo:

*§2º A aprovação do índice considera, no mínimo, os seguintes critérios:*

*I - não são aceitos índices cuja metodologia completa de seu cálculo não seja disponibilizada de forma gratuita e por meio da rede mundial de computadores, incluindo sua composição, os pesos de cada ativo financeiro, os critérios de rebalanceamento e sua frequência, e demais parâmetros necessários à sua replicação;*

*II - não são admitidos índices cuja metodologia de cálculo não inclua regras predeterminadas e critérios objetivos;*

*III - a frequência de rebalanceamento do índice não pode impedir que os investidores possam replicá-lo;*

*IV - o índice não pode estar sujeito a ajustes retroativos;*

*V - o índice escolhido deve representar um objetivo de investimento claro*

*e único, sem condicionantes;*

*VI - não são aceitos índices cujo provedor seja parte relacionada ao administrador ou ao gestor;*

*VII - não são aceitos índices cujo provedor receba pagamentos de potenciais emissores para sua inclusão como componentes;*

*VIII - o desempenho do índice deve ser público, ter ampla divulgação e fácil acesso por meio da rede mundial de computadores; e*

*IX - não serão aceitos índices que representem múltiplos de outros índices, o inverso destes índices, ou ainda múltiplos do seu inverso*

4. Nessa hipótese o Banco Santander esclarece que atuaria simultaneamente como administrador fiduciário e formador de mercado das cotas do Fundo de Índice, sendo que o gestor da carteira do Fundo de Índice seria outra sociedade integrante do grupo econômico do Consultante, e que contaria, claro, com a devida segregação dessa atividade para as demais das diferentes sociedades.

5. Na visão do participante do mercado, a dúvida principal a propósito dessa estrutura se refere à possibilidade de que o CBIO venha a compor a carteira de um Fundo de Índice.

6. Diante disso, traz o consultante informações adicionais sobre os CBIO, tais como seu lastro, forma de emissão, escrituração, comercialização e forma de negociação para então fundamentar porque entende que: (i) o CBIO deve ser considerado como um ativo elegível, ainda que a título de concessão de uma dispensa à Instrução CVM nº 359, (ii) a cota de fundo de investimento em CBIO é um valor mobiliário e (iii) o CBIO é elegível para a carteira de um Fundo de Índice nos termos do que entende ser a interpretação atual do Art. 58, Parágrafo Nono, da Instrução CVM 359/02.

8. Após finalizar a explanação sobre a estrutura ideal pretendida, o consultante passa à “Estrutura Alternativa”, que cogita constituir apenas em caráter subsidiário, caso a outra estrutura seja considerada inviável pela CVM.

9. Nessa opção, o fundo de índice replicaria índice de mercado, a ser constituído nos termos da Instrução CVM 359, vinculado à variação de certificados de operações estruturadas (“COE”) que contenham, em sua composição, CBIO como ativos subjacentes.

10. O consultante emitiria COE lastreados em CBIO e o fundo de índice contrataria um provedor para criação de índice de mercado vinculado à variação de preços dos referidos COE emitidos pelo Consultante, sem, no entanto, sujeitar o titular do COE ao risco de crédito do emissor do CBIO.

11. As demais condições relativas aos prestadores de serviço seriam iguais à Estrutura Pretendida.

12. Na visão do consultante, ainda que com maiores custos transacionais e operacionais, a Estrutura Alternativa seria capaz de mimetizar a Estrutura Pretendida em termos de exposição a risco de variação de preço de CBIO.

13. O ponto crucial, apontado novamente, seria a elegibilidade do ativo, agora o COE, nos termos do Art. 58, Parágrafo Nono, da Instrução CVM 359. Todavia, seguindo a mesma linha de embasamento da outra estrutura, conclui o consultante que a interpretação atual deste dispositivo permite o encarteiramento de COE.

14. Ainda com relação à Estrutura Alternativa, o consultante indaga se o fato do eventual administrador fiduciário e eventual formador de mercado ser também o emissor dos COE que integram o índice de mercado a ser provido por terceiro independente, às expensas do Fundo de Índice, violaria o disposto no Art. 2º, Parágrafo Segundo, Inciso VI, da Instrução CVM 359. Na visão do consultante, esta restrição não se aplicaria ao presente caso.

15. Assim, o Banco Santander sumariza sua consulta nos seguintes cinco pontos:

- 1. à luz da regulamentação vigente expedida pela CVM, a possibilidade de que o CBIO figure como ativo elegível na carteira de fundos de investimento que admitam exposição a tal risco;*
- 2. à luz do disposto no Art. 58, Parágrafo Nono, Inciso I, da Instrução CVM 359, a possibilidade do Fundo de Índice adquirir CBIO, mesmo que sua oferta/distribuição não seja passível de registro na CVM;*

3. *à luz do disposto Art. 25, Parágrafo Único, da Instrução CVM 359, a possibilidade de o Consulente atuar simultaneamente como administrador fiduciário e formador de mercado das cotas do Fundo de Índice, sendo que o gestor da carteira do Fundo de Índice seria outra sociedade integrante do grupo econômico do Consulente, com segregação das atividades entre as diferentes sociedades;*
4. *à luz do disposto no Art. 2º, Parágrafo Segundo, Inciso VI, da Instrução CVM 359, a possibilidade de o Consulente ser simultaneamente o administrador fiduciário do Fundo de Índice, formador de mercado e o emissor dos COEs que integrarão a carteira do Fundo de Índice ao replicar o índice de mercado que visará a refletir a variação de preços de referidos COEs; e*
5. *à luz do disposto no Art. 58, Parágrafo Nono, Inciso I, da Instrução CVM 359, a hipótese de o Fundo de Índice adquirir COE, cuja oferta é dispensada de registro e obedece ao rito da Instrução CVM 569.*

#### B) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

16. Como dito, a questão central da consulta refere-se à caracterização do CBIO como ativo financeiro elegível à composição da carteira de um Fundo de Índice.

17. O CBIO é definido pelo artigo 5º, V, da Lei nº 13.576 como um "instrumento registrado sob a forma escritural, para fins de comprovação da meta individual do distribuidor de combustíveis". Essa meta e sua forma de cumprimento pelo emissor primário são tratadas pelo artigo 7º da Lei.

18. Já o emissor primário, conforme definido pelo artigo 5º,VII, da mesma lei, é aquele "produtor ou importador de biocombustível, autorizado pela ANP" que está autorizado à emissão de CBIOs em quantidade proporcional ao volume de biocombustível produzido ou importado e comercializado, volume esse que se comprova por meio da "Nota de Eficiência Energético-Ambiental constante do Certificado da Produção Eficiente de Biocombustíveis".

19. Assim, na prática, o CBIO corresponde a uma tonelada de "gases causadores do efeito estufa" (como o gás carbônico, por exemplo), cuja emissão é evitada na atmosfera, calculada a partir da diferença decorrente da emissão pelos meios convencionais e aquela obtida pelo biocombustível produzido que em tese o substituiu (etanol, biodiesel, biometano, bioquerosene, entre outros).

20. Nesse contexto, a lei estabelece, para os distribuidores de combustíveis, metas individuais associadas à neutralização do nível de gases causadores do efeito estufa que eles indiretamente geram na economia, a ser realizado por meio da compra de CBIOs gerados pelos produtores e importadores de biocombustíveis. De fato e como alegado no pedido, essas metas crescem ao longo do tempo. Segundo a Resolução do Conselho Nacional de Política Energética ("CNPE") nº 8, de 18 de agosto de 2020 (<https://ubrabio.com.br/2020/09/10/resolucao-cnpe-no-8-de-18-de-agosto-de-2020-reducao-de-metas-do-renovabio/>), por exemplo, as metas são as seguintes, com suas respectivas margens de tolerância:

Ano	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Meta Anual (milhões de CBIO)	14,53	24,86	34,17	42,35	50,81	58,91	66,49	72,93	79,29	85,51	90,57
Intervalos de tolerância	-	-	42,67	50,85	59,31	67,41	74,99	81,43	87,79	94,01	99,17
	-	-	25,67	33,85	42,31	50,41	57,99	64,43	70,79	77,01	82,17

21. Assim, como se vê, o ativo em questão possui um fundamento econômico bastante evidente a sustentar sua existência (a saber, a referida "indenização" ou "ressarcimento" pela prática do emissor primário de produção (ou importação) de

biocombustíveis capazes de atender metas impostas a terceiros pelo CNPE (no caso, aos distribuidores de combustíveis), de um lado; e uma demanda mínima estrutural e crescente imposta pela regulamentação do segmento de distribuição de combustíveis fósseis.

22. Além disso, por força de disposição legal o ativo é necessariamente registrado em ambiente regulamentado de negociação de valores mobiliários e ativos financeiros (no caso, a B3), e a negociação será feita nesses mercados organizados, inclusive em leilões (ver artigo 15 da Lei nº 13.576), e escriturado, como dito, exclusivamente por instituições financeiras autorizadas pelo BACEN (conforme art. 5º, VIII, da Lei nº 13.576), e o escriturador é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos no período em que os títulos estiverem registrados (art. 16 da Lei nº 13.576), o que confere à negociação do produto uma sustentação de infraestrutura diferenciada e robusta, bastante desejável a contribuir para o entendimento, no caso, de que se trate de um ativo que se possa compreender como apto a compor a carteira, por exemplo, de fundos regulados pela Instrução CVM nº 555 ou pela Instrução CVM nº 359.

23. Outro aspecto importante da essência econômica do produto é que ele possui valor econômico atribuível pelos agentes de mercado, que pode ser representado pelos estimados impactos financeiros, econômicos e de negócio provocados sobre os distribuidores de combustíveis em decorrência do risco de descumprimento das metas a eles estabelecidas pelo CNPE com base na Lei nº 13.576. É de se esperar que essas estimativas que venham a influenciar o preço final de negociação do ativo na B3, e por última instância, fundamentar estratégias de investimento dos mais diferentes tipos de investidores que pretendam especular com ele. Isso para além, claro, do papel já presumido de participação dos emissores primários e distribuidores de combustíveis acima mencionados.

24. Em conclusão, entendemos que, caracterizado o CBIO como um crédito de descarbonização, registrado em sistema de registro (no caso, na B3) e escriturado por instituição financeira (cf. art. 5º, VIII, da Lei nº 13.576/17) e com as demais características e fundamentos econômicos apresentados na consulta e na avaliação desta área técnica, deve ser considerado apto a receber o tratamento conferido pelo conceito de ativo financeiro da Instrução CVM 555 (art. 2º, inciso V, alínea “h”), e portanto, elegível para a composição da carteira dos fundos de investimento 555 que comportem o risco desse tipo de ativo em seu mandato. Conceito esse, vale dizer, que não se confunde com o de ativos financeiros definido pelo Banco Central do Brasil, no âmbito de sua competência, pelo artigo 2º da Resolução nº 4.593, de 28 agosto de 2017 com base na Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013.

25. No que se refere à elegibilidade para a composição da carteira de Fundo de Índice, contudo, *a priori* o Art. 58, § 9º, inciso I da Instrução 359, poderia ser entendido como uma barreira à admissibilidade desse ativo, uma vez que o dispositivo estabelece que serão admitidos como ativos financeiros elegíveis à composição das carteiras dos fundos de índice apenas valores mobiliários ou outros ativos financeiros cuja oferta pública foi submetida a registro na CVM ou que tenham sido distribuídos com esforços restritos. É o teor do dispositivo:

*§9º Para fins dessa Instrução, serão admitidos os seguintes ativos financeiros:*

*I - valores mobiliários ou outros ativos financeiros cuja oferta pública foi submetida a registro na CVM ou que tenham sido distribuídos com esforços restritos; e*

*II - títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional.*

26. Entretanto, é necessário ponderar que o Colegiado da CVM, em consultas precedentes, em particular relacionadas a ETFs de investimentos no exterior (cf. Processo CVM nº RJ-2012-11653 e posteriores), vem superando essa delimitação do art. 58, ao afastar tal requisito na estruturação daqueles produtos, uma vez que, naturalmente, nenhum dos fundos negociados no exterior teve suas cotas registradas na CVM ou foram distribuídas no Brasil, mesmo que sob esforços restritos de colocação, conforme previsto na Instrução CVM nº 476.

27. Na Resolução CVM 3/2020, essa modelagem dos ETF internacionais passou a estar prevista na própria Instrução CVM 359, a demonstrar de forma assertiva o bastante na norma que, em linha com seu novo artigo 58, III, a permissão para a

constituição de fundos de índices estruturados para investimento em ativos não submetidos "a registro na CVM ou que tenham sido distribuídos com esforços restritos". É o teor do dispositivo:

*Art. 58. De forma a refletir a variação e rentabilidade do índice de referência, e observado o disposto no art. 35, o fundo deve manter 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio aplicado em: • Caput com redação dada pela Instrução CVM nº 537, de 16 de setembro de 2013.*

*I - ativos financeiros que integrem o índice de referência;*

*II - posição líquida em contratos futuros; e*

*III - cotas de outros fundos de índice que visem refletir as variações e rentabilidade do índice de referência do fundo investidor.*

28. Nesse contexto, entendemos que a própria experiência de regulação e supervisão dos ETFs já demonstra que, em certos casos, pode se justificar o afastamento desse requisito geral de que os ativos financeiros componentes de um índice perseguido por um ETF sejam registrados na CVM ou contem com distribuição ao menos via Instrução CVM 476. O que faz bastante sentido, uma vez que não são apenas valores mobiliários, mas ativos financeiros (um conceito de certo bem mais amplo, à luz do disposto no artigo 2º, V, da Instrução CVM nº 555) os ativos elegíveis a compor a carteira de fundos de índice, rol de ativos esses que não estão muitas vezes sob o alcance da competência legal da Autarquia e, por isso, para os quais pode não ser razoável, em determinadas circunstâncias, estabelecer um requisito de seu registro na CVM ou de que seja distribuído de uma forma por nós regulada. Essa linha de raciocínio parece se encaixar no caso do CBI0.

29. De fato, neste caso concreto, o CBI0, apesar de, como já dito, se entender que possa ser tratado como um ativo para os efeitos da regulamentação de fundos de investimento, não é por si regulado pela CVM, tampouco sua distribuição a investidores costuma ocorrer de forma regulada pela Autarquia (ou seja, por meio de distribuições públicas). Mas, de outro lado, o ativo cumpre os requisitos essenciais que, ao ver da área técnica, justificam a estruturação de um fundo de índice nele lastreado, quais sejam: previsão legal, natureza econômica admissível, escrituração por instituição financeira, registro e negociabilidade em entidade administradora de mercado, e, claro, liquidez compatível com as necessidades típicas de um ETF.

30. Talvez, dos requisitos citados acima, mereça mais atenção a liquidez de negociação do ativo. Sabe-se da importância para a integridade do produto que os ativos previstos no índice contem com uma liquidez mínima, seja para viabilizar uma permanente precificação do ativo de forma a balizar o comportamento e visualizar a performance do índice; e de outro. para dar o espaço necessário para a atuação dos participantes autorizados no mercado primário.

31. Questionado a respeito, o proponente informou que o volume diário médio de negociações definitivas ocorridas recentemente "é de R\$ 7.683.777,02 por dia", ou seja, maior que a dos "3 maiores IPO's realizados em 2020" e isso apesar do ativo "existir há menos de 1 ano". Lembrem, ainda, que "o Conselho Nacional de Política Energética estipulou metas compulsórias anuais de redução de emissões de gases causadores do efeito estufa para a comercialização de combustíveis", metas essas que crescem ao longo dos anos, impondo novas e crescentes necessidades de negócio que devem aumentar a liquidez desse ativo com o tempo.

32. Ainda assim, reconhecendo o *track record* ainda pequeno do ativo e de sua liquidez, o consultante propõe incluir "fator de risco específico no regulamento do fundo, explicando ao investidor a possibilidade dessa ocorrência [falta de liquidez que prejudique a precificação do índice ou o funcionamento do mercado primário] e seus consequentes efeitos" ou mesmo mecanismos compulsório de resgate de cotas do fundo em ativos em casos de queda abrupta da liquidez, sempre "no melhor interesse dos cotistas", adequando o tamanho do fundo ao eventual patamar de liquidez.

33. Consideramos ambas as propostas bastante razoáveis e pertinentes: de um lado, uma inesperada baixa liquidez futura do ativo alvo importaria desafios operacionais ao fundo que merece ser deixado às claras em seu regulamento; e um tamanho para o fundo desproporcional ao da liquidez do ativo subjacente ao

índice pode tornar impraticável o funcionamento do mercado primário (criação e destruição de cotas), o que impactaria negativamente o fundo na medida em que o mecanismo deixaria de cumprir seu papel de promover aderência entre o valor da cota negociado em secundário e aquele calculado por meio do índice.

34. Por seu lado, deixamos aqui de nos manifestar em relação à consulta subsidiária, considerando que a própria consulta (itens 4 e 5) estabelece sua preferência na primeira estrutura, e o fato de que, também para esta área técnica, essa proposta alternativa agrega complexidade e dificuldades adicionais de estruturação e entendimento do investimento ao investidor que, aqui, entendemos como desnecessárias, dada a viabilidade da proposta principal na opinião da SIN. De igual forma e considerando que a proposta subsidiária não é necessária para o lançamento do produto, não nos manifestamos aqui sobre a possibilidade de que o administrador fiduciário e formador de mercado das cotas do fundo também acumulasse a função de emissor dos COE tratados nessa proposta secundária.

35. Já com relação ao ponto (3) da consulta, relacionados aos prestadores de serviços integrantes das duas estruturas, entendemos que não haver óbice na possibilidade de o consulente atuar simultaneamente como administrador fiduciário e formador de mercado das cotas do Fundo de Índice, pois o gestor da carteira do Fundo de Índice é outra sociedade integrante do grupo econômico do Consulente, com segregação das atividades entre as diferentes sociedades, conforme inclusive exigido pela regulação da CVM aplicável à atividade. Assim, entendemos que a vedação prevista no art. 25 da Instrução CVM nº 359, conforme abaixo transcrito, até por se restringir expressamente ao gestor de carteira, não alcançaria o administrador fiduciário:

*Art. 25. A bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado na qual as cotas do fundo sejam negociadas pode, observada a legislação em vigor, regulamentar a função de formador de mercado para as cotas do fundo, com o objetivo de fomentar sua liquidez.*

*Parágrafo único. É vedado ao gestor da carteira exercer a função de formador de mercado descrita neste artigo.*

36. Diante de todo o exposto, submetemos a consulta do BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. ao Colegiado para apreciação, com proposta de aprovação da estrutura pretendida mediante a dispensa de cumprimento do requisito previsto no artigo 58, § 9º, I, da Instrução CVM nº 359, e também de que sua relatoria seja conduzida por esta SIN/GIFI.

Atenciosamente,

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Supervisão de Investidores Institucionais - SIN



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 16/11/2021, às 11:32, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1388601** e o código CRC **DB3828F1**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1388601** and the "Código CRC" **DB3828F1**.*