



RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 08/2012 – Processo CVM RJ-2012-10996

Assunto: Alteração da Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, para viabilizar estratégias que permitam a replicação de índices de renda fixa.

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública nº 08/2012, que teve como objeto a minuta de instrução que alterará a Instrução CVM nº 359, de 2002, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos fundos de investimento em índice de mercado – Fundos de Índice (“Minuta”). A CVM recebeu os comentários do público entre os dias 1º de outubro de 2012 e 31 de outubro de 2012.

Os fundos regulados pela Instrução CVM nº 359, de 2002, buscam entregar ao investidor o retorno de um dado índice como, por exemplo, o Ibovespa, e são conhecidos no Brasil e no exterior como **exchange-traded funds** – ETFs, dado o fato de serem sempre listados para a negociação de cotas no mercado secundário. Assim, ao longo do relatório, esta sigla será utilizada nas referências aos Fundos de Índice.

A Minuta propôs expandir o mercado de ETFs no Brasil, posto que, atualmente, as estratégias de investimento são limitadas a carteiras de ações e de outros ativos de renda variável. A proposta foi permitir o uso de índices compilados a partir do retorno de carteiras de ativos de renda fixa – privados e públicos –, com o benefício potencial de trazer maior liquidez e transparência a essas classes de ativos.

Além disso, considerando as diversas dispensas aos requisitos da Instrução CVM nº 359, de 2002, concedidas pelo Colegiado da Comissão em anos recentes, a Minuta também flexibilizou as exigências de



que as carteiras dos ETFs, e suas cestas de formação e destruição, repliquem quase integralmente o índice de referência.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido em: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; (iv) outros comentários; (v) outros ajustes; e (vi) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 08/2012. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

2. Participantes

- (i) Advis Investimentos (“Advis”);
- (ii) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- (iii) Blackrock Brasil Gestora de Investimentos Ltda. (“Blackrock”);
- (iv) BM&F Bovespa (“BM&FBovespa”);
- (v) BM&F Bovespa Supervisão de Mercados – BSM;
- (vi) Bradesco Asset Management (“BRAM”);
- (vii) CETIP S.A. – Mercados Organizados (“Cetip”);
- (viii) CFA Society Brazil (“CFA Brazil”); e
- (ix) Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização (“CNseg”).



3. Comentários à Minuta

3.1 Comentários gerais

BRAM, BSM e CNseg manifestaram apoio à alteração da norma, destacando que a presente Minuta traz avanços ao normativo que regulamenta os ETFs. A BRAM enfatizou que os ativos de renda fixa representam a maior parte das aplicações dos fundos de investimento, e que a diversificação do rol de opções do investidor brasileiro com a introdução dos fundos de renda fixa negociados em bolsa é bastante positiva.

A BRAM, entretanto, ponderou que os contínuos ganhos na qualidade de informação no mercado de fundos de investimento brasileiro devam ser mantidos, inclusive para estes novos produtos na etapa do desenvolvimento de sua regulação.

A CFA Brazil registrou especial apoio no que tange a integralização e resgate de cotas diretamente com os recursos disponibilizados pelos investidores em moeda corrente nacional, uma vez que tal mecanismo possibilita a redução do custo operacional e a individualização das despesas.

3.2 Art. 2º, § 2º, inciso I – Disponibilização gratuita da metodologia do cálculo do índice na rede mundial de computadores

CNseg e CFA Brazil acreditam que a obrigatoriedade de disponibilização do cálculo do índice de forma gratuita pode inibir, no longo prazo, a constituição de novos índices a serem replicados, e consequentemente de novos ETFs. Desse modo, a CNseg sugeriu a seguinte redação:

“I - não são aceitos índices cujo provedor não disponibilize a metodologia completa de seu cálculo ~~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;”

Já a ANBIMA e Blackrock, considerando que a relação entre o administrador do fundo e o provedor é bilateral, e que o investidor não deve ser onerado por cobranças do provedor em razão da divulgação do índice, sugeriram a seguinte redação, com a finalidade de garantir o acesso gratuito à informação pelo investidor, sem restringir a possibilidade de o provedor do índice cobrar o administrador por tal acesso:

“I – não são aceitos índices cujo ~~provedor não disponibilize~~ ~~cuja metodologia completa~~ de seu cálculo não seja disponibilizada, de forma gratuita ao investidor e por meio da rede mundial de computadores, incluindo ~~sua~~ composição do índice, os pesos de cada ativo financeiro, os critérios de rebalanceamento e sua frequência, e demais parâmetros necessários à sua replicação;”

A CVM entende as preocupações dos participantes, entretanto, não é possível deixar de levar em conta que a possibilidade de arbitragens por parte dos investidores é a característica fundamental dos ETFs, e tal atividade requer o entendimento da metodologia de cálculo do índice. A necessidade de informação gratuita visa garantir o amplo acesso por parte de qualquer investidor, independente de sua capacidade econômica.

A transparência da metodologia também é necessária para o potencial investidor avaliar se um dado índice é o mais adequado para seus objetivos de investimento.

A Organização Internacional das Comissões de Valores OICV-IOSCO, na recente consulta pública sobre **Princípios para Índices Financeiros**¹, estabeleceu que “*a metodologia publicada deve fornecer detalhes suficientes para permitir que as partes interessadas possam entender como se chega ao valor do índice de referência e avaliar a sua representatividade, a sua relevância para os seus interesses, e a sua adequação como referência para os instrumentos financeiros*”.

¹ **Principles for Financial Benchmarks – Consultation Report**, the Board of The International Organization of Securities Commissions OICV-IOSCO, pub. CR04/2013, 16 de abril 2013, disponível em www.iosco.org.



A CVM também considerou positivo manter o alinhamento da regra nacional ao conjunto de regras sobre a matéria que entrou em vigor recentemente na União Europeia², em particular na aplicação dos princípios de metodologia sólida e transparência dos índices.

Segundo a **European Securities and Markets Authority - ESMA**, os fundos ETF de distribuição transnacional na União Europeia não devem investir em índices financeiros cuja metodologia de cálculo não seja integralmente divulgada pelo provedor do índice, para objetivamente permitir aos investidores reproduzir o índice financeiro em causa. Para tal, devem ser fornecidas informações pormenorizadas sobre os componentes do índice, as metodologias de cálculo e de rebalanceamento do índice, as alterações do índice e quaisquer dificuldades operacionais na prestação de informações tempestivas ou exatas.

Conforme definiu o regulador europeu, as metodologias divulgadas não devem omitir parâmetros ou elementos importantes a serem levados em conta pelos investidores na reprodução do índice financeiro. Os investidores e os potenciais investidores devem poder obter livre e gratuitamente estas informações, por exemplo, por meio da internet. Os investidores devem, ainda, poder obter gratuitamente as informações sobre o desempenho do índice.

A ESMA permitiu, entretanto, que os pesos dos ativos possam ser publicados retrospectivamente, após cada reequilíbrio. As informações devem dizer respeito ao período anterior, desde o último reequilíbrio. A CVM alterou o texto do artigo levando em conta esta permissão (novo § 3º), objetivando harmonizar a regulamentação local com a internacional e adotar as melhores práticas recomendadas pela IOSCO.

Foi aceita a sugestão da ANBIMA e da Blackrock que não haveria necessidade da divulgação da metodologia originar-se no provedor do índice, tendo sido a redação original do inciso I alterada quanto a este quesito.

Entretanto, não foi possível aceitar o termo “ao investidor” do texto proposto pela ANBIMA e pela Blackrock, pois o comando poderia ser interpretado como dirigido somente aos cotistas do fundo, quando a intenção da CVM é que potenciais investidores também tenham acesso às mesmas informações.

² **European Securities and Markets Authority – ESMA** – Guidelines for competent authorities on UCITS management companies “*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*”, em vigor a partir de 18 de fevereiro de 2013, publicação ESMA/2012/832/EN, 16 de dezembro de 2012, disponível em www.esma.europa.eu.



3.3 Art. 2º, § 2º, inciso V – Objetivo de investimento do índice

A BSM sugeriu maior esclarecimento do termo “sem condicionantes” presente no inciso V, do §2º, do art. 2º.

O objetivo do termo é coibir a inclusão na metodologia de condições (gatilhos) ou cláusulas baseadas em cenários que, caso realizadas, afastem o desempenho do índice do retorno esperado na ausência daquelas condições, o que poderia levar o índice a ter o comportamento de uma opção, por exemplo. Assim busca-se garantir que o índice usado é um padrão de referência adequado para um dado mercado.

Optou-se pela introdução de um § 4º para conferir maior clareza ao termo, conforme o comentário da BSM.

3.4 Art. 2º, § 2º, inciso VI – Proibição do provedor ser parte relacionada

ANBIMA e Blackrock sugeriram exceções a esta regra, de modo a conceber a transparência necessária aos investidores, nos casos em que (i) o provedor comprove que adota as medidas necessárias para evitar ou tratar adequadamente os conflitos de interesses; e (ii) as empresas e/ou divisões das companhias adotem as políticas de segregação de atividades nos diferentes negócios. Dessa maneira, a seguinte redação para o inciso VI foi proposta:

“VI - não são aceitos índices cujo provedor seja parte relacionada ao administrador ou ao gestor, excetuados os casos em que, sujeito à aprovação da CVM, for devidamente comprovado no pedido de autorização para funcionamento do fundo de índice, a inexistência ou tratamento adequado de conflitos de interesses entre as partes.”

Caso o provedor fosse parte relacionada ao administrador ou ao gestor, conflitos adicionais de interesses e incentivos para manipulação estariam potencialmente presentes no processo de determinação do índice, posto que o desempenho do índice e o do fundo estão diretamente relacionados. Assim, a CVM



não acatou a sugestão.

3.5 Art. 2º, § 2º, inciso VII – Proibição do provedor receber pagamento dos emissores

A ANBIMA, considerando que o provedor não faz parte do pedido de registro do ETF, e que certas companhias patrocinam índices específicos – o que é místico para evolução de certos mercados –, solicitou que a CVM possa admitir exceções à regra proposta em casos em que não haja conflito de interesses.

A ANBIMA ponderou que tal situação poderia ocorrer, por exemplo, no desenvolvimento do mercado de ETFs de renda fixa privada, onde as emissões de debêntures do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES poderiam compor a carteira do índice devido a sua representatividade no mercado, sem, no entanto, apresentar conflitos de interesse entre o banco e os investidores em geral. Assim, acredita que esta regra poderia ser excetuada em certos casos mediante aprovação da CVM e com a inclusão de alertas nos regulamentos e nos sites dos fundos na internet. Destarte, sugeriu a seguinte redação:

“VII - não são aceitos índices cujo provedor receba pagamentos de potenciais emissores para sua inclusão como componentes, exceto situações excepcionais que, a critério da CVM, não acarretem conflito de interesse prejudicial à atuação do provedor; e”

Convergindo com o acima exposto, além de acrescer que o administrador não tem como garantir que o provedor de índice não receberá remuneração de um potencial emissor a fim de que seus ativos sejam incluídos no índice, a Blackrock sugeriu a seguinte redação ao dispositivo:

“VII - não são aceitos índices em que seja do conhecimento do administrador e/ ou do gestor que o provedor receba pagamentos de potenciais emissores para sua inclusão como componentes, exceto situações excepcionais que, a critério da CVM, não acarretem conflito de interesse prejudicial à atuação do provedor; e”



A CVM, considerando os potenciais conflitos de interesse, não aceitou a alteração nos termos propostos pela ANBIMA.

A sugestão da Blackrock também não foi aceita, pois o administrador e o gestor têm o dever fiduciário de evitar índices em que haja conflito. Portanto devem envidar os esforços necessários, no seu relacionamento comercial com o provedor, para se certificarem da inexistência de pagamentos de potenciais emissores.

3.6 Inclusão de novos incisos no art. 2º, §2º – Propostas da Advis, ANBIMA e Blackrock

A Advis propôs que haja vedação expressa a um fundo que replique índice alavancado ou inverso, uma vez que considera que determinados fundos de índice poderiam ser considerados passivos no conceito de fundo referenciado nos termos da classificação de fundos da Instrução CVM nº 409, de 2004, por mais que apresentassem os mesmos riscos estruturais de um instrumento alavancado ou inverso, se o próprio índice tivesse essa característica. Assim, sugeriu a seguinte inclusão no §2º, do art. 2º:

“IX – não são aceitos índices alavancados ou inversos; e”

A CVM considerou a inclusão pertinente, tendo sido adicionado o inciso IX com os seguintes dizeres ao §2º do art. 2º da Instrução nº 359, de 2002: *“IX – não serão aceitos índices que representem múltiplos de outros índices, o inverso destes índices, ou, ainda, múltiplos do seu inverso.”*

Adicionalmente, a ANBIMA também sugeriu a inclusão de novo inciso no art. 2º, §2º, da Minuta, de modo a criar *“parâmetros para a aprovação do erro de aderência, conforme proposta de alteração do art. 35, incisos I a III”*, na qual indica o provedor como responsável pelo estudo do erro de aderência. Assim, sugere a seguinte redação:



“IX – envio, pelo provedor de índice, de estudo sobre a estimativa do erro de aderência, calculado como o desvio padrão populacional das diferenças entre a variação percentual diária do fundo de índice e a variação percentual do valor de fechamento do índice de referência.”

Na mesma linha, a Blackrock, além de considerar o exposto pela ANBIMA, acrescentou que o estudo poderia ser feito pelo administrador, gestor ou provedor, uma vez que os dois primeiros fazem parte do pedido de registro e não teriam conflitos de interesse no uso do provedor. Dessa maneira, propôs a seguinte redação:

“IX – envio de estudo sobre a estimativa do erro de aderência, calculado como o desvio padrão populacional das diferenças entre a variação percentual diária do fundo de índice e a variação percentual do valor de fechamento do índice de referência.”

A CVM não considerou oportunas as inclusões propostas, pois não seria conveniente uma análise caso a caso que tornaria o processo de registro menos objetivo. Ver também a discussão relativa às propostas de alteração dos limites de erro de aderência e de replicação da rentabilidade do índice adiante (art. 35) na seção 3.16 deste relatório.

Ademais, a Advis considera que o provedor pode cometer equívocos, devendo ser responsabilizado por esses como meio de proteger o investidor. Destarte, sugeriu a seguinte inclusão no §2º, do art. 2º:

“X – o provedor deve se responsabilizar pela qualidade, exatidão e pela integralidade do índice e por seu cálculo ou por qualquer informação correta.”

A CVM entende a preocupação do participante, porém há que se considerar que a norma é dirigida aos administradores dos ETFs. Assim, não é possível inserir o comando proposto na forma pretendida pela Advis.

Entretanto, o administrador do fundo certamente deve, dentro das suas obrigações fiduciárias, efetuar as diligências necessárias para avaliar a qualidade do índice a ser escolhido.



Por fim, a ANBIMA aduz que seja avaliada a conveniência do estabelecimento de parâmetros de exposição máxima por emissor para o caso dos índices de renda fixa de emissão privada, assim como praticado nos fundos regidos pela Instrução CVM nº 409, de 2004, de modo a garantir um nível mínimo de diversificação para proteção dos investidores.

A BRAM também sugeriu estabelecer limites de alocação mínimos de investimento nos papéis do índice, além de, especificamente nos casos de renda fixa, ser obrigatória a explicitação dos limites por emissor, por modalidade de ativos e de crédito privado.

Após uma avaliação da composição dos principais índices de mercado existentes no país, tanto nas modalidades de renda fixa quanto de renda variável, a CVM observou que a participação máxima em um dado índice não chega a exceder cerca de 30%, tanto para um determinado ativo como para um mesmo emissor. Portanto, não é necessária, neste momento, a inclusão destes limites na norma, posto que os próprios índices já são diversificados.

3.7 Vedação à possibilidade de constituição de ETFs cujo principal mecanismo de aplicações e resgates seja em moeda nacional – inc. II, art. 18 – Proposta BRAM

A BRAM, ponderando que a norma não deve descaracterizar a função dos ETFs, frisou que a primeira opção, ou opção padrão, para a integralização e resgate deve ser por meio das cestas de ativos. O participante mencionou que *“Esses fundos tradicionalmente são passivos e geridos através de técnicas de enquadramento restritivas. Assinale-se que é a aderência a este conceito que permite que os ETFs sejam utilizados como instrumentos de hedge, arbitragem e de alocação por parte dos investidores, em contraste com um investimento de baixa liquidez.”*

A permissão para a operação de fundos em que a aplicação e o resgate ocorra exclusivamente em moeda cria o risco potencial de *“passarem a se assemelhar muito aos fundos de investimento abertos*



tradicionais servindo como instrumentos de alocação final e com gestão ativa e não como instrumentos de alocação de portfólio”, argumentou a BRAM.

Evitando-se a integralização e o resgate exclusivamente em moeda, cumprir-se-ia o objetivo primário de adquirir ativos que compõem o índice, e conseqüentemente haveria o fortalecimento do mercado de renda fixa.

Seria desejável evitar que os ETFs se tornem demasiadamente sintéticos, ou seja, que a composição de sua carteira seja distinta da carteira teórica do índice, mas que o seu retorno e sua volatilidade sejam obtidos através de outros ativos ou derivativos. Destarte, sugeriu a seguinte redação aos incisos do **caput** do art. 18:

“I - por meio da transferência de ativos financeiros que componham o índice de referência, conforme carteira estabelecida pelo gestor; e/ ou

II - em moeda corrente nacional. Sendo vedada a possibilidade de constituição de Fundos cujo principal mecanismo de aplicações e resgates seja em moeda nacional e não em ativos financeiros.”

A CVM entende as preocupações trazidas pelo participante, porém não considera necessário impor tal restrição na entrada do cotista no fundo em função das exigências emanadas do art. 2º, § 3º, e do art. 58, que impedem, de qualquer modo, uma estratégia sintética. O uso predominante de operações como, por exemplo, **total return swaps**, permanecerá vedado. Desse modo a sugestão não foi acatada.

3.8 Combinação de ativos e moeda numa mesma cesta de integralização ou resgate - Inclusão de novo inciso III, no art. 18 – Proposta Advis e sugestão BM&FBovespa

Considerando que uma combinação das modalidades de integralização ou resgate seria benéfica a estes processos, uma vez que os tornam mais flexíveis e menos onerosos, a Advis sugeriu a seguinte inclusão de um novo inciso III, no art. 18:



“III – pela combinação entre duas modalidades.”

A BM&FBovespa, visando esclarecer os modos de resgate e aquisição sugeriu a seguinte redação (o participante também sugeriu uma mudança na ordem dos comandos constantes do **caput** e dos parágrafos, assim a numeração do parágrafo na sugestão abaixo não corresponde àquela da Minuta):

“§2º Ressalvado o disposto no §3º, as carteiras para integralização e resgate de que trata o §1º poderão, desde que previsto no regulamento do fundo, ser compostas:

I – integralmente por ativos financeiros que componham o índice de referência;

II – integralmente em moeda corrente nacional; ou

III – por ativos financeiros que componham o índice de referência e por moeda corrente nacional, na proporção definida pelo gestor.”

A CVM ajustou a redação proposta na Minuta de modo a ser clara sobre o fato de não haver óbice à combinação das duas modalidades. Ver também comentários do item 3.9.

3.9 Art. 18, §1º (atuais incisos III e IV da proposta definitiva de instrução) – Integralização e resgate de cotas por ativos não pertencentes ao índice

A ANBIMA, visando fomentar o mercado de ETF, especificamente no que tange a aumentar liquidez do mercado secundário de renda fixa, propôs *“conferir ao gestor flexibilidade para receber parte da cesta em ativos líquidos e parte em moeda corrente nacional ou em outros ativos de mesma natureza, facilitando o ingresso de investidores institucionais em fundos de índices por meio de emissão de novas cotas”*. Desse modo, sugeriu a seguinte redação ao parágrafo em epígrafe:

“§1º A critério do gestor, o regulamento do fundo pode prever hipóteses em que a integralização e o resgate de cotas possam ser realizados mediante (i) a entrega de parcela não superior a 5%



*(cinco por cento) do montante envolvido na operação, contemplando ativos financeiros que não façam parte do índice de referência; e/ ou (ii) a entrega de ativos financeiros que não componham o índice, mas que sejam de mesma natureza, porém de diferentes emissões, em até 20% (vinte por cento) do montante envolvido na operação. Entende-se por ativos financeiros de mesma natureza aqueles que possuam dentre outras características, semelhanças no que se refere à remuneração, ao risco de crédito, risco de liquidez e data de vencimento ou **duration**.*”

A Blackrock, com considerações semelhantes às da ANBIMA, porém, entendendo que não há como antever o percentual em que estas situações ocorrerão, sugeriu a seguinte redação para o dispositivo:

*“§1º A critério do gestor, o regulamento do fundo pode prever hipóteses em que a integralização e o resgate de cotas possam ser realizados mediante (i) a entrega de parcela não superior a 5% (cinco por cento) do montante envolvido na operação, contemplando ativos financeiros que não façam parte do índice de referência; e/ ou (ii) a entrega de ativos financeiros que não componham o índice, mas que sejam de mesma natureza, porém de diferentes emissões. Entende-se por ativos financeiros de mesma natureza aqueles que possuam dentre outras características, semelhanças no que se refere à remuneração, ao risco de crédito, risco de liquidez e data de vencimento ou **duration**.”*

A CVM considerou as sugestões relevantes e aceitou a integralização ou resgate com ativos que não componham o índice, mas que sejam de mesma natureza, porém dentro de um limite prudencial de 20% do valor patrimonial da cesta, conforme proposto pela ANBIMA. Esta flexibilidade é relevante, pois, em contraste com ativos como ações, os títulos de renda fixa possuem data de vencimento e assim os gestores necessitarão, por exemplo, realizar operações para fazer os ajustes necessários em antecipação a alterações no índice em função da maturidade dos papéis.

É relevante ressaltar que a CVM ponderou que o risco deste tipo de permissão é, de qualquer modo, mitigado pelas exigências referentes ao erro de aderência e de diferença de rentabilidade constantes do art. 35. Esta alteração está refletida no inciso IV. O §1º da redação proposta originalmente (5% em ativos não pertencentes ao índice) foi transformado no atual inciso III.



3.10 Art. 18, §3º – Transação com ativo financeiro ou moeda para ajustar a carteira ao índice

A BM&FBovespa solicitou o esclarecimento da expressão “ativos financeiros individuais”, uma vez que o termo “individuais” geraria dúvida quanto a utilização destes ativos na integralização e resgate de cotas.

Ademais, sugeriu a supressão do termo “ou moeda corrente nacional” pelo fato deste já estar previsto no **caput** do parágrafo em tela.

A palavra “individuais” está aqui em oposição ao termo “cesta de ativos”. O termo “ou moeda corrente nacional” também está em oposição à “cesta de ativos”, e não podem ser suprimidos, pois o comando reflete as situações em que o regulamento do fundo exige que as transações de integralização ou resgate sejam sempre realizadas através de cestas de ativos.

Na situação prevista no §3º, que comumente se refere aos períodos de rebalanceamento do índice, o administrador passa a ter base legal para adicionar esta possibilidade ao regulamento do ETF, sendo certo que nos ETFs já em operação, tal mudança (aceite de moeda corrente) dependerá de aprovação em assembleia (art. 2º da instrução alteradora).

3.11 Art. 18, §5º - Ajuste de carteira ao índice de referência por meio de ativos financeiros individuais – exigência de negociação no dia da integralização ou resgate

A CNseg sugeriu a supressão do parágrafo em epígrafe, por entender que “*o simples fato de o ativo ter sido negociado em bolsa de valores, mercado de balcão organizado ou mercado de títulos públicos no dia da solicitação de integralização ou resgate não garante que o preço pelo qual o ativo foi negociado reflita o valor justo do ativo*”.



Tomando como exemplo os ativos de pouca liquidez, sugeriu que o preço seja estabelecido pelo manual de precificação do administrador fiduciário e empregado nas operações de integralização ou resgate que envolvessem o ativo em referência.

Na mesma linha, a CFA Brazil entende que uma negociação no dia da integralização ou resgate não é necessária ou suficiente para se ter uma referência de preço. Assim, sugeriu como alternativa “*a possibilidade de se poder integralizar ou resgatar o ETF com ativo que tenha metodologia de apreçamento pré-estabelecido pelo administrador, em caso de ativo de reduzida liquidez*”.

Sob o mesmo ponto de vista, a ANBIMA, visando contemplar situações de integralização e resgate de ativos com menor liquidez ou ausência de negociações, propôs a seguinte redação:

“§5º A hipótese descrita no § 3º somente será admitida se os ativos financeiros objeto da operação tiverem sido negociados em bolsa de valores, mercado de balcão organizado ou mercado de títulos públicos no dia da solicitação de integralização ou resgate ou contarem com critério de precificação a mercado pré-determinado pelo gestor do fundo e amplamente divulgado na página do fundo na rede mundial de computadores.”

A CVM considerou pertinentes os argumentos e optou por aperfeiçoar a redação do dispositivo nos seguintes termos:

“§5º A hipótese descrita no § 3º somente será admitida se, para os ativos financeiros objeto da operação, for realizada marcação a mercado consistente e passível de verificação conforme os critérios de avaliação e apropriação contábil e demais requisistos constantes do Plano Contábil dos Fundos de Investimento - COFI.”



3.12 Art. 18, §8º – Prazo de integralização e resgate de cotas

ANBIMA e Blackrock, considerando a realidade do mercado de renda fixa brasileiro, frisaram que, embora seja possível realizar operações à vista com liquidação em D0, esta não é a prática. Uma operação a termo, por exemplo, tem registro em D0 e liquidação em D+1 em decorrência do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Portanto, os participantes sugeriram a seguinte redação ao parágrafo em comento:

“§8º A integralização e o resgate das cotas devem ser efetuados nos respectivos prazos dispostos no regulamento. ~~que não podem ser superiores ao necessário à liquidação de operações de compra e venda de ativos financeiros subjacentes ao índice de referência.~~”

Na mesma linha de argumento, a BM&FBovespa também sugeriu que se estabeleça prazo mínimo de um dia útil para a integralização.

Além disso, a BM&FBovespa atentou que eventualmente os ativos utilizados na integralização e no resgate podem possuir prazos diferentes de liquidação, recomendando, para tanto, que prevaleça o maior prazo. Diante do exposto, apresenta a seguinte redação:

“§8º A integralização e o resgate das cotas devem ser efetuados nos respectivos prazos dispostos no regulamento, que não podem ser superiores ao maior prazo necessário à liquidação de operações de compra e venda de dos ativos financeiros subjacentes ao índice de referência utilizados na integralização ou no resgate das cotas do fundo, observado o prazo mínimo de liquidação de 1 (hum) dia útil.”

A BRAM, visando deixar claro que a data de liquidação da integralização e resgate deve servir de referência, e não a data de conversão de cotas – que deve ocorrer em D0 – (ver item 3.15 abaixo), sugeriu a seguinte redação:



“§8º A liquidação da integralização e o resgate das cotas devem ser efetuados nos respectivos prazos dispostos no regulamento que não podem ser superiores ao necessário à liquidação de operações de compra e venda de ativos financeiros subjacentes ao índice de referência.”

Conforme o item 3.15, a data de conversão de cotas está estipulada no art. 20, não sendo necessário o ajuste proposto pela BRAM. A CVM também não considerou conveniente que a regra não estabelecesse um prazo máximo (sugestão da ANBIMA e da Blackrock), preferindo manter o espírito atual da norma que está em linha com a proposta da BM&FBovespa, limitando este prazo em função do tipo de ativo constante da carteira.

Assim, a CVM, levando em consideração as sugestões encaminhadas, optou pela seguinte redação que está refletida na norma:

“§8º A integralização e o resgate das cotas devem ser efetuados nos respectivos prazos dispostos no regulamento, que não podem ser superiores ao necessário à liquidação de operações de compra e venda dos ativos financeiros aceitos nas carteiras de integralização ou resgate das cotas do fundo.”

3.13 Art. 18, §10 (atual §11 da proposta definitiva de instrução)– Acréscimo de desdobramentos do ativo financeiro na integralização ou resgate

A BM&FBovespa se manifestou pela supressão do §10, do art. 18, uma vez que considera a integralização e resgate de cotas como um procedimento de compra e venda de ativos, no qual já é adotada uma precificação dos direitos e proventos pelo mercado. Além disso, a referida previsão de crescer desdobramentos do ativo poderia se mostrar de difícil execução por razões tributárias.

A CVM observa que o conteúdo do parágrafo foi somente alterado na troca dos dizeres “valores mobiliários” por “ativos financeiros” e que a aceitação dos desdobramentos, cupons, etc. se trata de uma opção do administrador do fundo e não de uma obrigação. Portanto, a redação da Minuta foi mantida, tendo sido o parágrafo renumerado em função da inclusão de um novo §9º (ver item 3.14).



3.14 Art. 18 – Inclusão de novo parágrafo, proposta BM&FBovespa

A BM&FBovespa, considerando que a nova redação do art. 18 permite a integralização e resgate de cotas de ETFs por meio da transferência de ativos em proporções que não as do índice, propôs que o gestor do fundo divulgue, diariamente, a composição das carteiras. Indica, portanto, a inclusão de novo §1º no art. 18, e a consequente renumeração dos demais:

“§1º O gestor do fundo divulgará diariamente, antes da abertura da negociação de cotas do fundo, a composição das carteiras para a integralização e resgate, sendo vedadas alterações destas durante o dia da divulgação, exceto mediante motivo justificado.”

O comentário da BM&FBovespa é relevante, e o §9º passou a conter os seguintes termos: “§9º Alterações na composição das carteiras aceitas para integralização ou resgate devem ser divulgados ao mercado na forma do inciso X do art. 39 antes da abertura da negociação de cotas do fundo, sendo vedadas alterações durante o horário de negociação.”

Entretanto, a Comissão não considerou oportuna a possibilidade excepcional de alteração durante o mesmo dia mediante motivo justificado, pois seria necessário elencar todas as situações justificáveis sob pena da norma ficar vaga neste aspecto.

O comando constante do §9º da minuta foi renumerado para §10 na proposta definitiva de instrução.

3.15 Art. 20 - Prazo de conversão de cotas

Tanto a ANBIMA, quanto a Blackrock, considerando a realidade do mercado de renda fixa brasileiro, conforme mencionado no item 3.12, sugeriram a seguinte redação ao artigo em comento:

“Art. 20. Tanto na emissão quanto no resgate das cotas deve ser utilizado o valor patrimonial apurado no fechamento do dia de sua solicitação., ~~devendo a operação ser liquidada dentro do~~



prazo estipulado para liquidação de ativos financeiros na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado no qual o fundo esteja listado.”

A sugestão foi considerada pertinente e está refletida no texto da instrução, tornando o texto normativo mais claro quanto ao fato que o art. 20 trata do prazo de apuração do valor da cota para fins de emissão e resgate (conversão de cotas).

3.16 Art. 35, incisos – Erro de aderência e diferença de rentabilidade

Apesar de considerar fundamental a flexibilização dos erros de aderência e da diferença de rentabilidade presentes na Minuta, a BSM defendeu que estas devem ser tratadas “*caso a caso e não com uma regra uniforme para todos os tipos de ETFs*”. Considerando as diferentes composições dos índices e da conjuntura do mercado, a participante recomendou prazos e margens diferenciados para os gestores, a serem verificados nos regulamentos desses ETFs e aprovados pela CVM.

Na mesma linha, a ANBIMA e Blackrock consideraram que “*a definição de uma única regra que atenda todas as particularidades das diversas estratégias pode impor ora restrições que na prática os gestores podem não conseguir atender em determinadas estratégias, em especial as de renda fixa, ora flexibilidade elevada aos fundos de índice com carteiras compostas por ações negociadas no mercado local*”.

Dessa maneira, sugeriram que os prazos e margens sejam avaliados particularmente de acordo com os regulamentos apresentados e o estudo do provedor do respectivo índice de referência, conforme sugestão destes participantes no inciso IX, do §2º do art. 2º. Assim, o **disclosure** dessa informação seria passado pelo site do fundo na rede mundial de computadores. Destarte, sugerem a seguinte redação aos incisos do art. 35:



“I. verificar-se erro de aderência, calculado como o desvio padrão populacional das diferenças entre a variação percentual diária do fundo e a variação percentual do valor de fechamento do índice de referência, ~~nos últimos 60 (sessenta) pregões~~, superior ao limite estabelecido no regulamento do respectivo fundo de índice, 2 (dois) pontos percentuais, desde que tal erro de aderência não seja reenquadrado ao limite estabelecido no regulamento do respectivo fundo de índice de 2 (dois) pontos percentuais até o 15º (décimo quinto) dia útil consecutivo subsequente à data de verificação do respectivo erro de aderência. O limite estabelecido no regulamento do fundo de índice deve estar baseado em estudo do provedor do respectivo índice de referência conforme inciso IX do § 2º do art. 2º;

II - a diferença entre a rentabilidade acumulada do fundo e do valor de fechamento do índice de referência, ~~em um período de 60 (sessenta) pregões~~, for superior ao limite estabelecido no regulamento do respectivo fundo de índice, a 2 (dois) pontos percentuais, desde que tal diferença de rentabilidade não seja reenquadrada ao limite estabelecido no regulamento do respectivo fundo de índice de 2 (dois) pontos percentuais até o 15º (décimo quinto) dia útil consecutivo subsequente à data de verificação da respectiva diferença de rentabilidade. O limite estabelecido no regulamento do fundo de índice deve estar baseado em estudo do provedor do respectivo índice de referência conforme inciso IX do § 2º do art. 2º; ou

III - a diferença entre a rentabilidade acumulada do fundo e do valor de fechamento do índice de referência em um período de 12 (doze) meses for superior ao limite estabelecido no regulamento do respectivo fundo de índice a ~~4 (quatro) pontos percentuais~~, desde que tal diferença de rentabilidade não seja reenquadrada ao limite estabelecido no regulamento do respectivo fundo de índice de ~~4 (quatro) pontos percentuais~~ até o 30º (trigésimo) dia útil consecutivo subsequente à data de verificação da respectiva diferença de rentabilidade. O limite estabelecido no regulamento do fundo de índice deve estar baseado em estudo do provedor do respectivo índice de referência conforme inciso IX do § 2º do art 2º.”

Em contraste, a BRAM, considerando a prerrogativa de elevada aderência de retorno do ETF em relação ao seu índice, bem como um cenário de taxa de juros em torno de 7,5% a.a, além do fato desses



limites permitirem a constituição de portfólios bem distintos daqueles estabelecidos pelo índice de referência, o que poderia qualificar uma gestão ativa, indicou que o percentual de 4% seria muito elevado.

Assim, recomendou que as margens de aderência e diferença de rentabilidade presentes nos incisos devam ser reduzidas pela metade, de forma que os incisos “I” e “II” fiquem com o limite de um ponto percentual, e o inciso “III” fique com o limite de dois pontos percentuais.

A CVM, ponderando todos os argumentos e sugestões apresentadas³, decidiu que as margens de erro de aderência e de diferença de rentabilidade devem ser distintas nos casos dos novos ETFs – referenciados em índices de renda fixa – em relação aos ETFs que buscam aderir a índices de renda variável.

Entretanto, a Comissão não considera possível o estabelecimento de parâmetros variáveis em função de estudos do provedor do índice como sugerido pelos participantes ANBIMA e Blackrock. A CVM entende que o investidor percebe essa modalidade de fundos como tendo, essencialmente, uma elevada aderência ao índice através de gestão passiva e, conseqüentemente, baixo custo. Limites muito amplos poderiam incentivar gestão ativa como observado pela participante BRAM.

A Comissão também não considerou adequada a supressão dos prazos constantes dos incisos como proposto, pois entende ser necessário que estes critérios sejam mantidos objetivos e padronizados.

No caso dos índices de renda fixa, a CVM decidiu pela redução do limite para o gestor proporcionar uma rentabilidade mais próxima possível da do índice, em contrapeso à flexibilização do art.

³ A ANBIMA encaminhou à CVM, através do Ofício DIR – 026/2013 de 16 de julho de 2013, um estudo realizado objetivando estimar o erro de aderência para o Índice de Mercado ANBIMA (IMA) e seus subíndices para possíveis ETFs que viessem a ser referenciados nesses índices de renda fixa. O estudo avaliou a sensibilidade do erro de aderência à volatilidade do índice e incluiu na série histórica avaliada um cenário de estresse de mercado como o ocorrido em maio e junho de 2013, quando a volatilidade do IMA-B chegou a superar 15% a.a.. De modo geral, os limites definidos pela CVM para o erro de aderência se mostraram adequados. Entretanto, o estudo mostrou que no caso do IMA-B 5+ (títulos indexados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA e com mais de 5 anos para o vencimento) em um cenário de alta volatilidade, o cumprimento dos limites na janela de 60 d.u. poderá ficar comprometido. Considerando que os ETFs de renda fixa são produtos inéditos no mercado brasileiro, a CVM irá monitorar o comportamento do retorno e do erro de aderência destes fundos ao longo do tempo para se certificar da adequação dos limites impostos no art. 35.



58, que permite uma composição da carteira de ativos fundo em proporção diferente daquela do índice de referência.

Assim, a redação adotada manteve os limites da Minuta para os fundos referenciados em índices de renda variável e metade daqueles valores para o caso dos índices de renda fixa, conforme a proposta da participante BRAM, sem alteração dos prazos propostos na Minuta.

3.17 Art. 39, inciso VII – Disponibilização pelo administrador das corretoras autorizadas

A ANBIMA sugeriu a exclusão do inciso em epígrafe, considerando a possibilidade de o fundo trabalhar com uma extensa quantidade de corretoras, constantemente alterada conforme critérios próprios.

A Comissão ponderou o argumento da ANBIMA e, levando em consideração o objetivo do inciso em tela (aumentar a transparência relativa aos gastos com corretagem e emolumentos nas operações do fundo, já que estes não estão inclusos na taxa de administração), entendeu que a maneira mais eficaz seria substituição da exigência da listagem das corretoras autorizadas e suas respectivas taxas mínima, média e máxima pela exigência da divulgação da razão entre os dispêndios com corretagem e emolumentos e o patrimônio líquido médio do fundo em cada exercício.

Assim, a nova redação adotada para o inc. VII do art. 39 foi: “*VII - apresentação das despesas de corretagem e emolumentos em base anual, na forma do percentual do valor total debitado ao fundo em relação ao patrimônio líquido médio do fundo no exercício.*”

3.18 Art. 39, inciso XIX – Atualização da quantidade de ações objeto de operações de empréstimos

A Advis, considerando que a autorização de empréstimos de títulos públicos contribuiria para a liquidez do mercado secundário destes, além de viabilizar a expansão das estratégias dos fundos e a redução do custo final para o investidor, sugeriu a seguinte redação ao inciso em epígrafe:

“*XIX – atualização diária da quantidade de ações objeto de operações de empréstimo, segregando-se as informações relativas aos arts. 12 e 60, bem como o percentual do valor das ações e dos*”



títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional em empréstimo expresso em relação ao patrimônio líquido do fundo;”

Na mesma linha de expansão dos ativos financeiros que podem ser objeto de empréstimo, a BM&FBovespa também propôs a inclusão da possibilidade de empréstimo de ativos financeiros, de modo que indicou a seguinte redação:

“XIX – atualização diária da quantidade de ~~ações~~ ativos financeiros objeto de operações de empréstimo, segregando-se as informações relativas aos arts. 12 e 60, bem como o percentual do valor ~~das ações~~ dos ativos financeiros em empréstimo expresso em relação ao patrimônio líquido do fundo;”

A Instrução CVM nº 359, de 2002, foi editada durante a vigência da Instrução CVM nº 249, de 11 de abril de 1996, que regulamentava o empréstimo de **ações** pelas entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações, conforme a Resolução CMN nº 2.268, de 11 de abril 1996. Assim, a Instrução nº 359, de 2002, contemplou somente a possibilidade do empréstimo das ações da carteira do ETF.

A regulamentação atual, conforme a Instrução CVM nº 441, de 10 de novembro de 2006, editada com base na Resolução CMN nº 3.278, de 28 de abril de 2005, posteriormente substituída pela Resolução CMN nº 3.539, de 28 de fevereiro de 2008, contempla empréstimos de **valores mobiliários**, sendo que somente poderão manter este serviço de empréstimo as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários que estejam autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia, conforme o art. 2º daquela instrução.

Desse modo, a CVM, após a análise das propostas apresentadas pela Advis e pela BM&FBovespa, e levando em conta a regulamentação vigente, considerou pertinente que os ETFs tenham permissão para realizar operações de empréstimo de valores mobiliários. As redações dos artigos 17, 39, incs. XI e XIX, 60 e 62 também foram alteradas para refletir este fato.



3.19 Art. 58 – Aplicação em derivativos

A Cetip solicitou que o art. 58 inclua a possibilidade dos Fundos de Índice aplicarem em “*outras modalidades de derivativos registradas em sistema de registro, de custódia ou de liquidação financeira que mantenha serviço de administração das garantias que as partes da operação forneçam uma à outra, observados o percentual mínimo do valor de exposição a ser garantido, e periodicidade máxima de avaliação da exposição e os ativos financeiros admitidos como garantia estabelecidos na Instrução*”.

Para tanto, sugeriu, que o valor de exposição seja garantido em 100% (cem por cento), que a avaliação da exposição seja efetuada diariamente, e que sejam admitidos como garantia exclusivamente títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional.

A CVM entende como necessária a presença de uma **clearing** para mitigar os riscos de contraparte. Adicionalmente, há preocupações sobre a falta de liquidez em contratos de balcão, principalmente em relação à eventual necessidade de encerrar posições. Assim, a CVM não considerou conveniente aceitar a sugestão da CETIP.

ANBIMA e Blackrock, ao observarem questões de estratégias específicas dos novos fundos de renda fixa, frisaram que, na prática, a replicação integral do índice nem sempre é possível, de modo que o gestor poderá ficar exposto em um determinado vértice, e precisará montar uma posição vendida em contratos futuros para neutralizar sua exposição.

Assim, considerando que esta prática minimizaria os custos transacionais para os cotistas sem gerar exposição alavancada ou vendida, sugeriram a permissão desses instrumentos, desde que contem com a atuação de contraparte central garantidora da operação. Destarte, sugeriram a seguinte redação:

“Art. 58. De forma a refletir a variação e rentabilidade do índice de referência, observado o disposto no art. 35 e excetuado o disposto no § 2º do art. 58, o fundo deve manter 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio aplicado em:



I- ativos financeiros que integrem o índice de referência, observando o disposto no § 9º do art. 58; ou posições compradas em mercados futuros, de forma a refletir a variação e rentabilidade de tal índice, observado o disposto no art. 35.

II- em contratos de derivativos registrados em bolsa de valores, em bolsa de mercadorias e de futuros ou em mercado de balcão organizado que contem com a atuação de câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação como contraparte central garantidora dessas operações e desde que exclusivamente para administração dos riscos inerentes à carteira do fundo ou dos ativos financeiros que a compõe; e/ou

III- a critério do gestor, outras emissões de ativos financeiros de mesma natureza ainda que estes não componham o índice, nos casos em que o índice possuir ativos com liquidez reduzida.

IV- no caso de ETFs vinculados a índices de Renda Fixa, o limite máximo de contrato de derivativos fica limitado a 25% do patrimônio líquido do fundo.”

A BM&FBovespa, considerando que a permissão de contratação de posições vendidas pode ajustar a estratégia de posições compradas, sem que, todavia, o saldo da posição seja sempre “comprado”, sugeriu a seguinte redação:

“Art. 58. O fundo deve manter 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio aplicado em ativos financeiros que integrem o índice de referência, ou em ~~posições~~ posição líquida comprada em contratos futuros, de forma a refletir a variação e rentabilidade de tal índice, observado no art. 35.”

A CVM aceitou a sugestão da BM&FBovespa de ajuste do **caput**, esclarecendo que a posição em contratos futuros, quando se considera a posição líquida, deve estar comprada. Entretanto, em função da nova redação do artigo 58, o ajuste foi feito no novo inciso II. A redação proposta pela BM&FBovespa atende à preocupação da ANBIMA e da Blackrock relativa à possibilidade da entrada do gestor em posições vendidas em contratos futuros, desde que a posição líquida permaneça comprada.

A proposta da ANBIMA e da Blackrock de troca da referência a “*contratos futuros*” por



“contratos de derivativos registrados em bolsa de valores, em bolsa de mercadorias e de futuros ou em mercado de balcão organizado que contem com a atuação de câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação como contraparte central garantidora dessas operações e desde que exclusivamente para administração dos riscos inerentes à carteira do fundo ou dos ativos financeiros que a compõe”, combinada com a sugestão um limite máximo de um quarto do patrimônio líquido para os contratos derivativos não foi considerada aceitável.

A CVM entende que esta matéria já é tratada no inciso V do art. 59, que trata da aplicação em derivativos dos recursos excedentes em relação à exigência do **caput** do art. 58, em conjunto com o limite do total de margens de garantia exigidas em relação ao patrimônio do fundo que já consta do § 5º do mesmo artigo, e optou pela manutenção dos critérios atuais.

Entretanto, a Comissão pretende ouvir opiniões dos participantes deste mercado sobre qual valor deste limite seria mais adequado aos novos ETFs e realizará uma nova audiência pública em breve para abordar esse ponto.

Adicionalmente, pelas razões discutidas no item 3.9, e da inclusão do inciso IV ao **caput** do art. 18, foi introduzido o §11 contemplando a possibilidade da carteira do fundo conter ativos financeiros que não façam parte do índice de referência, mas que sejam de mesma natureza daqueles, porém de diferentes emissões, limitados a 20% do patrimônio líquido, sendo que esta exceção somente será possível no caso de fundos que busquem refletir as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa.

3.20 Art. 58, §9º – Definição de ativos financeiros para fins da Instrução

A BSM atentou para o fato de que, na minuta, os incisos I e II fazem referência a *“valores mobiliários ou outros ativos financeiros (...) autorizados pela CVM”*, porém, somente no texto do edital é esclarecido o entedimento de quais são os ativos autorizados: *“na categoria de ativos autorizados pela CVM, encontram-se os títulos e valores mobiliários cuja oferta pública foi submetida a registro nesta Autarquia ou que tenham sido distribuídos com esforços restritos”*. Dessa maneira, recomendou a incorporação deste esclarecimento na norma.



ANBIMA e Blackrock, “visando à inclusão de ativos financeiros de obrigação ou coobrigação de instituição financeira e outros ativos de renda fixa que contam com maior transparência e liquidez que alguns instrumentos previstos no inciso II”, sugeriram a inclusão de novo inciso no §9º, do art. 58:

“IV – Outros ativos que não listados nos incisos I, II, III, cuja admissão para aquisição tenha sido aprovada pela CVM.”

A CVM aceitou a sugestão da BSM e alterou a redação do artigo para maior clareza quanto aos ativos admitidos, quais sejam: 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.

Quanto à adição de outros ativos ao rol do § 9º, conforme a proposta da ANBIMA e da Blackrock, a CVM não considerou oportuna tal ampliação neste momento, optando por aguardar e acompanhar a evolução dos lançamentos e da operação desta modalidade de fundos e seu impacto na liquidez do mercado secundário de ativos de renda fixa. Assim, a sugestão não foi acatada.

3.21 Art. 58, §10 – Liquidação de contratos futuros em contraparte central

A BM&FBovespa, com o objetivo de adequar a menção à contraparte central, prevista na presente instrução, com a definição constante na Lei n.º. 10.214, de 27 de março de 2001, sugeriu a seguinte redação:

“§10 Os contratos futuros previstos no caput devem ser negociados em bolsa de mercadorias e de futuros ~~contar com~~ e liquidados em câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação que assumam a posição de em contraparte central.”

A sugestão foi considerada pertinente e está refletida na redação do art. 58.



3.22 Art. 59 – Recursos excedentes

BM&FBovespa e BSM solicitaram maior esclarecimento do termo “ativos com liquidez”, presente no inciso VI, do art. 59, de forma a evitar dúvidas no que tange aos recursos excedentes utilizados para a composição da carteira.

A CVM manteve a redação, conforme proposto na audiência pública, uma vez que este termo já consta de autorizações concedidas pelo Colegiado para o funcionamento de ETFs com dispensa de requisitos. O administrador, dentro dos seus deveres fiduciários, deve se certificar que o uso desta prerrogativa somente seja feito mediante a existência de uma estrutura de gerenciamento de risco de liquidez por parte do gestor.

4. Outros Comentários

4.1 Art. 8º - Pedido de autorização

Apesar de não fazer parte do edital, a ANBIMA sugeriu adequar as condições para registro dos ETFs às práticas vigentes, uma vez que a declaração da bolsa de valores ou da entidade de balcão organizado, comunicando o deferimento do pedido de admissão à negociação das cotas do fundo (art. 8º, inciso VI), é enviada pela BM&FBovespa diretamente para a CVM, sem a intervenção do administrador do fundo.

Assim, solicitou que a instrução permita que a bolsa emita a declaração diretamente para a CVM. Destarte, sugere a exclusão do inciso VI, do art. 8º, bem como a alteração do inciso VII, e a inclusão de novo parágrafo, nos seguintes termos:

“VII - declaração de não objeção à constituição do fundo, (...), caso esta seja distinta das mencionadas no ~~inciso anterior~~ parágrafo primeiro.



§1º A concessão do registro depende do recebimento, pela CVM, de declaração da bolsa de valores ou da entidade do mercado de balcão organizado comunicando o deferimento do pedido de admissão à negociação das cotas do fundo, condicionando-a, apenas, à obtenção do registro na CVM, e comprometendo-se a cumprir as obrigações previstas no art. 26.”

A CVM considerou a sugestão pertinente e a redação do dispositivo foi ajustada.

4.2 Art. 17, §2º – Aplicação das normas referentes aos empréstimos de ações

A Advis, com a finalidade de compatibilizar o empréstimo de cotas de fundo de ativos de renda fixa com as normas em vigor para o empréstimo de títulos públicos, sugeriu a seguinte redação ao §2º, do art. 17:

§2º Aplicam-se no que couberem, ao empréstimo de cotas do fundo, as normas em vigor para empréstimo de ações e para títulos públicos.

Conforme discutido no item 3.18, as operações de empréstimo serão aceitas para valores mobiliários, tendo sido a redação ajustada de acordo.

4.3 Art. 26 – Inclusão de novo inciso IV, proposta ANBIMA

A ANBIMA, considerando o sistema atual, no qual a BM&FBovespa envia somente informações de saldos diários, ficando ao encargo da controladoria do fundo interpretar a adição/redução da quantidade de cotas detidas pelo investidor, bem como movimentar cotas para atingir o saldo do fundo e cadastrar novos investidores, sugeriu que a BM&FBovespa envie também as operações do mercado secundário, de modo que se identifiquem as quantidades e preços negociados.



Dessa maneira, garantir-se-ia maior segurança à controladoria do fundo, uma vez que esta somente conciliaria os dados, além de otimizar as pendências relativas ao imposto de renda, uma vez que não dependeria de informações do investidor, e sim da bolsa. Destarte, indicou a inclusão do seguinte inciso no art. 26:

“IV. comunicar ao Administrador do Fundo as movimentações diárias ocorridas no mercado secundário, bem como seu preço de negociação.”

A CVM entende que esta matéria envolve ajustes operacionais entre as instituições que podem ser resolvidos no campo da autorregulação. Assim, não foi acatada a sugestão.

4.4 Art. 28, §2º – Inclusão de novo parágrafo, proposta ANBIMA

A ANBIMA, visando esclarecer que a oferta primária de quotas de ETF independe do prévio registro na CVM, conforme o art. 8º da Instrução CVM nº 359, de 2002, e o entendimento do Colegiado desta Comissão no processo CVM RJ 2008/8140, manifestado na reunião de 30 de setembro de 2008, além de que não haverá oferta pública secundária de cotas quando não restar clara a utilização de atos de distribuição pública, sugeriu a seguinte inclusão de novo parágrafo no art. 28, a fim de evitar a necessidade de pedidos de dispensa à CVM para afastar eventuais dúvidas quanto à aplicação do **caput** do art. 28:

“§2º A distribuição de cotas de fundos de índice que não envolva atos de divulgação não admitidos pela CVM para fundos de índice independe de prévio registro na CVM. O material de divulgação a ser utilizado na operação de lançamento do fundo deverá ser submetido à prévia aprovação da CVM, devendo apresentar linguagem clara e moderada, advertindo os investidores para o risco do investimento.”

A CVM considera que a interpretação do Colegiado já exauriu esta matéria e não vê necessidade



de ajustes adicionais da regulação. Assim, a sugestão não foi acatada.

4.5 Inclusão de novos artigos sobre transparência, propostas BRAM e ANBIMA

A BRAM, apesar de reconhecer êxito da norma, destacou que ela deve melhor se alinhar com o avanço regulatório da indústria de fundos de investimentos trazido, por exemplo, pela Instrução CVM nº 409, de 2004, principalmente no que tange a maior transparência de informações aos investidores.

Destarte, entende ser necessária, para os ETFs, a obrigatoriedade de assinatura de termo de adesão e ciência de risco, da exigência de prospecto, da lâmina padronizada, do demonstrativo de desempenho semestral e da divulgação de simulações de custos dentro do conceito de **total expenses**, uma vez que, na aquisição de cotas por parte de investidores de varejo no mercado secundário, há uma série de custos extras – corretagem, taxa de emolumentos, taxa de liquidação e custódia.

A BRAM, com intuito de manutenção de uma isonomia regulatória entre os diversos fundos de investimento regulados pela CVM, propôs a inclusão de um novo art. 29-A a fim de estabelecer o requisito de elaboração de um prospecto de fundos ETF, nos seguintes moldes:

“Art. 29-A: O prospecto deverá ser elaborado obrigatoriamente para os Fundos destinados a investidores não qualificados nos termos da Instrução CVM nº 409 devendo conter todas as informações relevantes para o investidor relativas à política de investimento do fundo e aos riscos envolvidos.

§ 1º O prospecto atualizado deve estar à disposição dos investidores potenciais durante o período de distribuição, nos locais em que esta for realizada, em número suficiente de exemplares.

§ 2º O administrador do fundo deverá encaminhar à CVM, em meio eletrônico através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, no prazo de 1 (um) dia útil, quaisquer alterações realizadas no prospecto, as quais serão colocadas à disposição para consulta pública.”



Na mesma linha de tutelar este mercado, que tende a subir tanto no número de investidores como nas possibilidades de estratégias de investimentos, a BRAM considerou pertinente a inclusão de outro artigo, nesse caso prevendo a obrigatoriedade de assinatura de um termo de adesão, como a seguir transcrito:

Art. BRAM (1): “*Todo cotista ao ingressar no fundo deve atestar, mediante termo próprio, que:*

I – recebeu

a) o regulamento e,

b) a lâmina, se houver

II – tomou ciência dos riscos envolvidos e da política de investimento;

III – tomou ciência da possibilidade de ocorrência de patrimônio líquido negativo, se for o caso, e, neste caso, de sua responsabilidade por consequentes aportes adicionais de recursos.

§1º O administrador deve manter a disposição da CVM o termo contendo as declarações referidas no caput deste artigo, devidamente assinado pelo investidor, ou registrado em sistema eletrônico que garanta o atendimento ao disposto no caput.

§ 2º No caso da distribuição ou negociação de cotas ser realizada por intermediário cabe a ele o cumprimento do disposto no caput e no § 1º deste artigo.”

Não obstante, com o referido intuito de trazer maior transparência aos custos transacionais dos ETFs, a BRAM propõe a inclusão do seguinte artigo, que demandaria também uma alteração alínea “c” no inciso II, do art. 43:



Art. BRAM (2): *“O administrador deverá divulgar simulação do total de despesas incorridas no Fundo nos termos da Instrução CVM n° 522. Tal divulgação deve ser incluída no portal do Fundo na rede mundial de computadores, na Lâmina e no relatório anual do Fundo.*

§1º A simulação deverá abranger adicionalmente informações a respeito dos custos transacionais (corretagem, emolumentos e custódia) e tributários incorridos pelo investidor. Como parâmetro de custos poderão ser utilizadas estimativas com base em taxas médias cobradas pelas corretoras autorizadas a negociar as cotas do Fundo. As simulações deverão ser realizadas com diferentes valores e frequências de aplicação e resgate, sendo obrigatória a simulação que inclua o valor mínimo de negociação das cotas do Fundo.”

“Art. 43

.....

II -

c) Lâmina padronizada de informações nos termos da Instrução CVM n° 522 quando o Fundo for destinado a investidores não qualificados.”

Na mesma linha, a ANBIMA, apesar de reconhecer os avanços da norma, entendeu ser essencial fortalecer a padronização e o nível de informação ao investidor, seja acerca de todo processo de investimento e seus custos, seja por conta dos riscos dos ativos constantes nas carteiras.

Deste modo, sugeriu trocar o inciso VII do art 39 pela seguinte redação:

“VII - De forma destacada, o demonstrativo de despesas do fundo, que deverá conter a taxa de administração e demais despesas pagas pelo fundo no período do exercício, o qual deve ser publicado por ocasião do fechamento do balanço do fundo.”



A ANBIMA propôs também a inclusão do seguinte inciso no §1º do art. 39, para evidenciar despesas que os investidores incorrerão ao comprar cotas dos ETFs no pregão da bolsa, como corretagem, emolumentos e custódia.

“III – sob as informações dos incisos VII e VIII, os seguintes dizeres de forma destacada: “ESTA MODALIDADE DE INVESTIMENTO POSSUI OUTROS CUSTOS ENVOLVIDOS, ALEM DAS DESPESAS DO PRÓPRIO FUNDO. ANTES DE INVESTIR, VERIFIQUE OS CUSTOS COM CORRETAGEM, EMOLUMENTOS E CUSTÓDIA.”

Na ocasião da edição da Instrução CVM nº 359, de 2002, a CVM substituiu a exigência da elaboração do prospecto pelos deveres de divulgação – de forma eletrônica – contidos no Capítulo VIII, especificamente nos arts. 39 e 40. Portanto, há de fato no sítio do administrador na internet uma página que pode ser considerada como análoga a um “prospecto eletrônico” e que está em permanente atualização. Tal modelo é consistente com a natureza desse tipo de fundo.

Assim, a Comissão, mantendo o espírito da instrução original, não considera que se deva exigir um prospecto nos moldes daquele exigido pela Instrução CVM nº 409, de 2004 e não aceitou a introdução do art. 29-A proposto pela BRAM.

Em relação ao outro artigo encaminhado pela BRAM (1), propondo a assinatura do cotista em um termo de adesão com diversos avisos, replicando exigências da Instrução CVM nº 409, de 2004, a CVM também pondera que a página do fundo na rede mundial de computadores também divulga, conforme o art. 39, a política de investimento; o público alvo; as metas e objetivos de gestão do fundo; os principais direitos e responsabilidades dos cotistas e do administrador; os riscos envolvidos; e demais informações relevantes.

Adicionalmente, dadas as restrições à composição da carteira – especialmente aquelas restringindo a alavancagem (art. 2º, §3º, inciso I), não se vislumbra a ocorrência de patrimônio líquido negativo, e não



será necessário este tipo de aviso. Assim, a sugestão não foi acatada.

Em que pese o mérito da sugestão contida no art. BRAM (2), que busca trazer para os ETFs as recentes inovações de divulgação do impacto dos custos na rentabilidade obtida pelo investidor nos moldes da Instrução CVM nº 522, de 8 de maio de 2012, tal mudança impõe novas despesas para os cotistas, o que requer uma clara avaliação de custos e benefícios.

A proposta também foge ao escopo desta audiência pública, posto que o projeto, por exemplo, de uma *lâmina de informações essenciais* que seja de fato adequada ao modo de operação de um ETF demandaria a seleção das informações que deveriam ser obrigatórias, uma avaliação dos melhores métodos de quantificação e apresentação destas, sua periodicidade, etc., por meio da coleta, de forma ampla, de opiniões e sugestões de participantes deste mercado. Assim, a sugestão não foi acatada neste momento.

4.6 Art. 30 – Inclusão de novo parágrafo, proposta Blackrock

A Blackrock, considerando a necessidade de divulgação de fato relevante para os fundos de índice, além do disposto no art. 30, sugeriu maior flexibilidade no quórum de deliberação. Desse modo, recomendou a inclusão de novo parágrafo no art. 30:

“§ 2º Se após a terceira convocação de assembleia geral não houver quórum para deliberação das ordens do dia relativas aos incisos I e VI do Art. 30, estas serão consideradas aprovadas, e em sequência deverá ser realizado fato relevante para fins do disposto no art. 40.”

A CVM entende que a proposta da Blackrock reflete a ainda incipiente participação de cotistas nas assembleias dos fundos no mercado brasileiro e representa a busca por uma solução operacional para esta realidade. A solução proposta foi considerada aceitável tendo sido a redação ajustada de acordo.

Na avaliação dessa sugestão observou-se que há um erro de remissão no parágrafo 1º do art. 36 na instrução original. A nova redação para o artigo corrige este problema: *“§1º As matérias previstas nos*



incisos III, IV, V e VII do art. ~~(31)~~ 30 devem ser aprovadas pelo voto dos cotistas que detenham a maioria absoluta das cotas do fundo, sendo impedidas de votar as pessoas ligadas ao administrador quando se tratar de deliberação sobre sua destituição.”

4.7 Art. 35, §1º – Divulgação dos erros de aderência e rentabilidade acumulada

ANBIMA e Blackrock, considerando a redação do art. 35, inciso I, conforme proposta na audiência pública em comento, sugeriram alinhar este dispositivo com o prazo de envio de justificativa à CVM, previsto no §4º do art. 58. Dessa maneira, sugerem a seguinte redação:

“§1º Os eventos referidos nos incisos do caput devem ser divulgados em até 5 (cinco) dias úteis de sua ocorrência imediatamente na página do fundo na rede mundial de computadores. ~~devendo a primeira divulgação relativa aos incisos I e II ser feita após decorridos 60 (sessenta) pregões da data de listagem das cotas do fundo em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, enquanto que a primeira divulgação relativa ao item III deve ser feita após decorridos 12 (doze) meses daquela data.~~”

Em função da introdução na Minuta do prazo de tolerância de 15 dias úteis no caso dos incisos I e II do art. 35, e do prazo de 30 dias úteis, no caso do inciso III, a CVM não vê razão para a alteração solicitada, que atrasaria a ciência a ser dada aos cotistas da ocorrência de um evento de descolamento do fundo em relação ao índice.

O prazo previsto no §4º do art. 58 trata de matéria distinta (casos excepcionais de desenquadramento da carteira de ativos) e o prazo de cinco dias daquele dispositivo se refere ao prazo para o administrador elaborar e enviar à CVM (e não aos cotistas) a justificativa do desenquadramento.

Desse modo, a Comissão não vê qualquer necessidade de alinhamento dos prazos citados e a sugestão não foi aceita.



4.8 Art. 60 – Possibilidade do fundo realizar empréstimos de ativos financeiros

A Advis, visando uma maior liquidez do mercado secundário de títulos públicos, além de viabilizar a expansão das estratégias dos fundos e a redução do custo final para o investidor, sugeriu a seguinte redação o artigo em epígrafe:

“Art. 60. O fundo pode realizar operações de empréstimos de ações e de títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional, na forma regulamentada pela CVM e conforme o limite e as condições estabelecidas no regulamento.”

Conforme discutido no item 3.18, as operações de empréstimo serão aceitas para valores mobiliários, tendo sido a redação ajustada de acordo.

5. Outros ajustes

Foi necessário alterar a redação do art. 12, que trata do direito de voto em assembleias de titulares dos valores mobiliários que constem da carteira do fundo, uma vez que, além das assembleias de acionistas previstas originalmente, o artigo deve contemplar a possibilidade de participação em assembleias de debenturistas, de detentores de certificados de recebíveis imobiliários – CRI e dos demais ativos de renda fixa que possam fazer parte da carteira de investimentos do fundo.

A redação do artigo 11, §1º, inciso V foi alterada para fazer menção a “ativos financeiros” em substituição a “valores mobiliários”.

A redação do inciso IV do artigo 39 foi alterada para fazer menção também ao gestor da carteira, quando este for diferente do administrador do fundo, e o inciso XXII do mesmo artigo foi ajustada para evitar um erro de remissão em função da nova numeração dos parágrafos do art. 18.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

6. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 16 de setembro de 2013.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado