

São Paulo, 27 de fevereiro de 2020.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar

20050-901, Rio de Janeiro – RJ

E-mail: audpublicaSDM0819@cvm.gov.br

Ref.: **Edital de Audiência Pública nº 08/2019 – Minuta de instrução relativa às alterações normativas relacionadas à emissão de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR**

Prezados Senhores,

BlackRock Brasil Gestora de Investimentos Ltda., sociedade limitada com sede na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Presidente Juscelino Kubitschek, nº. 2.041 – Complexo JK, Torre E, 11º andar, conj. B, Vila Nova Conceição, CEP 04543-011, inscrita no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica ("**CNPJ**") sob o nº 10.979.208/0001-58, autorizada por esta D. Comissão de Valores Mobiliários ("**CVM**") para o exercício profissional de administração e gestão de carteiras de valores mobiliários pelo Ato Declaratório nº 10.568, emitido por esta D. CVM em 4 de setembro de 2009 ("**nós**" ou "**BlackRock**"), vem, respeitosamente, apresentar suas sugestões e comentários à minuta de instrução editada por esta D. CVM para disciplinar as alterações normativas relacionadas à emissão de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR ("**Minuta**"), objeto do Edital de Audiência Pública nº 08/2019, nos termos abaixo descritos.



I. INTRODUÇÃO

1. Antes de discorrer acerca dos nossos comentários à Minuta apresentada por esta D. CVM, gostaríamos inicialmente de parabenizá-los pela louvável iniciativa de trazer ao público investidor brasileiro, de maneira mais ampla e acessível, instrumentos de acesso a investimentos internacionais. Como uma das maiores gestoras de carteira do Brasil em fundos de índice¹ e entidade integrante do grupo econômico que mais gere ativos de terceiros alocados em *Exchange-Traded Funds* ("**ETFs**") no mundo², ficamos especialmente felizes em testemunhar mais um avanço que esta D. CVM promove à regulamentação desta classe de ativo localmente.

2. Já é fato público e notório que, ao longo dos anos, os investidores brasileiros sempre tiveram inclinação a investimentos locais. Além deste viés de se investir no próprio País (o chamado *home bias*) ser normal em outras jurisdições, as taxas de juros historicamente altas no Brasil certamente contribuíram para este fato. Com a alteração recente da conjuntura macroeconômica local, aliada à queda estrutural de juros e a verificação de uma tendência (inédita) de manutenção do cenário por um prazo mais longo, o público passa a direcionar sua visão para além da renda fixa e pensar em diferentes tipos de diversificação de carteira.

3. Mesmo antes desta mudança conjuntural, vimos advogando, inclusive com o prestimoso auxílio desta D. CVM, pela viabilidade regulatória de uma maior diversificação de carteiras pelo público local, principalmente no que tange a investimentos em renda variável e à diversificação internacional, como forma de também trazer ao mercado doméstico benefícios decorrentes de tais estratégias de investimento. Estudos da BlackRock e de outras fontes evidenciam que a diversificação internacional acaba reduzindo o risco de mercado de portfólios, notadamente dada a menor correlação entre as diferentes classes de ativos³.

4. Nossa crença na importância de maior diversificação – incluindo também a diversificação internacional – se reflete claramente nos veículos de investimento geridos pela BlackRock no Brasil, quais sejam: (i) Fundos de Investimento regulados pela

¹ Conforme Ranking de Gestores de Fundos de Investimento da ANBIMA, disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/gestores.htm>. Acesso em 20.2.2020.

² Conforme disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-09/blackrock-joins-investor-group-campaigning-for-climate-action>>. Acesso em 20.2.2020.

³ Para maiores informações, por gentileza acessar: <<https://www.blackrock.com/br/estrategias/investimento-internacional>> e <<https://www.blackrock.com/br/educacao/portfolio-construcao/diversificacao-investimentos>>.

Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada ("**ICVM 555**"), na modalidade Investimento no Exterior e destinados a investidores qualificados ("**Fundos 555**"); e (ii) Fundos de Índice regulados pela Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, conforme alterada ("**ICVM 359**"), referenciados em índices subjacentes de renda variável local e de renda variável internacional ("**Fundos de Índice 359**").

5. Especialmente em relação aos Fundos de Índice 359 com exposição a índices internacionais, tal possibilidade foi fruto de intenso trabalho conjunto nosso com esta D. CVM⁴, de modo a viabilizar o acesso ao público local, inicialmente com restrições de qualificação, de um produto de qualidade e com proteções ao investidor proporcionais à capacidade de compreensão do produto e dos riscos a ele atrelados. À medida em que tais características foram sendo compreendidas e o mercado se adaptando à nova realidade, esta D. CVM permitiu o acesso de investidores em geral a estes veículos⁵.

6. Dadas (i) a construção e o aperfeiçoamento regulatórios verificados ao longo dos anos; e (ii) a paulatina e responsável flexibilização de investimentos internacionais a investidores locais por parte desta D. CVM, entendemos a Minuta como mais um passo extremamente salutar em direção a um mercado de capitais brasileiro alinhado às melhores práticas globais e com opções de fácil acesso em várias classes de ativos, no Brasil e no exterior, para que os investidores brasileiros consigam investir e alcançar seus objetivos. Os programas de *Brazilian Depositary Receipts* – BDR ("**BDR**") com lastro em ETFs negociados no exterior ("**ETFs Internacionais**") são certamente um desenvolvimento bastante positivo e promissor nesse sentido.

II. COMENTÁRIOS GERAIS À MINUTA

7. Em primeiro lugar, entendemos como extremamente acertada a proposta desta D. CVM de criar um regime específico para os BDRs lastreados em ETFs Internacionais ("**BDRs de ETF**"), "topograficamente" deslocado dos regramentos de que trata a Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000, conforme alterada ("**ICVM 332**"). Somos da opinião de que esta decisão, demonstrada inclusive na repetição de preceitos da ICVM 332 na parte da ICVM 359 que regulará os BDRs de ETF, profilaticamente evita confusões acerca da eventual aplicabilidade ou não da ICVM 332 e/ou de alguns de seus dispositivos a esses ativos.

⁴ Conforme Decisão do Colegiado e Manifestação da Área Técnica desta D. CVM no Processo RJ2012/11653.

⁵ Conforme Ofício-Circular nº 5/2016/SIN/CVM.

8. Uma das consequências benéficas desta proposta é a inexistência – e, ao nosso ver, a desnecessidade –, de se determinar se o BDR de ETF se enquadra na categoria de “BDR Patrocinado” ou “BDR Não Patrocinado”, ambas constantes da ICVM 332. A inclusão das regras propostas na Minuta na ICVM 359 cria um regime específico e *sui generis* para esses ativos, que leva em consideração as diferenças claras entre os tipos de ativo subjacente ao respectivo recibo de depósito.

9. Ainda no tocante à desnecessidade da referida classificação, o disposto no artigo 74-C, *caput*, e parágrafo único estabelecem a regulação específica de como a instituição depositária e o ETF Internacional devem se relacionar em relação ao programa de BDR, dispondo nesse particular acerca da obrigatoriedade de concordância do administrador do ETF Internacional para a emissão de BDRs de ETF (o que já implica, consequentemente, o compromisso do representante legal do ETF Internacional no sentido de que os valores mobiliários de sua emissão poderão servir de lastro para um recibo de depósito local e, portanto, deverá observar as regras aplicáveis aos BDRs de ETF) e, mais ainda, a assinatura de um contrato que assegure a disponibilização das informações aplicáveis.

10. Cabe mencionar que, se o representante legal do ETF Internacional tiver presença no Brasil, esta interface é extremamente facilitada. Este é o caso da BlackRock, que por ser administradora de carteira de valores mobiliários credenciada na categoria Gestor de Recursos, é regulada no País por esta D. CVM, tem escritório local e serve como ponto de contato do grupo econômico da BlackRock com o público e reguladores.

11. Nota-se, nesse sentido, louvável esforço desta D. CVM em estabelecer um conceito de “igualdade material” no que tange à regulamentação aplicável aos BDRs de ETF. Em outras palavras, ao mesmo tempo em que busca eliminar assimetrias regulatórias entre os regimes aplicáveis aos BDRs de ETF e aos Fundos de Índice 359, a CVM entende que certas diferenças são inerentes a classes de ativo distintas, fazendo com que este exercício permita que ambas as referidas classes de ativos sejam tratadas igualmente em sua igualdade e diferentemente quando as diferenças fizerem sentido para a estrutura do produto.

12. Um exemplo claro deste ponto é a manutenção da proibição de que ETFs Internacionais alavancados, inversos ou sintéticos sejam lastro de BDRs de ETF, por consequência do disposto no Art. 74-D da ICVM 359, conforme proposto na Minuta:

"Art. 74-D. Os fundos cujas cotas sirvam de lastro para a emissão de BDR e seus

respectivos índices de referência devem observar os critérios e as vedações previstas nos §§ 2º e seguintes do art. 2º desta Instrução.

Art. 2º O fundo é uma comunhão de recursos destinado à aplicação em carteira de ativos financeiros que vise refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência, por prazo indeterminado.

(...)

§5º É vedada a constituição de fundos de índice:

I - alavancados;

II - inversos, que visem refletir um desempenho oposto àquele do índice de referência; ou

III - sintéticos, que visem refletir o desempenho do índice de referência por meio de contratos derivativos, exceto por meio de posições em mercados futuros previstas nesta Instrução." (grifamos)

13. Não permitir tal assimetria confere tratamento igualitário aos respectivos produtos de investimento e não afeta questões estruturais diferentes entre os Fundos de Índice 359 e os ETFs Internacionais. Da mesma forma, não limita em demasia a quantidade de ETFs Internacionais que podem ser trazidos para o Brasil por via da regulamentação ora em comento.

14. Outro exemplo é a necessidade proposta de divulgação de dados de erro de aderência e de diferenças de rentabilidade entre o ETF Internacional e seu índice de referência, conforme dispõe o Art. 74-H, §1º, VIII, (e) da Minuta:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

§ 1º A instituição depositária deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem as seguintes informações:

(...)

VIII – dados estatísticos, contendo, no mínimo:

(...)

e) as informações relativas aos incisos I, II e III do caput do art. 35, incluindo o número de dias úteis decorridos desde o início do desenquadramento;

(...)." (grifamos)

"Art. 35. A assembléia geral também deve ser convocada pelo administrador e às suas expensas, no prazo de 15 (quinze) dias, sempre que:

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 a 2 (dois) pontos percentuais, desde que tal erro de aderência não seja reenquadrado ao limite de 2 (dois) pontos percentuais até o 15º (décimo quinto) dia útil consecutivo subsequente à data de verificação do respectivo erro de aderência;

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 a 2 (dois) pontos percentuais, desde que tal diferença de rentabilidade não seja reenquadrada ao limite de 2 (dois) pontos percentuais até o 15º (décimo quinto) dia útil consecutivo subsequente à data de verificação da respectiva diferença de rentabilidade; 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 a 4 (quatro) pontos percentuais, desde que tal diferença de rentabilidade não seja reenquadrada ao limite de 4 (quatro) pontos percentuais até o 30º (trigésimo) dia útil consecutivo subsequente à data de verificação da respectiva diferença de rentabilidade.

(...)." (grifamos)

15. Apesar de termos algumas ressalvas quanto à proposta (como mencionado no item VI abaixo), entendemos como muito salutar o ajuste proposto por esta D. CVM no sentido de compreender a inaplicabilidade de se exigir uma Assembleia de Cotistas (ou aprovação equivalente) para um ETF Internacional, e propor uma alternativa condizente com a regulamentação local, ou seja, a divulgação da informação aplicável.

16. As referidas tentativas de se estabelecer igualdade material nos parecem extremamente importantes, sobretudo porque regramentos diversos são aplicáveis aos Fundos de Índice 359 e aos ETFs Internacionais; além disso, mesmo que não haja diferenças regulatórias expressas, a prática de mercado internacional em relação a determinados temas pode ser diferente da prática brasileira. Sem nenhum tipo de compatibilização, a correção de assimetrias meramente formais poderia prejudicar (ainda que involuntariamente) a escalabilidade da plataforma de programas de BDRs de ETF, ou seja, a plataforma poderia, após a publicação da Instrução objeto da Minuta, nascer de forma que não houvesse, na prática, ETFs Internacionais que atendessem aos requisitos regulatórios locais aplicáveis.

17. Nossos comentários, conforme V.Sas. poderão notar, são em sua maioria na esteira de contribuir para que se estabeleça este equilíbrio. Baseados em nossa prática de gerir ETFs internacionais, tentaremos trazer à atenção desta D. CVM pontos constantes da Minuta que, seja por força de diferenças de regulamentação, seja com base em práticas de mercado internacionais já consolidadas, podem tornar a observância e o cumprimento de determinadas exigências regulatórias impostas aos BDRs de ETF impossíveis ou extremamente complicadas. No restante, ater-nos-emos a ajustes de nomenclatura apenas e sugestões menores de aperfeiçoamento redacional da norma proposta.



III. AJUSTE DE NOMENCLATURA

18. Na elaboração da Minuta, esta D. CVM usa os seguintes termos para a definição de alguns itens importantes à redação, a exemplo do termo "Cotas", para definir as partes ideais representativas de um determinado ETF Internacional, e do termo "Administrador do Fundo", para delimitar a atuação do representante legal do ETF Internacional.

19. A nomenclatura utilizada, no entanto, pode não abarcar todas as figuras diversas presentes em outras jurisdições. Em jurisdições nas quais fundos de investimentos são organizados sob a forma de *trusts*, companhias de investimento ou outras entidades dotadas de personalidade jurídica, por exemplo, as partes representativas são qualificadas como *shares* e não *cotas*; em outros casos, o representante legal do fundo (e responsável pela divulgação de informações na jurisdição de origem) pode não ser o administrador, mas sim o gestor ou outro prestador de serviço ou entidade contratado para tal fim.

20. Dessa forma, entendemos que os termos e expressões "administrador do fundo" e "cotas" devem ser substituídos, respectivamente, por "representante legal do fundo" e "participações" (*interests*) ou mesmo algo na linha de "valores mobiliários" e/ou "ativos de emissão de", a fim de que todas as espécies desses dois gêneros se encontrem devidamente abarcadas pela norma. Sugerimos tal alteração na totalidade da norma. Em relação à expressão "representante legal do fundo", inclusive, achamos pertinente sua definição no artigo 74-A.

21. Subsidiariamente, caso esta D. CVM não entenda pertinente a sugestão no que concerne ao termo "Cotas", propomos então que o termo "cotas" seja definido na Minuta.

22. Nesse sentido, de maneira a refletir nossos comentários, sugerimos a inclusão de uma alínea IV e uma alínea V, ambas no artigo 74-A da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

Art. 74-A. Para os efeitos deste Capítulo, entende-se por:

I – certificados de depósito de cotas de fundos de índice – BDR: certificados representativos de cotas de fundo de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários no exterior, emitidos por instituição depositária no Brasil;

II – instituição custodiante: a instituição, sediada no país em que as cotas forem negociadas, autorizada por órgão similar à CVM a prestar serviços de custódia;



III – instituição depositária: a instituição que emitir, no Brasil, o correspondente certificado de depósito, com base nas cotas de fundos de índice custodiadas no exterior;

IV – representante legal do fundo: o representante legal do fundo de índice que serve de lastro para a emissão de BDR, seja tal entidade denominada como administrador, gestor ou outro prestador de serviço existente na jurisdição de origem de tal fundo de índice;

V – cotas: participações, valores mobiliários ou ativos de emissão do fundo de índice que sirvam de lastro para a emissão de BDR, sejam elas cotas, ações ou outra modalidade de unidade representativa da propriedade de parte ideal de um fundo de índice permitida na jurisdição de origem de tal fundo de índice.

IV. PUBLICAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE OS ÍNDICES DE REFERÊNCIA

23. Esta D. CVM, em várias passagens ao longo da Minuta, propõe que sejam divulgadas diversas informações acerca dos ETFs Internacionais que constituirão lastro dos BDRs de ETF, incluindo informações relativas aos seus respectivos índices de referência. Por exemplo, no artigo 74-D, ao fazer referência ao artigo 2º, parágrafos 2º e seguintes:

"Art. 74-D. Os fundos cujas cotas sirvam de lastro para a emissão de BDR e seus respectivos índices de referência devem observar os critérios e as vedações previstas nos §§ 2º e seguintes do art. 2º desta Instrução.

Art. 2º O fundo é uma comunhão de recursos destinado à aplicação em carteira de ativos financeiros que vise refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência, por prazo indeterminado.

(...)

§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;

(...)" (grifamos)

24. Também podemos identificar esta exigência de maneira mais direta na lista de informações que a instituição depositária deve divulgar para os investidores de BDRs de ETF, constante do artigo 74-H, parágrafo 1º, item V:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.



§ 1º A instituição depositária deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem as seguintes informações:

(...)

V – descrição do índice de referência ao qual a política de investimento do fundo esteja associada, incluindo sua metodologia de cálculo, critérios de seleção e exclusão dos ativos que o compõem, a frequência do rebalanceamento e seus custos, alterações de metodologia e composição previamente estabelecidas pelo provedor do índice, bem como sua composição atualizada;

(...)." (grifamos)

25. Este é um dos pontos em que práticas de mercado internacional podem prejudicar ou inviabilizar a plataforma de BDRs de ETF. A primeira observação que nos parece pertinente é a de que o representante legal do ETF Internacional não é normalmente responsável pela divulgação de tais dados em jurisdições onde há um grande número de ETFs, como os Estados Unidos da América e Luxemburgo. Tal divulgação, portanto, se realizada, deve ser de responsabilidade do provedor do índice.

26. Para que isso se verifique, propõe-se que a instituição depositária e o representante legal do ETF Internacional, ainda que responsáveis pela divulgação das informações conforme requisitadas, tenham a autorização expressa desta D. CVM para referenciar o investidor à página do provedor de índices na rede mundial de computadores por meio de *hyperlink*.

27. Nesse contexto, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a inserção de uma alínea (III) no parágrafo 6º do artigo 74-H da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

§ 6º A divulgação das informações referidas no § 1º pode ser realizada:

(...)

III – em relação às informações do índice de referência do fundo de índice que sirva de lastro para a emissão de BDR, por meio de hyperlink à página na rede mundial de computadores mantida pelo provedor de índice, permanecendo a instituição depositária responsável pela disponibilidade de seu conteúdo."

28. Ainda sobre esta obrigação, faz-se mister notar que, mesmo permitindo que o banco depositário remeta o investidor à página do provedor de índice para obtenção das



informações do índice, há de se lembrar que algumas informações não são de divulgação obrigatória por parte tanto dos representantes legais dos ETFs Internacionais quanto dos provedores dos índices subjacentes. Nesse sentido, gostaríamos respeitosamente que esta D. CVM esclarecesse se o disposto no *caput* do artigo 74-H acerca da obrigatoriedade da divulgação no Brasil das informações exigidas no país de origem do ETF Internacional também se aplica às informações constantes do parágrafo 1º do artigo 74-H.

29. Em caso negativo, entendemos que esta exceção deve ser incluída expressamente em relação às informações do índice. No exterior, os provedores de índice costumam vender tais informações e deixá-las abertas publicamente pode ser um impeditivo para eles do ponto de vista comercial. Entendemos que a publicidade da carteira dos fundos já supre a necessidade do investidor de saber em quais ativos está investindo, e é algo já consagrado nas regulamentações dos principais mercados de ETFs Internacionais.

30. Nesse contexto, e caso V.Sas. entendam pertinente, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a alteração do artigo 74-H, parágrafo 1º, item V, da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

§ 1º A instituição depositária deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem as seguintes informações:

(...)

*V – descrição do índice de referência ao qual a política de investimento do fundo esteja associada, incluindo sua metodologia de cálculo, critérios de seleção e exclusão dos ativos que o compõem, a frequência do rebalanceamento e seus custos, alterações de metodologia e composição previamente estabelecidas pelo provedor do índice, bem como sua composição atualizada, **desde que tais informações sejam de divulgação obrigatória em seu país de origem;***
(...)."

31. Por fim, cabem alguns apontamentos acerca da obrigação de se divulgar ao público investidor "especificação sobre pagamentos de remuneração à instituição proprietária do índice, conforme o § 3º do art. 11, incluindo cópia integral do contrato", conforme o preceito do artigo 74-H, parágrafo 1º, inciso XV.

32. Tanto em relação aos Fundos de Índice 359 quanto aos ETFs Internacionais é importante ressaltar a prática de mercado corrente, segundo a qual os gestores de tais

veículos geralmente pagam as despesas de licenciamento de índice, sem, no entanto, repassar tais custos aos investidores. Não raro, o representante legal do ETF Internacional ou do Fundo de Índice 359 possui contratos do estilo "guarda-chuva", nos quais estabelece licenças para vários veículos de investimento diferentes e condições comerciais (incluindo remuneração devida ao provedor de índice) consolidadas.

33. Por conta desses dois fatores, somados ao fato de que tais divulgações ao público não são geralmente obrigatórias em âmbito global, entendemos que esta obrigação não traz benefício aos investidores. Por conseguinte, caso V.Sas. entendam pertinente, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a remoção do inciso XV do parágrafo 1º do artigo 74-H, com a posterior renumeração dos incisos subsequentes.

V. CLAREZA QUANTO À INAPLICABILIDADE DA ICVM 332 A BDRs DE ETF

34. Conforme mencionado anteriormente, entendemos como correta a decisão desta D. CVM de incluir o regime regulatório aplicável aos BDRs de ETF na ICVM 359. Ao nosso ver, tal diretriz já esclarece, por princípios de hermenêutica jurídica, que a ICVM 332 não se aplica aos BDRs de ETF.

35. No entanto, entendemos que a ausência de manifestação expressa desta D. CVM nesse sentido por meio de dispositivo inserido na norma resultado da Minuta, pode causar confusão para os participantes do mercado de capitais brasileiro quanto à aplicabilidade ou não dos preceitos da ICVM 332 aos BDRs de ETF. Esta dúvida pode resultar em interpretações erradas, inconsistentes ou até mesmo na indisposição de *players* de mercado em quererem participar da estruturação desta nova modalidade de ativo.

36. Nesse contexto, e caso V.Sas. entendam pertinente, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a inserção de uma nova Seção V ao Capítulo XIII-A da Minuta, bem como de um novo artigo 74-V, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

*"CAPÍTULO XIII-A
DOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO DE COTAS DE FUNDOS DE ÍNDICE
NEGOCIADAS NO EXTERIOR
(...)
**SEÇÃO V
DAS DISPOSIÇÕES GERAIS APLICÁVEIS AOS DOS CERTIFICADOS DE
DEPÓSITO DE COTAS DE FUNDOS DE ÍNDICE NEGOCIADAS NO EXTERIOR***



Art. 74-V. Não se aplicam aos Certificados de Depósito de Cotas [Ativos/Valores Mobiliários] de Fundos de Índice Negociadas no Exterior as disposições da Instrução CVM 332, de 04 de abril de 2000.”

VI. CONTROLE DOS LIMITES DO ARTIGO 35 DA ICVM 359 – TRACKING ERROR

37. Nossa primeira observação em relação ao artigo 74-H, parágrafo 1º, item VIII, alínea (e) da Minuta (já citado acima) consiste em um pedido de esclarecimento: no artigo 35, incisos I, II e III da ICVM 359, são estabelecidos períodos de cura para os desenquadramentos ali mencionados. Gostaríamos respeitosamente que esta D.CVM esclarecesse, idealmente por menção expressa na Minuta, que os prazos de cura são também aplicáveis aos BDRs de ETF. Nossa leitura e nossa sugestão são no sentido de que tais prazos também devem ser aplicáveis aos BDRs de ETF.

38. Além disso, entendemos que tais parâmetros (conforme definidos no artigo 35 da ICVM 359) são característicos da regulamentação brasileira aplicável aos Fundos de Índice 359; tal limitação não é imposta aos ETFs Internacionais em geral por força de regulamentação. Em direta decorrência disso, os gestores de ETFs Internacionais certamente levam tais parâmetros em consideração no exercício da gestão, mas não os controlam como limites.

39. Dessa forma, denominar como “desenquadramento” eventual superação dos limites do artigo 35 da ICVM 359 na redação do artigo 74-H, parágrafo 1º, item VIII, alínea (e) da Minuta não nos parece razoável.

40. Não sendo uma exigência regulatória e não existindo parâmetro análogo nas políticas de investimento dos ETFs Internacionais, a superação de tais parâmetros deve ser descrita exatamente desta forma – uma superação ou inobservância de parâmetros, e nada mais. A palavra “desenquadramento” tem conotação negativa e pode atrapalhar o entendimento do investidor quanto à qualidade do ETF Internacional adquirido via BDR de ETF.

41. Vale lembrar que a variedade de exposições trazidas pelos ETFs Internacionais é bem maior. Exemplificativamente, alguns deles possuem em carteira ativos negociados em jurisdições diferentes daquela em que o ETF Internacional é domiciliado, podendo a mera diferença de fusos horários gerar descolamento passivo do índice de referência. Em outras palavras, pela estrutura inerente ao produto, pode haver episódios de *tracking*



error maiores que os limites estabelecidos no artigo 35 da ICVM 359, sem que isso, no entanto, signifique *per se* uma menor qualidade da gestão.

42. De outra parte, entendemos que, para dar maior transparência ao investidor de BDRs de ETF, caso os limites dispostos nos incisos do artigo 35 sejam ultrapassados, deve caber à instituição depositária publicar fato relevante informando o mercado acerca do ocorrido, para que os detentores dos BDRs de ETF possam tomar as medidas que melhor lhes aprouver.

43. Sendo assim, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a alteração da redação do artigo 74-H, parágrafo 1º, item VIII, alínea (e) da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

§ 1º A instituição depositária deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem as seguintes informações:

(...)

VIII – dados estatísticos, contendo, no mínimo:

(...)

e) a divulgação de fato relevante caso os limites dispostos nos incisos I, II e III do caput do art. 35 (respeitados os períodos de cura lá estabelecidos) sejam ultrapassados, devendo ser incluído no fato relevante o número de dias úteis decorridos desde o início de tal ultrapassagem;

(...)."

VII. TRADUÇÃO DOS DOCUMENTOS PARA OFERTA A INVESTIDORES EM GERAL

44. A Minuta traz mais um passo regulatório importante para que os investidores brasileiros tenham acesso a mais opções de diversificação de suas carteiras ao permitir que investidores em geral comprem BDRs sem restrição de qualificação.

45. Também concordamos com o conceito de disponibilizar ao investidor de varejo as informações em português e não em outra língua; para que o mercado de capitais brasileiro seja inclusivo, esta D. CVM precisa – como o fez – considerar a realidade da população de diversos locais do vasto território nacional. Também conta a favor do conceito a padronização da documentação, dado que, para se manter a escalabilidade



da plataforma, imagina-se a possibilidade de documentos não só na língua inglesa, mas também em outros idiomas.

46. Apesar da patente importância de se fornecer dados em português para os investidores, parece-nos do ponto de vista prático que a tradução quase que simultânea da totalidade dos documentos publicados pelos emissores de valores mobiliários que sirvam de lastro a BDRs pode ser de improvável execução.

47. O primeiro motivo que vemos para tal constatação é a necessidade de tradução de grandes volumes de documentos em outros idiomas para o português. Em segundo lugar, o prazo necessário para tais traduções, que nos parecem incompatíveis na prática com tal volume.

48. Conjuntamente, estes dois fatos exigem das instituições depositárias uma estrutura de tradução hoje inexistente. As alternativas seriam a internalização do custo pela cadeia (com a consequente contratação de tradutores) ou, dependendo do caso, a terceirização dos serviços para prestadores de serviço especializados. Qualquer das alternativas coloca demasiada pressão de preços na instituição depositária e em seus clientes, fazendo com que os BDRs oferecidos para investidores em geral se tornem mais caros ou até comercialmente inviáveis.

49. Esta questão, enquanto importante para os BDRs de ETF, tem seu impacto agravado nos BDRs lastreados em ações de companhias estrangeiras. Aqui, o volume de informações a serem traduzidas, incluindo relatórios trimestrais das empresas e demonstrações financeiras é vultoso e o dispêndio para se traduzir tudo tempestivamente, desproporcional e incompatível com o modelo comercial dos bancos depositários.

50. Tal exigência pode, se levada ao limite, fazer com que a possibilidade de se ofertar BDRs ao investidor de varejo seja praticamente inexecutável e inócua, limitando uma ótima opção de investimento somente a investidores qualificados.

51. Note-se, no entanto, que a proposta ora delineada não consiste em se entregar documentos em idioma estrangeiro a investidores de varejo. O que se deseja é a obtenção de um equilíbrio entre a proteção do investidor, que deve sim ter acesso a toda e qualquer informação relevante para tomar decisões de investimento conscientes, e a capacidade dos integrantes do mercado de capitais brasileiro de entregar produtos de qualidade e comercialmente viáveis a tais investidores.

52. Exemplificativamente, entendemos que a página do BDR de ETF na rede mundial de computadores deve efetivamente conter todas as informações em português, conforme já consta da Minuta.

53. Além disso, como já de praxe nos BDRs lastreados em ações de companhias estrangeiras (o chamado "Descritivo Operacional", exigido pela B3 S.A. – Brasil Bolsa e Balcão, doravante denominada apenas "**B3**"), entendemos ser pertinente a elaboração de um documento, em português, disponibilizado pela instituição depositária aos investidores, no qual conste a descrição do programa de BDRs em detalhe e detalhes relativos ao ativo subjacente.

54. Tal Descritivo Operacional, documento já existente e presente na rotina dos bancos depositários, pode ser incrementado com informações adicionais relevantes quando os BDRs forem ofertados a investidores de varejo. A sugestão a esta D. CVM é no sentido de que se prescreva quais são as informações que devam constar de tal documento, de forma que ele sirva de repositório de dados importantes – e traduzidos – para a tomada de decisão de investimento. O restante dos documentos, a partir de tal marco, seriam disponibilizados em sua língua de origem.

55. O Descritivo Operacional poderia então funcionar como análogo à Lâmina de Informações Essenciais exigida por esta D. CVM para Fundos 555, bem como outros documentos análogos ou semelhantes na experiência internacional⁶. Dessa forma, os investidores estariam razoavelmente protegidos e os bancos depositários conseguiriam viabilizar comercialmente a oferta de BDRs ao público em geral.

56. No que concerne aos BDRs de ETF, entendemos que, do regime informacional proposto, somente a tradução da integralidade do Regulamento ou documento similar do ETF Internacional (por exemplo, o *Prospectus*), conforme constante do artigo 74-H, parágrafo 1º, inciso IV, seria de difícil execução. Outrossim, o regime informacional do parágrafo 1º do artigo 74-H já se encontra extremamente completo. Neste sentido, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias referentes aos BDRs de ETF, propomos a essa D. CVM:

⁶ Como por exemplo o KIID – *Key Investor Information Document* exigido pelas regras UCITS; o KFS – *Key Facts Statement* de Hong Kong (modelo para fundos passivos e ETFs: <[https://www.sfc.hk/web/EN/files/PCIP/KFS/20181218_Index%20Funds%20or%20Unlisted%20class%20of%20Passive%20ETFs%20\(Eng\).pdf](https://www.sfc.hk/web/EN/files/PCIP/KFS/20181218_Index%20Funds%20or%20Unlisted%20class%20of%20Passive%20ETFs%20(Eng).pdf)>); e o PHS – *Product Highlights Sheet* de Cingapura (exemplos de PHS dos fundos BlackRock podem ser encontrados em: <<https://www.blackrock.com/sq/en/literature/key-fact-statement/bqf-complete-set-of-product-highlights-sheet-sq.pdf>>).

- (i) permitir a divulgação deste documento completo em seu idioma de origem e manter o restante do regime informacional do artigo 74-H inalterado, com a consequente exclusão do inciso IV do parágrafo 1º do artigo 74-H e renumeração dos incisos seguintes;
- (ii) subsidiariamente, a tradução de documento similar à Lâmina de Informações Essenciais (por exemplo: KIID para ETFs Internacionais organizados sob a regra UCITS; *Summary Prospectus* para ETFs Internacionais domiciliados nos Estados Unidos da América; bem como os já citados KFS e HFS de Hong Kong e Cingapura, respectivamente), com a consequente alteração da redação do artigo 74-H, parágrafo 1º, inciso IV, da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

§ 1º A instituição depositária deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem as seguintes informações:

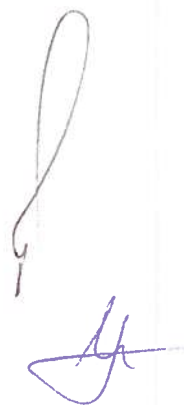
(...)

*IV – **Lâmina de Informações Essenciais do fundo, prospecto resumido ou documento de natureza similar;***

(...)." ou

- (iii) Caso nenhuma das propostas anteriores seja acatada por esta D. CVM, pedimos que sejam listadas as informações constantes do Prospecto, ainda não listadas no rol do parágrafo 1º do artigo 74-H, que o regulador entende pertinentes para a decisão de investimento, para que todas constem em português do Descritivo Operacional dos BDRs de ETF ou documento equivalente.

57. Além disso, propomos a essa D. CVM, de maneira mais geral, a revisão da exigência de tradução de documentos pertinentes aos ativos lastro de BDRs, especialmente no tocante aos BDRs lastreados em valores mobiliários emitidos por companhias estrangeiras, para compatibilizar a importância do *disclosure* efetivo com a viabilidade comercial dos BDRs, e (ii) especificamente em relação aos BDRs de ETF, a alteração da redação do artigo 74-H, parágrafo 1º, inciso IV, da Minuta, conforme os trechos acima destacados em negrito.



VIII. VOLUME DE NEGOCIAÇÃO

58. A Minuta propõe, na parte do regime informacional dos ETFs de BDR constante do artigo 74-H, parágrafo 1º, inciso VIII, alínea (b), a obrigatoriedade de divulgação de informações de volume de negociação dos ETFs Internacionais, bem como de seus ativos subjacentes (integrantes da carteira teórica do índice), conforme abaixo:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

§ 1º A instituição depositária deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem as seguintes informações:

(...)

VIII – dados estatísticos, contendo, no mínimo:

(...)

b) tabela comparativa contendo o volume diário negociado das cotas do fundo e do índice de referência, bem como o percentual do primeiro em relação ao segundo, desde a data da criação do fundo até a última data disponível;

(...)." (grifamos)

59. O fato de tanto os ETFs Internacionais quanto os ativos integrantes da carteira teórica de seus índices subjacentes serem, em alguns casos, negociados em diferentes entidades administradoras de mercados de valores mobiliários pode fazer com que, sob a perspectiva operacional, esta informação seja de difícil agregação para apresentação ao investidor. Além disso, pelo fato de esta não ser uma informação geralmente exigida pelos reguladores nesses casos, os representantes legais dos ETFs Internacionais não a agregam. Ao nosso ver, o ideal seria condicionar esta exigência à existência de demanda regulatória nesse sentido na jurisdição de domicílio do ETF Internacional.

60. Assim, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias referentes aos BDRs de ETF, propomos a essa D. CVM a inclusão de um parágrafo 7º no artigo 74-H, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

(...)

§ 7º O disposto no inciso VIII o § 1º do Art. 74-H se aplica somente a fundos que estejam sujeitos a tais exigências regulatórias de divulgação em suas jurisdições de domicílio."



IX. DIVULGAÇÃO DA POSSIBILIDADE DE USO DE DERIVATIVOS

61. A Minuta também estabelece, no inciso XIV do parágrafo 1º do artigo 74-H, a obrigação de divulgação da possibilidade de celebração, pelo ETF Internacional, de contrato a termo de troca de rentabilidade ("swap"), com cláusula de liquidação por ajuste financeiro diário, entre o fundo e terceiros que tenha como objeto de negociação a diferença de variação da rentabilidade entre o fundo e o índice de referência, conforme disposto no parágrafo 6º do artigo 58 da ICVM 359.

62. Neste ponto, mais uma vez surge a necessidade de balanceamento entre a regra local aplicável aos Fundos de Índice 359 e as diferentes regras aplicáveis aos ETFs domiciliados em diferentes jurisdições.

63. É louvável a preocupação desta D. CVM com a composição da carteira do ETF Internacional. No entanto, a restrição regulatória aplicável aos Fundos de Índice 359 é bastante específica em conexão com o tipo de instrumento derivativo que pode ser usado (contrato de *swap*), tipo de ajuste (diário) e de ativo subjacente ao contrato derivativo. Vemos esta restrição como peculiar ao mercado brasileiro e fazer sua replicação idêntica a uma obrigação de *disclosure* para veículos de investimento sujeitos a diferentes restrições pode fazer com que poucos consigam atender a este requisito.

64. Entendemos que o uso excessivo de derivativos na carteira do ETF Internacional que sirva de lastro para BDRs de ETF já esteja coberto pela vedação de ETFs Internacionais sintéticos; além disso, a divulgação da carteira do ETF Internacional dará ao investidor a exata medida da parcela do portfólio do fundo em questão que se encontra alocada em derivativos.

65. Também não acreditamos que nenhum *disclosure* precise ser realizado nesse sentido. Nossa proposta é de uma divulgação mais genérica, que indique ao investidor se o ETF Internacional se utiliza ou não de instrumentos derivativos. Assim, estabelece-se um regime de divulgação de informações adequado ao mesmo tempo em que são respeitadas as diferenças de regulamentação entre os ETFs Internacionais e os Fundos de Índice 359.

66. Desta forma, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias referentes aos BDRs de ETF, propomos a essa D. CVM a alteração do inciso XIV do parágrafo 1º do artigo 74-H, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

"Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

§ 1º A instituição depositária deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem as seguintes informações:

(...)

XIV – se for o caso, destaque sobre a possibilidade de celebração pelo fundo de contratos **derivativos de qualquer natureza**;

(...)."

X. POSSIBILIDADE DE VOTO RELATIVO AOS ETFs INTERNACIONAIS

67. No que tange ao direito de voto das partes ideais de ETFs Internacionais, notamos a ausência de disposição nesse sentido nas inclusões à ICVM 359 que esta D. CVM propôs nesta Audiência Pública, notadamente algum dispositivo idêntico ou análogo ao artigo 10 da ICVM 332, conforme abaixo:

"Art. 10. O direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de BDR deve ser exercido pela instituição depositária na forma instruída pelos titulares de BDR sempre que os contratos relativos ao programa permitam, ou no melhor interesse dos titulares de BDR, quando tais contratos impeçam o voto por eles instruído." (grifamos)

68. Somos da opinião de que as disposições deste artigo devem ser replicadas na ICVM 359, a fim de que não restem dúvidas à instituição depositária quanto à obrigação de repassar o direito a voto ou votar no melhor interesse dos titulares dos BDRs, também no caso dos ETFs Internacionais. Entendemos como importante a capacidade do investidor local, como detentor indireto das partes ideais dos ETFs Internacionais, de defender seus interesses econômicos e políticos por meio da participação nas decisões relevantes relativas ao ativo internacional.

69. Salientamos também que, em algumas jurisdições, a ausência desta disposição pode resultar em limitações ao tamanho dos programas de BDRs de ETF, prejudicando sua escalabilidade e até tornando os BDRs de ETF operacionalmente inviáveis.

70. Assim, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias referentes aos BDRs de ETF, propomos a essa D. CVM a inclusão de um novo artigo 74-J, ao final da Seção II, com a conseqüente renumeração dos artigos subsequentes, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

"Art. 74-J. O direito de voto relativo [aos valores mobiliários ou ativos] de emissão de fundos que sirvam de lastro para programa de BDR deve ser exercido pela instituição depositária na forma instruída pelos titulares de BDR sempre que os contratos relativos ao programa assim o permitam, ou no melhor interesse dos titulares de BDR, quando tais contratos impeçam o voto por eles instruído."

XI. COMUNICAÇÕES

71. Solicitamos ainda a esta D. CVM que eventuais contatos para discutir as sugestões ora encaminhadas bem como quaisquer temas correlatos sejam dirigidos ao destinatário abaixo:

BlackRock Brasil Gestora de Investimentos Ltda.

Endereço: Avenida Presidente Juscelino Kubitschek, nº. 2.041 – Complexo JK,
Torre E, 11º andar, conj. B, Vila Nova Conceição
04543-011, São Paulo - SP

Telefone: (11) 3028-4109

Fac-símile: (11) 3028-4101

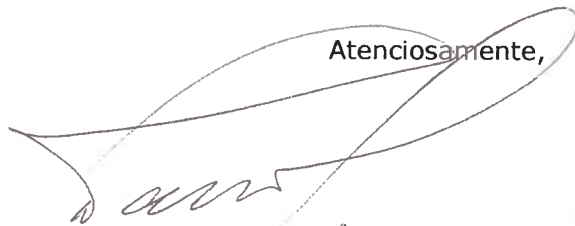
At.: Carlos Massaru Takahashi // Alexi Atchabahian

E-mail: carlos.takahashi@blackrock.com // alexι.atchabahian@blackrock.com

Agradecemos novamente a oportunidade bem como a atenção dispensada por esta D. CVM ao assunto, renovando os nossos votos da mais elevada estima e consideração e nos colocando à disposição dessa D. CVM para o que mais for necessário.

São Paulo, 27 de fevereiro de 2020.

Atenciosamente,



Alexi Armênio Coli Atchabahian
CPF 352.487.278-63

BLACKROCK BRASIL GESTORA DE INVESTIMENTOS LTDA.

Carlos Massaru Takahashi
CPF. 012.858.808-03
RG. 9.500.567-5