

Assunto: Avaliação da conveniência e oportunidade de concessão de waivers para fundos de índices internacionais – Processo CVM nº RJ-2012-11653

Senhor Superintendente Geral,

1. Na data de 29/8/2012, realizamos reunião na CVM com a Blackrock Brasil Gestora de Investimentos Ltda, na qual a instituição reafirmou o seu interesse, inicialmente manifestado em 2009, na constituição e administração de um fundo de índice regulado pela Instrução CVM nº 359/02, mas que replicasse índice baseado em ações de outras jurisdições.
2. Como se sabe, o fundo de índice é um tipo de fundo aberto, com suas cotas negociadas em mercado secundário e que tem por objetivo replicar um índice determinado e constituído – no caso do Brasil – pela BM&FBOVESPA, através da manutenção em carteira dos ativos previstos na composição teórica do índice.
3. Assim, é instrumento de natureza híbrida, que por vezes se comporta como uma ação negociada em mercados de bolsa, e em certas circunstâncias, como um fundo de investimento tradicional.
4. O que caracteriza o fundo de índice como uma ação é essencialmente seu funcionamento no mercado secundário, no qual as cotas são negociadas entre os investidores participantes desse ambiente, com todas as implicações – inclusive tributárias – cabíveis a essa negociação (preço afetado por oferta e demanda, marcação permanente a mercado *intra-day*, etc.).
5. Por outro lado, o fundo de índice em muito se assemelha a um fundo de investimento quando se analisa seu funcionamento no mercado primário. Nesse caso, os denominados "*agentes autorizados*" (em geral corretoras e outras instituições financeiras) podem constituir novas cotas ou destruir cotas existentes por eles detidas através, respectivamente, da entrega ou recebimento das chamadas cestas de integralização ou resgate, que contêm em regra ativos componentes do índice em proporções no mínimo semelhantes às previstas nesse índice que o fundo persegue.
6. Como se vê, a tais agentes autorizados existe a possibilidade de arbitragem sempre que o preço negociado em mercado secundário se distancia do "*valor justo*", assim considerado aquele obtido pela soma dos valores de mercado dos ativos componentes da cesta do índice.
7. Assim, por exemplo, em caso no qual o preço negociado da cota esteja acima do valor justo da cesta, o agente autorizado pode se valer dessa discrepância para montar uma cesta e entregá-la ao fundo em troca de cotas que possa vender no secundário por um maior valor, com o decorrente ganho financeiro dessa operação. Da mesma forma a lógica inversa também seria válida no caso do resgate de cotas.
8. Essa característica dos fundos de índice é positiva para os mercados dos ativos subjacentes, pois leva quaisquer excessos de demanda ou oferta pelas cotas do fundo de índice^[1] à respectiva criação e destruição de cestas, que implicam a necessidade de compra ou venda das ações componentes do índice pelo agente autorizado, conferindo mais liquidez ao mercado secundário dessas ações.
9. Além disso, tal arbitragem também garante que o valor de negociação das cotas do fundo de índice não se distancie do citado valor justo, pois, por exemplo, se considerado o cenário descrito no item (7) deste memo, a montagem da cesta eleva os preços das ações componentes da cesta, assim como a venda no secundário das cotas recém-criadas provoca a queda do preço da cota do fundo, o que leva à convergência entre o valor de negociação da cota e o mencionado valor justo. Aqui também, a lógica inversa também se aplica no caso do resgate de cotas.
10. Não por acaso, o sucesso de qualquer fundo de índice se mede muito mais pela liquidez de negociação de suas cotas no mercado secundário do que, por exemplo, pelo tamanho (patrimônio líquido) do fundo, posto que para fundos de índice com maior liquidez se espera menor *spread* entre o preço de negociação da cota no mercado e o valor justo, e por consequência, menores custos de transação para o investidor final, que, afinal, pretende apenas perseguir o índice replicado.
11. De qualquer forma, passando ao caso concreto, a constituição de um fundo de índice com as características propostas não seria possível, dadas algumas vedações contidas no artigo 58 da Instrução CVM nº 359/02, que exige a manutenção em carteira de, no mínimo, "*95%... aplicado em valores mobiliários ou outros ativos de renda variável autorizados pela CVM*".
12. Assim, ciente dessas circunstâncias, o participante de mercado veio nos indagar a respeito da viabilidade de pedido de registro de fundo de índice com essas características, que no caso, seria baseado em dispensas específicas adicionais de atendimento a certos requisitos previstos na Instrução CVM nº 359/02.
13. Em sua consulta, a Blackrock apresenta como proposta um fundo de índice que aplicaria em cotas de outro fundo de índice, estabelecido na jurisdição americana (denominado como "IVV"), já existente e que replica o índice internacional conhecido como "S&P 500", também gerido por empresa do grupo Blackrock naquela jurisdição.
14. Assim, para viabilizar um fundo com essa estruturação, para além das dispensas que tradicionalmente o Colegiado já vem concedendo no caso de fundos de índice registrados na CVM^[2] desde 2008 (e que procuram, no geral, viabilizar a otimização da carteira do fundo), o consultante entende que seriam necessárias também as seguintes dispensas específicas adicionais:
 - o A possibilidade de que o fundo de índice possua como ativo elegível à aquisição também cotas de outros fundos de índice negociados em outras jurisdições
 - o Permitir a integralização e resgate em moeda corrente nacional, sem qualquer limite (prevista também na redação em discussão para os fundos de índice de renda fixa)
 - o A previsão para a cobrança de taxas de ingresso e de saída que repassem ao cotista solicitante da aplicação/resgate os custos decorrentes da criação ou destruição, respectivamente, da cesta (prevista também na redação em discussão para os fundos de índice de renda fixa)
15. Além disso, naturalmente seria também necessário reconhecer o S&P 500 como um índice admissível, nos termos previstos no artigo 2º, Parágrafo único, da Instrução CVM nº 359/02, conforme segue:

Art. 2º ...

Parágrafo único. Para os efeitos desta Instrução, denomina-se índice de referência o índice de mercado específico reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, ao qual a política de investimento do fundo esteja

associada.

16. Com relação à admissibilidade do índice S&P 500 pela CVM, entendemos que o grau de detalhamento e conhecimento por parte desta área técnica a respeito do índice (especialmente em relação ao grau de *disclosure* conferido a sua metodologia e à composição da cesta) ainda não nos permite concluir pela viabilidade de aprovação do índice para os efeitos de sua replicação por um fundo de índice no país sob o amparo da Instrução CVM nº 359/02.
17. Assim, com relação a esse específico ponto, entendemos que apenas quando do pedido concreto, circunstanciado e detalhado com todas as características, critérios e condições do índice, seria possível avaliar com propriedade sua admissibilidade para uso por um fundo de índice no Brasil.
18. Entretanto, de qualquer forma, entendemos que essas circunstâncias não inviabilizam a presente consulta desta área técnica, pois, se admitida pelo Colegiado a possibilidade de tratamento desses fundos por meio de concessões adicionais de dispensa e o índice proposto não atender aos requisitos previstos na regulação aplicável, de qualquer forma outro índice internacional qualquer que o substitua e atenda a esses requisitos continuaria possível.
19. Dessa forma, com relação às dispensas adicionais citadas no item (14) deste memo, vale observar que o segundo e o terceiro já foram objeto de análise pelo Colegiado da CVM na Reunião de Regulação ocorrida em 19/9/2012, que aprovou a adaptação da Instrução CVM nº 359/02 para que passe a prever ambas as hipóteses.
20. Assim, na prática, o que pretende a Blackrock obter por via de dispensa específica que não tenha ainda sido objeto de avaliação pelo Colegiado da CVM é a possibilidade de investimento em ativos negociados em outras jurisdições.
21. É importante não esquecer, entretanto, as dificuldades de acesso na prática sofridas pelos demais participantes de mercado em uma dinâmica de aprovação caso a caso pela CVM, ou seja, baseada não apenas na norma, mas também em uma jurisprudência específica, mesmo que reiterada.
22. Nesse sentido, apesar de cientes de que toda a jurisprudência da CVM é publicada em seu site e permanece acessível para consulta a todos os participantes de mercado, a interpretação da abrangência e alcance dessa jurisprudência sempre pode gerar dúvidas e inibir de certa forma a iniciativa de constituição de fundos semelhantes por concorrentes.
23. De outro lado, é verdade também que a admissão de fundos de índice com base na concessão de dispensas específicas é sempre mais célere, o que foi, óbvio, o motivo mais relevante para a proposta trazida pela Blackrock nos moldes em que foi apresentada.
24. Além disso, a concessão de dispensas específicas permite à CVM também exercer uma avaliação caso a caso dos primeiros produtos que ingressam no mercado, o que viabiliza o acesso àqueles que, baseados no juízo de conveniência e oportunidade cabível, a CVM entenda como mais conservadores e menos sujeitos a certos riscos, de forma inclusive a servir de *feedback* para o próprio processo normativo de adaptação e atualização da Instrução CVM nº 359/02.
25. De qualquer forma, além dessas questões, ainda é necessário lembrar a potencial assimetria que pode ser provocada pela possibilidade de constituição de fundos de índice que repliquem
26. Nesse sentido, convém lembrar que, no mercado de valores mobiliários brasileiro, já existem hoje duas modalidades mais conhecidas e comuns de investimento no exterior (ressalvada, claro, a natural hipótese do investimento direto no exterior por iniciativa do próprio investidor, sem qualquer esforço de colocação no Brasil), a saber: os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04 e os Brazilian Depositary Receipts (BDRs), em regra, não patrocinados.
27. Como também se sabe, o grau de acesso a esses produtos é distinto: enquanto para os BDRs se exige que o investidor possua R\$ 1 milhão investidos no mercado financeiro, conforme previsão do abaixo transcrito artigo 3º, § 1º, I, "d", item 6, c/c § 2º do mesmo artigo; nos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04 o grau de acesso é ainda mais limitado, já que para o investimento de 100% no exterior é necessário que o investidor aplique no mínimo R\$ 1 milhão no específico fundo constituído com esse objetivo, como previsto no artigo 85 daquela norma, conforme também transcrito a seguir.

Instrução CVM nº 332/00

Art. 3º Poderão ser instituídos programas de BDRs, patrocinados ou não pela companhia aberta, ou assemelhada, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, os quais deverão ser previamente registrados na CVM.

§1º O programa de BDR patrocinado caracteriza-se por ser instituído por uma única instituição depositária ou emissora, contratada pela companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, podendo ser classificado nos seguintes níveis:

I - BDR Patrocinado Nível I - caracteriza-se por:

...

d) aquisição exclusiva por:

...

6. pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Instrução CVM nº 409/04

Art. 85. O fundo deve manter seu patrimônio aplicado em títulos e valores mobiliários, ativos financeiros, conforme definição do art. 2º, nos termos estabelecidos em seu regulamento, observados os limites de que trata esta Instrução.

§ 1º Observado o disposto nos §§ 5º e 6º do artigo 2º, o fundo poderá manter em sua carteira ativos financeiros negociados no exterior, nas seguintes condições:

I – ilimitadamente, para os fundos classificados como "Dívida Externa" e para os fundos de qualquer classe que atendam o disposto no artigo 110-B...

...

Art. 110-B Os regulamentos dos fundos de que trata este Capítulo que exijam investimento mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderão prever:

28. Assim, nesse contexto regulatório, a inserção da possibilidade de que fundos de índice invistam em ativos negociados em outras jurisdições representaria acrescentar a esse cenário a possibilidade de oferta no mercado brasileiro de mais um produto de investimento, e dessa vez, com um grau de acesso distinto tanto do utilizado para os BDRs quanto para os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04.

29. É bem verdade que, conforme citado oportunamente pela Dir. Luciana Dias na já citada Reunião de Regulação de 19/9/2012, a CVM optou por admitir que tal assimetria se justificaria, talvez até mesmo em razão da limitação prevista na regulação dos fundos de índice para os investimentos a eles permitidos, que se restringem a uma política passiva e limitada a ativos de diferenciada segurança (no caso do fundo de índice internacional IVV, por exemplo, as 500 ações mais líquidas negociadas na bolsa americana), ao contrário do que pode ocorrer nos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04 que contam com permissão para aplicação sem limites no exterior, que podem de fato se expor a ativos das mais variadas naturezas e graus de risco e *disclosure*.

30. De qualquer forma, ao ver da SIN continua interessante avaliar quaisquer iniciativas que pudessem mitigar ou minimizar essa assimetria, como, por exemplo, a inclusão de dispositivo na Instrução CVM nº 409/04 que permita a constituição de fundos para o varejo que invistam sem limite no exterior, nos específicos casos em que sua política de investimentos replique de qualquer forma a adotada pelos fundos de índice internacionais.

31. Diante do exposto é que se tem por proposta o encaminhamento deste memorando ao Colegiado da CVM, para avaliação da conveniência e oportunidade de avaliar, caso a caso, pedidos de constituição de fundos de índice baseados em índices internacionais, desde que previamente aprovados pela CVM.

Atenciosamente,

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

[1]É verdade que esse pressuposto só é verdadeiro se pudermos considerar a hipótese – na verdade bastante razoável – de que o fundo de índice traz ao mercado novos investidores, que de outra forma não teriam decidido comprar os ativos componentes da cesta replicada diretamente no mercado.

[2]A saber, a dispensa de atendimento ao (1) artigo 18, 58 e 59, de forma a permitir cestas de integralização e resgates, assim como uma composição da carteira um pouco mais flexíveis, ainda baseada em um modelo de replicação física do índice, mas com a possibilidade de otimização, ou seja, substituição de alguns dos ativos previstos no índice por outros que com eles apresentem grande correlação mas maior liquidez, e (2) artigo 35, de forma a permitir certo prazo de correção de eventuais tracking errors antes da imediata convocação de uma assembleia geral.