

Para: SIN MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 312/09

De: GIR Data: 25 / 11 / 2009

Assunto: Pedido de registro de funcionamento e distribuição pública de cotas de fundos de índice, e dispensa a requisitos da Instrução CVM nº 359/02

Ref.: Processos CVM nº RJ-2009-10070, RJ-2009-10071 e RJ-2009-10072.

Senhor Superintendente,

Trata este processo de pedido de registro de funcionamento e de distribuição pública de cotas dos fundos iShares IBrX – Índice Brasil (IBrX-100) Fundo de Índice ("iShares IBrX-100"), iShares Índice Bm&FBovespa de Consumo Fundo de Índice ("iShares Consumo") e iShares Índice BM&FBovespa Imobiliário Fundo de Índice ("iShares Imobiliário"), todos administrados pela Citibank DTVM S/A, nos termos do artigo 8º da Instrução CVM nº 359/02 e decisão de Colegiado referente ao Processo CVM nº RJ-2008-8140, de 30/9/2008, cumulado com pedido de dispensa de atendimento a alguns requisitos da referida Instrução.

## 1. Histórico

Como sabido, em 30 de julho de 2008 a CVM emitiu Comunicado ao Mercado, onde informou que avaliaria a possibilidade de conceder dispensa de alguns requisitos previstos na Instrução CVM nº 359/02 para o registro de fundos de índice, em razão do entendimento de que:

*...alguns dispositivos da Instrução CVM nº 359, de 2002, são incompatíveis com fundos que se proponham a seguir índices compostos de ativos menos líquidos, em especial, os arts. 18, 58 e 59, que exigem que as carteiras dos fundos de índice, suas cestas de formação e de destruição repliquem quase que integralmente o índice de referência.*

Por seu lado, aquela decisão ainda reconheceu a importância desse novo veículo de investimento, uma vez que poderia proporcionar " ao investidor a possibilidade de aplicar em um fundo de ações diversificado com custo, em geral, menor que o dos fundos de investimento tradicionais", contribuindo para a "diversificação de riscos dos investidores e para o aumento da competição entre produtos de investimento"; e ainda, porque, "de outro lado, há evidência de que produtos como os ETFs ajudam a aumentar a liquidez dos ativos que compõem os índices por eles seguidos".

Em linha com referido comunicado, em 10/9/2008, a Citibank DTVM solicitou a dispensa de atendimento aos requisitos previstos nos artigos 18, 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02, e ainda, de seu artigo 35, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2008-8140, e também, o registro de funcionamento dos fundos iShares Ibovespa Fundo de Índice ("iShares Ibovespa"), iShares BM&FBovespa Small Cap Fundo de Índice ("iShares Small Caps") e iShares BM&FBovespa Mid Large Cap Fundo de Índice ("iShares Mid Large Caps").

Na Reunião de 30 de setembro de 2008, o Colegiado deliberou conceder as dispensas solicitadas com algumas restrições, e o registro dos citados fundos foi, após contar com os respectivos exames da área técnica, concedido em 19 de novembro de 2008.

Em 10 de setembro de 2009, a Citibank DTVM veio apresentar novo pedido de registro para funcionamento e distribuição pública de cotas, agora para os referidos fundos iShares IBrX-100, iShares Consumo e iShares Imobiliário, cumulado com novo pedido de dispensa de atendimento aos requisitos previstos nos artigos 18, 35, 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02 por parte dos fundos.

Já na data de 9 de outubro de 2009, foi enviado o Ofício CVM/SIN/GIR/nº 2.623, de 9 de outubro de 2009, com pedidos de envio de documentos adicionais necessários à análise dos pedidos de registro, e solicitação, considerando os fundamentos da decisão de Colegiado de 30/9/2008, de envio de estudo circunstanciado que evidenciasse o aumento de liquidez dos ativos componentes das cestas dos fundos já registrados sob as dispensas concedidas.

Ainda nesse mesmo sentido, dada a informação apurada no site dos fundos em funcionamento (por exemplo, [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/BOVA11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/BOVA11.htm)) de que os três fundos já registrados contariam com a assinatura de contrato de exclusividade para o uso do índice nos quais se lastreavam, como por eles denominado "Contrato de Licenciamento de Índice", foi solicitada manifestação da instituição dos motivos pelos quais entenderia que esse mecanismo não inviabilizaria a "aumento da competição entre produtos de investimento" citado no Comunicado ao Mercado da CVM de 30/7/2008.

Em resposta, os referidos pedidos de informações e documentos foram atendidos pela instituição em 11/10/2009, 3/11/2009 e 9/11/2009.

## 2. Pedidos de Dispensa e Argumentação do Requerente

### 2.1. Artigo 58 da Instrução CVM nº 359/02

Atualmente, os fundos de índice são obrigados, por força do artigo 58 da Instrução nº 359, a manter, no mínimo, 95% de seu patrimônio investido em valores mobiliários, ou outros ativos de renda variável autorizados pela CVM, na exata proporção em que estes integrem o índice de referência, ou em posições compradas do índice de referência.

Entende o requerente que as carteiras de investimentos de um fundo de índice podem ser otimizadas " por meio da manutenção dos ativos integrantes em proporção distinta da presente no índice de referência (incluindo a possibilidade de não se investir em determinado ativo integrante do índice) e da flexibilização das cestas utilizadas para fins de integralização e/ou resgate de cotas."

Desta forma, sugere dispor sobre a questão na forma do proposto artigo 21 dos regulamentos de todos os fundos, conforme:

*Artigo 21. O Fundo investirá no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em Ações do Índice, em qualquer proporção, ou em posições compradas no mercado futuro do Índice, de forma a refletir a variação e rentabilidade do Índice, observados os limites definidos no presente Regulamento.*

É necessário observar que, embora a administradora cite que a política de investimento pudesse incluir, inclusive, " a possibilidade de não se investir em determinado ativo integrante do índice", essa possibilidade não foi trazida para a redação proposta para o citado artigo 21 dos regulamentos dos fundos.

### 2.2 . Artigo 59 da Instrução CVM nº 359/02

O artigo 59 da Instrução nº 359 determina que os restantes 5% do patrimônio dos fundos de índice devem ser investidos em títulos públicos, títulos de renda fixa, operações compromissadas e operações com derivativos exclusivamente para proteção da carteira.

Na mesma linha e sob os mesmos fundamentos para o pedido de dispensa de atendimento ao artigo 58, aqui o administrador, com o objetivo de viabilizar estratégias de otimização da carteira com ativos de renda variável que usualmente apresentam elevada correlação com as ações do índice de referência, sugere a inclusão, naquele limite de 5%, de ações não integrantes do índice e cotas de outros fundos de índice.

São os artigos 22 dos regulamentos propostos, somados à definição de " *Investimentos Permitidos*" naqueles documentos, que refletem tal pedido de dispensa, nos seguintes termos:

*Investimentos Permitidos: São os seguintes instrumentos financeiros e valores mobiliários, nos quais o Fundo poderá investir 5% (cinco por cento) de seu Patrimônio Líquido, isolada ou cumulativamente: (i) títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil; (ii) títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras; (iii) cotas de fundos de investimento administrados por instituição financeira com as características de renda fixa ou referenciada; (iv) operações compromissadas, lastradas nos títulos mencionados no item (i) acima, realizadas de acordo com a regulamentação do Conselho Monetário Nacional; (v) operações com derivativos realizadas em bolsa de valores, em bolsas de mercadorias e futuros ou em mercados de balcão organizados, exclusivamente para administração dos riscos inerentes à Carteira, observadas a legislação e regulamentação aplicáveis; e (vi) ações, não incluídas no Índice, desde que admitidas à negociação na BM&FBOVESPA e cotas de outros fundos de índice.*

...

*Artigo 22. O Fundo poderá investir até 5% (cinco por cento) de seu Patrimônio Líquido, isolada ou cumulativamente, em quaisquer dos Investimentos Permitidos ou em dinheiro, ficando ressalvado que nenhuma taxa de administração, de gestão ou qualquer outra taxa poderá ser paga pelo Fundo sobre o montante de quaisquer investimentos em fundos de investimento administrados pela Administradora que excedam 1% (um por cento) do Patrimônio Líquido.*

Por conclusão, entende o requerente que o pedido de flexibilização é justificado pelo fato de que o investimento em ativos não compreendidos no índice de referência (mas com maior liquidez e elevada correlação com os ativos do índice) pode diminuir os custos de transação do fundo e facilitar o acompanhamento do desempenho do índice, o que resultaria em maior eficiência ao fundo.

### 2.3 . Artigo 18 da Instrução CVM nº 359/02

O artigo 18 da Instrução CVM nº 359/02 determina que as cestas de integralização e resgate somente podem ser constituídas por valores mobiliários que componham o índice de referência, na exata proporção por ele estabelecida.

Ainda com base na possibilidade de otimizar as carteiras dos fundos de índice, como previsto no pedido de dispensa aos artigos 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02, aqui também sugere o requerente que as cestas de integralização e resgate possam ser constituídas por ativos em proporção distinta da presente no índice de referência, ou mesmo por parcela maior em moeda corrente nacional.

A concessão dessa dispensa permitiria, no caso, que em situações excepcionais de baixa liquidez de uma ou mais ações previstas no índice, seja utilizada moeda corrente nacional ou outros ativos, componentes ou não da cesta, em substituição nas cestas de integralização e resgate, conforme enunciado no artigo 32 da minuta de regulamento encaminhado:

*Artigo 32. A composição da Cesta, seja para fins de uma Ordem de Integralização ou de uma Ordem de Resgate, obedecerá às seguintes regras ("Cesta"):*

*(i) terá, no mínimo, 95% do seu valor representado por Ações do Índice, em qualquer proporção; e*

*(ii) poderá ter, no máximo, 5% do seu valor representado por Investimentos Permitidos ou Valores em Dinheiro.*

[...]

*Parágrafo Segundo. Em situações excepcionais de dificuldade na execução de Ordens de Integralização ou Ordens de Resgate, devida à baixa liquidez de uma ou mais Ações do Índice que componham a Cesta, a Gestora, a seu exclusivo critério, poderá substituir tais Ações do Índice por Valores em Dinheiro, limitados a 5% (cinco por cento) do valor total da Cesta.*

Dessa forma, sugere o requerente que o limite máximo de 0,2% previsto no artigo 18, § 9º, da Instrução CVM nº 359/02, previsto para as hipóteses de integralização e resgate em moeda corrente nacional, seja ampliado para 5%, percentual no qual seriam incluídos também ativos não previstos no índice de referência.

### 2.4 . Artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02

A Instrução CVM nº 359/02, com o fim de conferir aos cotistas um efetivo poder de fiscalização sobre o fundo determina em seu artigo 35 a convocação de assembleia geral de cotistas em três hipóteses específicas de divergência do comportamento do fundo em relação ao índice que persegue:

- Erro de aderência, calculado como o desvio padrão das diferenças entre a variação diária do fundo e do índice, nos últimos 60 pregões, superior a 2 pontos percentuais;
- Diferença entre a rentabilidade acumulada do índice e a do fundo nos últimos 60 pregões superior a 2 pontos percentuais;
- Diferença entre a rentabilidade acumulada do fundo e o valor de fechamento do índice nos últimos 12 meses superior a 4 pontos percentuais.

Entende o requerente que " *a realização de assembleia geral de cotistas... visa possibilitar que os cotistas possam efetivamente exercer uma fiscalização sobre o Fundo de Índice*", e que, " *para tanto, a total transparência das referidas situações aos investidores, e o melhor meio de fazê-lo é por intermédio da página do respectivo Fundo de Índice na rede mundial de computadores*".

Entretanto, considera também haver certa sobreposição entre as hipóteses relativas à diferença de rentabilidade acumulada em 60 pregões e em 12 meses, visto que " *a medida em 60 pregões já informa ao cotista que o fundo desviou-se do objetivo de rentabilidade, tornando repetitiva e desnecessária a medida de 12 meses para aferir o mesmo objetivo*".

Adicionalmente, argumenta que a norma não leva em conta a possibilidade da concessão de prazos para a correção de eventuais distorções, motivo pelo qual, sugeriu a adoção do prazo de 15 dias úteis para reenquadramento do fundo, nas hipóteses do artigo 35, I e II, da Instrução CVM nº 359/02, e, no caso de diferenças de rentabilidades acumuladas de 12 meses, um prazo maior, de 30 dias úteis, conforme exposto nos artigos 43 dos regulamentos encaminhados:

*Artigo 43. A assembleia geral de Cotistas também deverá ser convocada pela Administradora e às suas expensas, no prazo de 15 (quinze) dias, sempre que:*

*(i) o erro de aderência, calculado como o desvio padrão populacional das diferenças entre a variação percentual*

*diária do valor patrimonial das Cotas e a variação percentual diária do valor de fechamento do Índice nos últimos 60 (sessenta) pregões seja 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 a rentabilidade acumulada do Índice nos últimos 60 (sessenta) pregões seja 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 a rentabilidade acumulada do Índice 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.*

Percebe-se que, embora o administrador tenha alegado sobreposição conceitual nas exigências do artigo 35, II e III, da Instrução CVM nº 359/02, esse entendimento não chegou a impactar as propostas de regulamentos apresentadas, que continuou prevendo ambas as hipóteses de divergência, mantendo, apenas, um tratamento diferenciado em relação ao prazo de reenquadramento, de 15 dias no primeiro caso, e de 30 dias, no segundo.

## 2.5. Características da Distribuição de Cotas dos Fundos

Com relação à questão, o requerente afirma que não haverá, no lançamento do fundo, oferta de cotas diretamente ao mercado de varejo. Após o registro dos fundos, somente agentes autorizados (corretoras e distribuidoras), em número limitado e mediante contrato, poderão trocar cestas por lotes mínimos de cotas, as quais serão listadas para negociação na BM&FBovespa, quando poderão ser adquiridas pelo público em geral.

O requerente informa que vem organizando os primeiros aportes de cestas de integralização por meio de consultas anteriores ao lançamento do fundo com cada agente autorizado que mantenha contrato assinado, e se interesse em realizar um aporte inicial.

O Requerente pretende, ainda, contatar potenciais investidores, em reuniões educativas a respeito dos fundos de índice de modo geral, com vistas a verificar a viabilidade de seu lançamento. Ressalta o Requerente que tais reuniões serão dirigidas exclusivamente a investidores qualificados, e limitadas a 20 potenciais investidores, de acordo com "*critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo aplicáveis*".

Foi informado, ainda, que não haverá coleta de intenções de investimento ou qualquer outra forma de vinculação de tais potenciais investidores, tampouco o pagamento ou o recebimento de quaisquer valores, bens ou direitos de parte a parte.

Ainda segundo o Requerente, não haverá, no lançamento dos fundos, oferta pública secundária de cotas, e qualquer eventual oferta pública secundária futura de cotas deverá ter seu registro previamente solicitado à CVM, na forma da regulamentação aplicável. Consta ainda a informação de que o contrato do Requerente com os agentes autorizados conterá cláusula que vincule a utilização de qualquer material publicitário à prévia aprovação do administrador e da gestora, bem como a prévia submissão à CVM.

Por fim, foram encaminhadas, em atenção às exigências do Ofício CVM/SIN/GIR/nº 2.623/09, as informações que constarão no *website* dos fundos, nos termos do disposto no artigo 39 da Instrução CVM nº 359/02.

## 2.6. Estudo Circunstanciado Relacionado aos Fundos de Índice em Funcionamento

O requerente apresentou estudo circunstanciado, em atenção às exigências do Ofício CVM/SIN/GIR/nº 2.623/09, no qual tenta demonstrar que os Fundos de Índice já em funcionamento aumentaram a liquidez dos ativos que compõem os seus respectivos índices de referência, como previsto no Comunicado ao Mercado de 31/7/2008 da CVM.

O requerente informa que desde o lançamento daqueles fundos no mercado brasileiro, em 28 de novembro de 2008, o gestor dos fundos tem envidado grandes esforços para ampliar o volume de recursos destes Fundos de Índice e aumentar a negociação de suas cotas. Estes esforços envolvem, dentre outras práticas, (a) elevados investimentos em educação, (b) gastos em marketing, (c) dispêndios em tecnologia, e (d) adoção de mecanismos como o do formador de mercado na bolsa de valores para oferecer liquidez ao Fundo de Índice.

No caso, o requerente argumenta que o aumento de liquidez dos ativos subjacentes somente pode ser atestado com o passar de algum tempo, situação que ainda não ocorre no Brasil, onde os 3 fundos já em funcionamento foram introduzidos no mercado muito recentemente.

Assim, apresenta dados baseados na pequena amostragem disponível, que apenas permitiriam verificar a tendência da comprovação do aumento de liquidez. No caso do iShares Ibovespa (BOVA11), por exemplo, a cada criação e resgate de cotas, é gerada a necessidade do participante autorizado (ou seu cliente) de comprar a cesta de ativos que compõe o índice. Segundo informado, o requerente estima que esse processo tem gerado em torno de 3.500 "*novas negociações diariamente para os ativos que compõe o índice Bovespa*".

Com relação aos iShares Small Caps (SMAL11), a administradora traz como principal argumento o fato de que o mercado foi beneficiado pelo próprio possibilidade, hoje trazida por este fundo e que antes era "*extremamente difícil*", de exposição pelos investidores a uma cesta diversificada de companhias que costumam apresentar, no mercado brasileiro, liquidez muito baixa em mercados secundários.

O requerente apresenta, ainda, uma comparação entre a evolução dos Fundos de Índice locais e outros no exterior, ao que tudo indica, com o objetivo de demonstrar o sucesso que o produto obteve já nesse momento inicial.

Assim, através de comparação do iShares Ibovespa com outros fundos de índice negociados no exterior, como o iShares Large Cap Total Return Trac (fundo de índice mexicano), e o iShares MSCI All Peru Capped Fundo de Índice (fundo de índice peruano), a administradora evidencia a existência de um volume de negociação inicial para as cotas do fundo brasileiro substancialmente superior aos fundos tomados como exemplos.

Por todas essas razões, assinala que, em seu entendimento, os fundos de índice efetivamente proporcionam ao investidor a possibilidade de aplicar em um fundo de ações diversificado com custo, em geral, menor que o dos fundos de investimento tradicionais, e auxiliam no aumento da liquidez dos ativos que compõem os índices por eles seguidos.

## 2.7 Os Contratos de Licenciamento dos Índices da Bm&FBovespa

De acordo com o requerente, da mesma forma prevista para os três fundos em funcionamento, também no caso dos três fundos sujeitos a registro há previsão para o estabelecimento desse mecanismo de exclusividade, onde o direito ao uso do índice de referência pertence a sociedade do grupo econômico da gestora, e apenas pode ser estendido mediante um "contrato de sublicenciamento de índice, conforme informações obtidas no site dos fundos de índice iShares Ibovespa, iShares Small Caps e iShares Mid Large Caps.

Em sua defesa, a administradora alega que " o procedimento de assinatura de contratos de licenciamento e sublicenciamento se aplica a todos as regiões nos quais o gestor atua", e que tamanha medida encontraria justificativa nos " altos custos fixos decorrentes dos elevados investimentos realizados no produto pelo gestor de recursos".

Estes altos custos fixos decorreriam de vários fatores, dos quais destacaram (1) os elevados investimentos em marketing, propaganda, e educação de investidores, e (2) a exigência de realizar altos investimentos em tecnologia e no produto.

Ainda segundo a administradora, " a assinatura de contratos dessa espécie compreende um período predefinido de vigência de modo a diminuir o risco de amortização dos investimentos realizados no produto, fato que viabiliza reduzir o custo final dos Fundos de Índice ao investidor".

Sob uma ótica empresarial do produto e do mercado no qual se insere, a requerente ainda argumentou que:

*...um produto que obtém sucesso percorre, geralmente, quatro estágios ao longo de sua vida ativa no mercado: introdução, crescimento, maturidade e declínio. Ao ser lançado (...) no mercado, o produto já traz um custo significativo, contraído entre a geração da idéia e a sua colocação no mercado. Assim, antes mesmo de ser comercializado, o produto já contabiliza algum "prejuízo" (custo) para a organização". Como produto financeiro, tais considerações são válidas aos Fundos de Índice.*

Assim, o Requerente espera que a introdução dos novos fundos de índice demandará tempo até a superação do estágio de introdução, até chegar à segunda fase do ciclo de vida do produto (estágio de crescimento), expectativa essa que estaria se mostrando verdadeira nos 3 fundos já lançados, e que também seria condizente com a experiência em outros países.

Nesse contexto, a administradora considera que a superação do estágio de introdução se viabiliza apenas com a introdução de um fundo de índice para cada índice de referência, posto que a criação de liquidez é fundamental para o seu sucesso, razão pela qual, a convivência de dois fundos de índice no estágio inicial do ciclo do produto inviabilizaria ambos.

Em conclusão, a Citibank DTVM considera que a assinatura de contratos de licenciamento e sublicenciamento dos índices é " um procedimento que visa atender aos requisitos para o desenvolvimento do produto em benefício do mercado, viabilizando uma competição mais saudável nos estágios posteriores do produto".

### 3. Manifestação da Área Técnica

Em linha com o disposto no Comunicado de 30/8/2008, entendemos que a permissão para certa flexibilidade na proporção dos ativos representativos dos 95% investidos em papéis integrantes do índice de referência pode, de fato, tornar mais eficiente a operação do fundo, se for considerada a eventual existência de ações ilíquidas. Aliás, nesse sentido, as propostas de regulamento apresentadas permitem concluir que tais condições estão adequadamente destacadas naqueles documentos, e também na proposta de *website* analisada.

Também entende esta área técnica que o investimento em ativos não compreendidos no índice de referência, mas com maior liquidez e elevada correlação com os ativos que integram o índice, pode de fato diminuir os custos de transação do fundo, assim como facilitar o acompanhamento do desempenho do índice de referência, o que resultaria em maior eficiência na gestão do fundo.

Não é diferente a conclusão a que se pode chegar sobre o pedido de dispensa das restrições na formação das cestas de integralização e resgate, já que, sob o mesmo fundamento, qual seja, superar os custos adicionais impostos pela eventual existência de ativos ilíquidos no índice, o artigo 18 da Instrução CVM nº 359/02 mereceria certa flexibilização nestes casos.

O fato é que os pedidos de dispensa solicitados às restrições dos artigos 18, 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02 possuem todos a mesma preocupação: a possibilidade de permitir ao fundo a otimização da gestão de sua carteira, em busca de reduções de custos desproporcionais que lhe poderiam ser impostos pela existência de ações ilíquidas na composição do índice de referência, uma realidade ainda comum no caso brasileiro.

Como citado no item 2.1 deste Memo, ressalvamos apenas a proposta da administradora de inclusão, no limite de 95% previsto no artigo 58 da Instrução CVM nº 359/02, de permissão para a aplicação em ações não pertencentes ao índice de referência, considerando (1) o caráter excepcional dessa permissão, que, por essa razão, não deveria alcançar a totalidade do patrimônio do fundo; (2) o fato de que essa permissão já seria concedida no limite de 5% previsto no artigo 59 da Instrução; e, principalmente, (3) a vedação do Colegiado, na decisão do Processo CVM nº RJ-2008-8140, de 30/9/2008, para tamanho pedido, conforme:

*(i) artigo 58: dispensa de observação, tal qual exigido pelo art. 58, da exata proporcionalidade encontrada no índice de referência, para os ativos representativos de 95% do patrimônio líquido do fundo, mantida a proibição de inclusão, nesta parcela, de ativos não incluídos no referido índice.*

...

*O Colegiado deliberou conceder as dispensas pleiteadas, nos termos sugeridos pela área técnica no Memo/SIN/183/08, exceto no que se refere ao item (iv) "b"...*

Por seu lado, observamos ainda que o artigo 21 dos regulamentos propostos pelo requerente não incorporaram menção para que as ações não incluídas no índice de referência, admitidas no percentual de 5% do patrimônio do fundo, devam ser líquidas, como também foi exigido pela referida decisão de Colegiado, nos termos seguintes:

*(ii) artigo 59: permissão para que, na parcela representativa de, no máximo, 5% do patrimônio líquido do fundo, sejam admitidos, além dos ativos previstos no art. 59, ações não incluídas no índice de referência, desde que sejam líquidas, e cotas de outros fundos de índice.*

*O Colegiado deliberou conceder as dispensas pleiteadas, nos termos sugeridos pela área técnica no Memo/SIN/183/08, exceto no que se refere ao item (iv) "b".*

Assim, ao ver da área técnica, discordamos da ausência nos artigos 21 dos regulamentos propostos dessa condição, trazida por aquela decisão, e por essa razão, entendemos que a concessão do registro dos fundos ficaria condicionada à alteração desse dispositivo dos regulamentos propostos.

Também parece razoável e admissível o pleito do requerente para inclusão, nos artigos 43 dos regulamentos dos fundos, de previsão de certo prazo para o reenquadramento do fundo nas hipóteses do artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02.

Isso porque os períodos propostos de 15 ou 30 dias úteis, conforme o caso, ainda mais se considerado o tempo ordinariamente consumido para a convocação e realização de uma assembléia de cotistas, pode ser útil para evitar os custos decorrentes de uma assembléia em casos onde ela pode

tratar de um tema que já tenha perdido a relevância em razão de uma solução ulterior tempestiva adotada pelo gestor dos fundos.

Aliás, nesse contexto, também parece realmente apropriado a esta Superintendência que se tenha proposto um prazo maior, de 30 dias úteis, para o reenquadramento da diferença entre a rentabilidade acumulada do fundo e a rentabilidade do índice em 12 meses (hipótese do artigo 35, III, da Instrução CVM nº 359/02), dada a maior dificuldade, alegada pela administradora e com a qual se concorda, que se pode esperar de um processo de readequação de uma rentabilidade que carrega um histórico acumulado de 12 meses.

Em relação à oferta primária de cotas, relembremos que, nos termos da decisão de Colegiado referente ao Processo CVM nº RJ-2008-8140, de 30/9/2008:

*O Colegiado ressaltou que a distribuição primária de cotas do fundo, apesar de poder configurar-se como oferta pública de valores mobiliários, não requer o registro da CVM, pois o art. 8º da Instrução 359/02, que regula a autorização para funcionamento do fundo, não prevê a necessidade de registro da oferta primária das cotas, ou seja, deixa implícito que tal exigência está dispensada, consoante competência delegada pelo inciso I do §5º do art. 19, da Lei nº 6.385/76*

Ainda vale ressaltar que, segundo o requerente, não haverá, inicialmente, por parte do administrador e do gestor do fundo, qualquer esforço de venda que caracterize, nos termos do disposto no artigo 3º da Instrução 400, uma distribuição pública secundária de cotas sujeita a registro.

Mais uma vez aqui, são prestadas pelo gestor do fundo as mesmas informações que foram apresentadas quando dos pedidos de dispensa no âmbito do Processo CVM nº RJ-2008-8140, de 30/9/2008, no qual ficou decidido que:

*Já no que se refere à aplicação do art. 28 da Instrução 359/02 no caso de uma eventual oferta secundária de cotas para viabilizar sua liquidez no mercado secundário, o Colegiado deliberou dispensar a exigência do registro da oferta por não restar claro, no processo sob a análise da SIN, a previsão de utilização de atos distribuição pública, conforme definidos no art. 3º da Instrução 400/03. Tal decisão também se fundamentou na impossibilidade do cumprimento pelo Requerente, por inaplicáveis à operação submetida, das exigências contidas nos incisos I, II e IV do artigo objeto da dispensa.*

Com relação ao estudo sobre a liquidez incremental dada pelos fundos de índice já existentes para o mercado dos ativos que compõem os índices de referência, é de se reconhecer que, realmente, o histórico desses fundos (cerca de 1 ano) pode ser entendido como muito recente para permitir chegar a uma conclusão definitiva sobre esse impacto.

Sem prejuízo do exposto, ao menos no que se referem às quase 3.500 negociações diárias dos ativos necessárias para criação e destruição de cestas de integralização e resgate de cotas do fundo, é fato que elas permitem concluir por algum incremento na liquidez dos papéis a que se referem.

Também é digna de nota a observação da administradora de que o fundo iShares Small Caps, mesmo sem apresentar as evidências de impacto direto sobre a liquidez dos ativos que compõem o índice - como foi demonstrado para o iShares Ibovespa - podem oferecer hoje uma opção viável e líquida (pois o fundo conta com formador de mercado) aos investidores de varejo de exposição a uma cesta de ativos de liquidez muito baixa, o que de outra forma seria consideravelmente difícil de ser realizado.

Por fim, no tocante ao contrato de licenciamento de índices utilizados pela administradora para garantir o seu uso exclusivo, vemos aí a adoção de uma estratégia comercial que, de toda forma, se de um lado pode comprometer a criação de outros fundos baseados no mesmo índice, de outro, representa realmente uma prática extremamente comum no meio empresarial.

De fato, os custos incorridos pela administradora no lançamento desses produtos são relevantes e diferenciados em relação aos fundos tradicionalmente comercializados no mercado, pois (1) o produto é mesmo recente, o que impõe despesas educacionais vultosas; (2) o mecanismo e a estrutura utilizada pelo fundo é inovadora, o que exigiria mesmo razoáveis dispêndios com sistemas e tecnologia por parte da administradora.

Nesse contexto e estágio de desenvolvimento dos fundos, parece mesmo crível que a presença de um fundo concorrente, lastreado no mesmo índice, possa tornar inviável a consolidação de ambos o mercado.

A constatação dessa condição não impede, de toda forma, que outros participantes do mercado procurem oferecer similar produto baseado em outros índices ainda disponíveis no mercado ou que possam ser constituídos, ou seja, não seria de se dizer que a competição nesse mercado esteja, de toda forma, inviabilizada.

Isso sem contar com o fato de que os fundos de índice, na forma como surgiram no mercado, ainda representam uma alternativa aos fundos tradicionais, como citado naquele próprio Comunicado, ao citar a "*possibilidade de aplicar em um fundo de ações diversificado com custo, em geral, menor que o dos fundos de investimento tradicionais*".

De outro lado, a verdade é que esta área técnica não se sente ainda provida da segurança necessária para concluir que esse mecanismo não vai de encontro ao fundamento do Comunicado ao Mercado da CVM de 30/7/2008, quanto ao "*aumento da competição entre produtos de investimento*" como uma condição para a concessão da dispensa aos requisitos previstos na Instrução CVM nº 359/02.

#### 4. Conclusão

Em razão do exposto, entendemos que o objetivo do presente pedido de dispensa de requisitos é viabilizar uma opção de investimento através de fundos de índice com algumas características diferenciadas em relação aos fundos conhecidos no mercado internacional como "*full replication*", sem deixar de resguardar, no entanto, boa parte do arcabouço regulatório vigente.

Conseqüentemente, esta área técnica entende pertinente a concessão das dispensas requeridas, quase que integralmente nos termos propostos pela requerente, nos seguintes termos:

- Dispensa de observação, tal qual exigido pelo artigo 58 da Instrução 359, da exata proporcionalidade encontrada no índice de referência, para os ativos representativos de 95% do patrimônio líquido do fundo, mantida a proibição de inclusão, nesta parcela, de ativos não incluídos no referido índice.
- Permissão para que na parcela representativa de, no máximo, 5% do patrimônio líquido do fundo sejam admitidos, além dos ativos previstos no artigo 59 da Instrução CVM nº 359/02, ações não incluídas no índice de referência, desde que as mesmas sejam líquidas, e cotas de outros fundos de índice.
- Em relação às dispensas ao art. 18 da Instrução CVM nº 359/02:

- Permissão para que as cestas de integralização e resgate possam, à semelhança do fundo, ser constituídas por ativos que não correspondam integralmente à composição do índice de referência, mantida a obrigatoriedade de 95% destas serem representadas por ativos integrantes do índice;
- Permissão para que o limite máximo das cestas de integralização e resgate que poderão ser constituídos em moeda corrente nacional, previsto no artigo 18, § 9º da Instrução nº 359, seja alterado de 0,2% para 5%, podendo, também, as cestas serem compostas, dentro de tais limites, por investimentos permitidos no regulamento.
- Permissão para que, em situações excepcionais de iliquidez de uma ou mais ações integrantes do índice de referência, essas possam ser substituídas nas cestas de integralização e resgate por moeda corrente nacional no limite máximo de 5% do valor dessas cestas.
- Em relação à solicitada dispensa ao artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02, propomos o seguinte:
  - Concessão, nos termos solicitados, de um período de tolerância, de 15 dias úteis, para reenquadramento do fundo nas hipóteses previstas nos incisos I e II, do referido dispositivo.
  - Concessão, nos termos solicitados, de um período de tolerância, de 30 dias úteis, para reenquadramento do fundo na hipótese prevista nos incisos III, do referido dispositivo.

É também proposta da SIN que se apliquem a este caso os demais termos e condições da decisão de Colegiado referente ao Processo CVM nº RJ-2009-8140, de 30/9/2008, inclusive no que se refere à aplicação do artigo 50 da Instrução CVM Nº 400/03 para aprovação do material publicitário utilizado, o tratamento da oferta primária segundo o artigo 8º da Instrução CVM nº 359/02 e artigo 19, § 5º, I, da Lei nº 6.385/76, e a descaracterização da existência de oferta pública secundária de cotas sujeita a registro neste caso.

Por fim, esta área técnica sugere, considerando a recorrência do pedido de dispensa e a razoabilidade de seus fundamentos, e caso entenda o Colegiado como oportuno e conveniente, que seja avaliada a possibilidade de incorporação, na Instrução CVM nº 359/02, dos requisitos objeto do presente pedido de dispensa, ou, alternativamente, a edição de deliberação com delegação de competência à SIN para que, quando cumpridas as condições descritas neste memorando, conceda as dispensas de requisitos solicitadas.

Sem prejuízo do exposto, sugerimos o encaminhamento do presente processo ao Colegiado desta CVM, para a apreciação dos supracitados pedidos de dispensa de requisitos previstos na Instrução 359/02.

Atenciosamente,

Daniel Walter Maeda Bernardo

Gerente de Registros e Autorizações

Ao SGE, de acordo, com proposta de que seja pautada a questão na próxima reunião do Colegiado sob relatoria desta SIN/GIR.

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais