

Para: SGE MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 4/11

De: SIN Data: 17 / 1 / 2011

Assunto: Pedido de registro de funcionamento e distribuição pública de cotas de fundo de índice, e dispensa a requisitos da Instrução CVM nº 359/02 - Processo CVM nº RJ-2010-15412

Senhor Superintendente Geral,

Trata este processo de pedido de registro de funcionamento e de distribuição pública de cotas do fundo " *It Now IFNC Fundo de Índice*", administrados pelo Banco Itaúcard S.A.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 a 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.

Da mesma forma, em 10 de setembro de 2009 o Citibank veio apresentar novo pedido nos mesmos termos, agora referente aos fundos iShares IBR-X Índice Brasil Fundo de Índice, iShares Índice BM&Fbovespa de Consumo Fundo de Índice e iShares Índice BM&Fbovespa Imobiliário Fundo de Índice, que também foi aprovado pelo Colegiado em reunião de 1º/12/2009.

Em 15 de outubro de 2010, o Banco Itaúcard veio apresentar pedido de registro para funcionamento e distribuição pública de cotas do IT Now IFNC Fundo de Índice, com pedido de dispensa de atendimento a requisitos previstos nos artigos 18, 35, 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02.

Como o pedido inicial não contou com toda a documentação necessária para análise (no caso, endereço na Internet com as informações previstas no artigo 39 da Instrução CVM nº 359/02), em 1º de novembro de 2010 foi enviado o Ofício CVM/SIN/GIR/nº 3.403/10, que foi respondido pela instituição em 25/11/2010.

## 2. Pedidos de Dispensa e Argumentos 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.

Desta forma, sugere dispor sobre a questão na forma do proposto artigo 8.2 do regulamento do fundo, conforme:

*8.2. 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 previstos no presente Regulamento.*

Para fundamentar o pleito, o requerente considera que " *para entrega da performance aderente ao índice, o gestor de carteira pode adotar outros modelos, que não o de replicar, na proporção exata, o Índice*". Adicionalmente, alega que " *estes outros instrumentos, como por exemplo, uma maior concentração em ativos mais líquidos que possuam maior correlação com o índice de referência, já são utilizados hoje na indústria de fundos de investimento e contribuem para um processo de gestão mais eficiente*" (fazendo referência, ao que tudo indica, aos fundos de índice registrados na CVM que já contam com essa dispensa).

### 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 com os mesmos fundamentos expostos no 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 de ações não integrantes do índice naquele limite de 5%, desde que ações admitidas à negociação na BM&FBovespa ou cotas de outros fundos de índice.

O artigo 8.3 do regulamento do Fundo, somado à definição de " *Investimentos Permitidos*" naquele documento, refletiria tal pedido de dispensa, nos seguintes termos:

*8.3 Nos restantes 5% (cinco por cento) de seu patrimônio líquido, o Fundo poderá deter ações e outros ativos não incluídos no índice, desde que estes constituam investimentos permitidos.*

...

*Investimentos Permitidos: São os seguintes instrumentos financeiros e valores mobiliários, nos quais o Fundo poderá investir 5% (cinco por cento) de seu Patrimônio Líquido: (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, referenciada ou curto prazo; (iv) operações compromissadas, lastreadas 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 do fundo, observadas a legislação e regulamentação aplicáveis; e (vi) ações, não incluídas no Índice, desde que admitidas à negociação na BM&FBOVESPA e (vii) cotas de outros fundos de índice.*

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) otimiza o processo de gestão e beneficia aos investidores do fundo, à medida que reduz seus custos de transação.

### 2.3 . Artigo 18, *caput*, e § 9º, da Instrução CVM nº 359/02

O artigo 18, *caput*, 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 (dispensa ao artigo 18), ou mesmo por parcela maior em moeda corrente nacional (dispensa ao artigo 18, § 9º).

A concessão dessa dispensa permitiria, no caso, que em situações excepcionais de baixa liquidez de uma ou mais ações previstas no índice, sejam utilizados outros ativos, componentes ou não da cesta, ou mesmo moeda corrente nacional para as cestas de integralização e resgate, o que se veria enunciado nos artigos 15.3 e 15.5 da minuta de regulamento encaminhada, conforme:

*15.3. A composição da Cesta, seja para fins de uma Ordem de Integralização ou de uma Ordem de Resgate, obedecerá às seguintes regras:*

*(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 e/ou Valores em Dinheiro.*

*[...]*

*15.5 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, o Gestor, 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, solicita 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 no artigo 35 a convocação de assembléia 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 total transparência conferida por este produto já sujeita o administrador e/ou gestor a questionamentos em caso de descumprimento do mandato conferido, os quais podem inclusive ser efetuados através da própria página do fundo na rede mundial de computadores".

Ainda nesse sentido, acrescenta que:

*Considerando a possibilidade de fiscalização dos investidores conferida pela transparência na divulgação e também pelas ferramentas de acesso ao administrador e/ou gestor do fundo, a convocação de assembléia para fins de divulgação de um evento de erro de aderência e/ou deslocamento de rentabilidade, torna-se de certa forma redundante e, sob nossa ótica, não produziria esforços para enquadramento das posições no menor tempo possível.*

Essas propostas seriam expostas no artigo 19.6 da minuta de regulamento encaminhada, nos seguintes termos:

*19.6. A assembléia geral de Cotistas também deverá ser convocada pelo Administrador 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.*

Como se percebe do texto proposto para o regulamento, o administrador sugere 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, levando assim em conta a possibilidade da concessão de prazos determinados para a correção de eventuais distorções.

## 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. Depois de aprovado 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 pretende ainda contatar potenciais investidores em reuniões educativas a respeito dos fundos de índice de modo geral, e que seriam *"dirigidas exclusivamente a investidores qualificados"*.

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"*.

Em conclusão, informa o Requerente que não haverá, no lançamento dos fundos, oferta pública secundária de cotas, além de reconhecer que qualquer eventual oferta pública secundária futura de cotas deverá ter seu registro previamente solicitado à CVM.

O administrador ainda informa que os contratos do Requerente com os denominados 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 desses materiais à CVM.

Por fim, o administrador consigna seu entendimento de que *"O art. 8º da Instrução CVM nº 359, que regula a autorização para funcionamento de fundos de índice, não prevê a necessidade de registro da oferta primária de cotas"*. Também nessa linha, alega que tal dispositivo *"deixa implícita a dispensa de registro da distribuição primária das cotas de fundos de índice"*, razão pela qual apresenta consulta para que a CVM confirme se está correto seu entendimento.

## 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.

Igual é a conclusão da área técnica 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, e seu § 9º, da Instrução CVM nº 359/02, mereceriam certa flexibilização.

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, o que é uma realidade ainda comum no país para diversos ativos.

Por seu lado, observamos ainda que o artigo 8.3 do regulamento proposto pelo requerente não incorporara 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 no artigo 8.3 do regulamento proposto dessa condição, e por essa razão, entendemos que a concessão do registro dos fundos deve ficar condicionada à alteração desse dispositivo no regulamento proposto.

Também parece razoável e admissível o pleito do requerente para inclusão, no artigo 19.6 do regulamento do fundo, de previsão de certo prazo para o reenquadramento do fundo nas hipóteses do artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02.

Isso porque, se considerado o tempo ordinariamente consumido para a convocação e realização de uma assembléia de cotistas, podem ser úteis os períodos propostos de 15 ou 30 dias para correções de distorções, de forma a evitar os custos decorrentes dessas assembleias em casos onde elas podem tratar de um tema que já tenha perdido a relevância em razão da implementação eficaz de alguma solução tempestiva por parte do gestor.

Ainda nesse contexto, também parece apropriado a esta Superintendência que se tenha proposto um prazo maior (qual seja, 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*

Assim, entende a SIN que é correto o entendimento do administrador, trazido em consulta à CVM no âmbito do pedido de registro, de que " o art. 8º da Instrução CVM nº 359 deixa implícita a dispensa de registro da distribuição primária das cotas de fundos de índice".

Ainda vale ressaltar que, segundo o requerente, não haverá, inicialmente, por parte do administrador ou do gestor do fundo, qualquer esforço de venda que pudesse ser caracterizado, nos termos do disposto no artigo 3º da Instrução 400, como 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, onde 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.*

Assim, também no que se refere à caracterização da distribuição pública secundária de cotas, por permanecerem neste caso as mesmas características analisadas nos demais precedentes do Colegiado (Processos CVM nº RJ-2008-8140, RJ-2009-10070, RJ-2009-10071 e RJ-2009-10072), entende a área técnica que, também aqui, "não restar clara... a previsão de utilização de atos distribuição pública, conforme definidos no art. 3º da Instrução 400/03".

#### 4. Conclusão

Em razão do exposto, entendemos que o objetivo do presente pedido de dispensa de requisitos é a de viabilizar 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, pelos "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 no inciso 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.

Em razão do exposto, sugerimos o encaminhamento do presente processo ao Colegiado, para a apreciação dos menacionados pedidos de dispensa de requisitos previstos na Instrução 359/02, com proposta de relatoria por esta SIN/GIR.

Atenciosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais