

Para: SIN MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 23/12

De: GIR Data: 9 / 2 / 2012

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.: Processo CVM nº RJ-2011-11846

Senhor Superintendente,

Trata este processo de pedido de registro de funcionamento e de distribuição pública de cotas do fundo iShares Índice Utilidade Pública (UTIL) BM&FBovespa Fundo de Índice, administrado 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, 35, 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 três fundos de índice (iShares Ibovespa, iShares BM&FBovespa Small Cap e iShares BM&FBovespa Mid Large Cap), o que foi aprovado pelo Colegiado em 30/9/2008.

Assim e sucessivamente, outros pedidos de igual teor foram apreciados e aprovados pelo Colegiado em 1º/12/2009 (Processos CVM nº RJ-2009-10070, RJ-2009-10071 e RJ-2009-10072), 1º/2/2011 (Processo CVM nº RJ-2010-15412), 6/9/2011 (Processos CVM nº RJ-2011-6214 e RJ-2011-6215) e 22/11/2011 (Processos CVM nº RJ-2011-10146 e RJ-2011-10152), de forma que hoje já estão registrados na CVM um total de 12 fundos de índice.

Assim, vem a Citibank DTVM apresentar pedido de registro de funcionamento para o novo fundo iShares Índice Utilidade Pública (UTIL) BM&FBovespa Fundo de Índice, acompanhado de pedidos 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, foi enviado o Ofício CVM/SIN/GIR/nº 3.649, de 9 de dezembro de 2011, que foi respondido pela instituição em 9/1/2012.

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 do regulamento do fundo, 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 regulamento do fundo.

2.2. Artigo 59 da Instrução CVM nº 359/02

O artigo 59 da Instrução nº 359 determina que os restantes 5% do patrimônio do fundo de índice deve ser investido 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.

É o artigo 22 do regulamento proposto, somado à definição de " Investimentos Permitidos" naquele documento, que reflete 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, 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, observadas a legislação e regulamentação aplicáveis; e (vi) ações

líquidas, 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 (os "Investimentos Permitidos").

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 no artigo 43 do regulamento encaminhado:

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 a proposta de regulamento apresentada, 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 do fundo, 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 do fundo, 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 3.649/2011 (fls. 72/73), as informações que constarão no *website* dos fundos, nos termos do disposto no artigo 39 da Instrução CVM nº 359/02.

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, a proposta de regulamento apresentada permite concluir que tais condições estão adequadamente destacadas naquele documento, assim como 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 em sua gestão.

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, o que é uma realidade ainda comum no mercado brasileiro para muitos ativos.

Também parece razoável e admissível o pleito do requerente para inclusão, nos artigos 43 do regulamento do fundo, de previsão de certo prazo para o reenquadramento 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, relembramos 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 apresentadas quando dos pedidos de dispensa dos Processos CVM nº RJ-2008-8140, RJ-2009-10070, RJ-2009-10071 e RJ-2009-10072, todos de 30/9/2008, onde sempre 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, entende a área técnica que nestes casos "não resta 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 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, a maior parte do arcabouço regulatório vigente.

Vale ressaltar também que os pedidos de dispensa, assim como os fatos e circunstâncias que os justificam são idênticos aos vistos nos precedentes favoráveis do Colegiado para os demais fundos de índice já registrados na CVM.

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

- Dispensa da observância, 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 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:
- 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 interpretação da SIN que devam se aplicar a este caso os demais termos e condições das decisões de Colegiado nos já citados precedentes, inclusive no que se refere à aplicação do artigo 50 da Instrução CVM Nº 400/03 para a aprovação do material publicitário utilizado, o tratamento da oferta primária conforme 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.

Em razão do exposto, sugerimos o encaminhamento deste processo ao Colegiado, para a apreciação dos mencionados pedidos de dispensa de requisitos previstos na Instrução 359/02, com proposta de que sua relatoria seja conduzida pela SIN/GIR.

Atenciosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais