

Para: SIN MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 56/12

De: GIR Data: 23 / 3 / 2012

Assunto: Registro de funcionamento e distribuição pública de cotas de fundo de índice, e dispensa a requisitos das Instruções CVM nº 359/02 e 409/04 - Processo CVM nº RJ-2012-2223

Senhor Superintendente,

Trata este processo de pedido de registro de funcionamento e de distribuição pública de cotas do fundo iShares Índice Carbono Eficiente (ICO2) Brasil 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, assim como de dispositivos da Instrução CVM nº 409/04, nos termos relatados a seguir.

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, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2008-8140, e também, o registro de funcionamento de 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), 22/11/2011 (Processos CVM nº RJ-2011-10146 e RJ-2011-10152), e 31/1/2012 (RJ-2011-11846), de forma que hoje já possuem registro na CVM um total de 13 fundos de índice.

Assim, vem a Citibank DTVM apresentar pedido de registro de funcionamento para o novo fundo iShares Índice Carbono Eficiente (ICO2) Brasil 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, assim como alguns pedidos de dispensa à Instrução CVM nº 409/04.

Como o pedido inicial não contou com toda a documentação necessária para análise, foi enviado o Ofício CVM/SIN/GIR/nº 831, de 2 de março de 2012, que foi respondido pela instituição em 5/3/2012.

2. Da estrutura Pretendida e dos Pedidos de Dispensa

2.1 A Oferta Pública

O fundo, aberto e com prazo de duração indeterminado, será destinado a investidores institucionais e de varejo em geral com o objetivo de buscar retornos que correspondam às variações e rentabilidade, antes de taxas e despesas, do Índice Carbono Eficiente ("ICO2" ou "Índice"), que foi desenvolvido pela BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e pelo BNDES.

Esse índice é composto pelas ações das companhias participantes do Índice Brasil 50 ("IBrX-50") que aceitaram participar dessa iniciativa, com a adoção de práticas transparentes com relação às suas emissões de Gases de Efeito Estufa ("GEE") e leva em consideração, para a ponderação das ações das empresas que integram a carteira teórica do Índice ("Ações do Índice"), o grau de eficiência de emissões de GEE, além do *free float* (total de ações em circulação) de cada uma delas.

A intenção do administrador do fundo é realizar distribuição pública primária e secundária das cotas do fundo na forma da Instrução CVM nº 400/03. A primeira emissão compreenderá a quantidade de quotas correspondente ao montante total da oferta dividido pelo Preço de Distribuição (conforme determinado no Procedimento de Bookbuilding), a ser informado no Aviso ao Mercado, perfazendo o montante total inicial previsto de R\$ 1.500.000.000,00 (um bilhão e quinhentos milhões de reais).

A oferta será estruturada a investidores institucionais e também ao varejo. Para esse segundo segmento, os investidores poderão adquirir quotas diretamente (entre R\$ 1 mil e R\$ 300 mil), ou também indiretamente, através da aplicação em fundos de investimento em cotas regulados pela Instrução CVM nº 409/04 (no caso, entre R\$ 300 e R\$ 25 mil) e constituídos pelas instituições participantes especialmente para aplicação nas cotas objeto de oferta pública.

Ainda para o segmento de varejo, tanto no investimento direto quanto no indireto, será oferecida a denominada " *Opção de Venda*", que consiste em mecanismo a ser oferecido pela BNDESPAR de recompra das quotas objeto de oferta, pelo valor original aplicado no âmbito da Oferta Pública e sem acréscimo de correção monetária e juros, descontado ainda de todos os tributos e encargos aplicáveis.

Maiores detalhes sobre as condições da oferta podem ser verificados no pedido inicial às fls. 1/27. Vale registrar também que a oferta atualmente está em análise pela Superintendência de Registro (SRE) no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-2072.

A seguir, descreveremos os pedidos de dispensa efetuados pelo administrador em dois capítulos distintos: o primeiro (item 2.2), com os pedidos de dispensa que identificamos como idênticos àqueles tratados nos precedentes do Colegiado da CVM citados no item 1 deste Memo; e o segundo (item 2.3), com os pedidos de dispensa específicos para este caso, e que decorrem das particularidades da operação pretendida.

2.2 Pedidos de Dispensa Idênticos a Outros Precedentes da CVM

2.2.1 Artigo 58

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 do regulamento do fundo.

2.2.2. Artigo 59

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.

2.2.3. Artigo 18

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*").

2.2.4. Artigo 35

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 assembléia 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.

2.3 Pedidos de Dispensa Específicos

Com o objetivo de realizar a Oferta Pública, o administrador informa ainda que seria necessária a formação de uma carteira teórica do Índice de valor aproximado a R\$ 1,5 bilhão, e transferi-la para o Fundo ICO2, de forma que na Data do Anúncio de Início essa carteira seja aquela mantida pelo fundo ICO2 objeto da oferta.

Hoje, a BNDESPAR não é ainda titular da totalidade das ações do índice que representam essa carteira, mas de apenas cerca de 75% delas (segundo informado em reunião realizada com a SIN e a SRE em 12/3/2012). Assim, para a formação carteira completa, seria necessária a aquisição, no mercado, dessas ações restantes que compõe o índice.

Assim, os coordenadores e a BNDESPAR vêm propor o que denominam de "Mecanismo Especial" para possibilitar uma formação gradual dessa carteira integral.

Ele consistiria na constituição de um fundo de ações (chamado "Fundo Carbono"), regulado pela Instrução CVM nº 409/04 e com equivalente política de investimento do Fundo ICO2, que em uma primeira fase, se destinaria a adquirir no mercado, de forma gradual até o anúncio de início da oferta, as ações correspondentes à parcela ainda não detida pela BNDESPAR, o que seria garantido por meio de aportes de recursos da própria BNDESPAR no fundo com o objetivo de viabilizar tais aquisições.

Em um segundo momento, esse fundo regulado pela Instrução CVM nº 409/04 receberia então os recursos dos investidores, institucionais e de varejo, que aderissem à Oferta Primária.

Por fim, com os citados recursos recebidos dos esforços da oferta pública, o fundo adquiriria da BNDESPAR a carteira parcial faltante (ou seja, o correspondente aos 75% da carteira teórica que na verdade a instituição já possui), por meio de operação privada de compra e venda dessas ações, completando assim a carteira teórica do Fundo Carbono.

Ao final desse processo, o Fundo Carbono seria automaticamente incorporado ao Fundo ICO2, com a transferência integral da carteira para o fundo incorporador. Assim, a BNDESPAR e os investidores aderentes teriam direito a receber, para cada quota originalmente detida no Fundo Carbono, uma respectiva quota do fundo ICO2; e como consequência final os investidores receberão as quotas objeto das Ofertas Primária e Secundária. A evolução do processo pode ser vista do descritivo a seguir:

O administrador

defende a necessidade de constituição do Fundo Carbono com os seguintes argumentos:

1. Um fundo de investimento regulado pela Instrução CVM nº 409/04 seria um veículo necessário para a montagem da restante (25%) da carteira teórica ainda não detida pela BNDESPAR, pois algumas das ações faltantes estão sujeitas a restrições de investimento direto quando da aprovação da operação pela Diretoria do BNDES;
2. O uso desse veículo permitiria também a adesão dos investidores à oferta com a entrega de recursos em moeda corrente nacional, já que, nos termos do artigo 18 da Instrução CVM 359, a integralização das quotas apenas pode ser realizada por meio da entrega, ao fundo, de ações do índice e de investimentos permitidos; e
3. Tal estrutura viabilizaria, também, a montagem integral da carteira no próprio Fundo Carbono, o que evitaria o risco de *tracking errors* no momento da liquidação da oferta.

Assim, argumentam que a compra da carteira parcial (75% detidos pela BNDESPAR) pelo Fundo Carbono deve ser realizada sem qualquer interferência de mercado, ou seja, por meio de uma operação privada com a BNDESPAR, que tome como critério (i) o valor de mercado de fechamento das ações do índice integrantes dessa carteira parcial no dia útil imediatamente anterior à data de publicação do anúncio de início e (ii) o resultado do Procedimento de Bookbuilding, solicitando, assim, a autorização prevista no artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04, que dispõe:

Art. 64. É vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo:

...

VI – realizar operações com ações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

Ressaltam, nesse sentido, que os documentos da oferta foram preparados de forma a permitir a aplicação desse mecanismo sem custos e sem

complexidades operacionais para os investidores, já que (1) o aviso ao mercado explicaria toda a estrutura de forma transparente, completa e precisa aos investidores envolvidos; e, (2) ao aderir à oferta os investidores também irão aderir ao regulamento do Fundo Carbono, assim como concordar com o uso do Mecanismo Especial, com a entrega de recursos para o Fundo Carbono, com a incorporação do Fundo Carbono pelo Fundo ICO2 e a operação privada; o que, por consequência, garantirá a anuência de 100% dos cotistas à operação e seus termos.

Por outro lado, a instituição ainda vem requerer que, " *nos termos do disposto nas atas de reunião do Colegiado desta D. CVM n.º 38/08, n.º 46/09 e do artigo 19, parágrafo 5º, I, da Lei n.º 6.385*", a CVM também dispense a " *elaboração e apresentação de prospecto do Fundo após a conclusão da Oferta Pública*".

Para tanto, argumentam que, uma vez concluída a Oferta Pública, (a) as informações relevantes aos investidores do Fundo constarão da página do Fundo na rede mundial de computadores; e (b) a distribuição de Quotas seria então realizada exclusivamente por meio dos Agentes Autorizados, nos termos dos respectivos Contratos de Agente Autorizado que venham a ser celebrados pela administradora do fundo ICO2.

Ainda, em decorrência de todo o processo de oferta pública descrito, a Citibank DTVM vem solicitar também que " *a primeira emissão de Quotas do Fundo ICO2 seja quotizada com base no valor do patrimônio líquido do Fundo ICO2 na data de realização do Procedimento de Bookbuilding*", considerando o resultado desse procedimento", ou, em outras palavras, que " *apenas na primeira emissão de Quotas do Fundo ICO2... o valor de emissão das Quotas seja equivalente ao Preço de Distribuição*".

Nesse ponto, alegam que:

Na estrutura da Oferta, o valor de emissão das Quotas do Fundo ICO2, decorrente da operação de incorporação do Fundo Carbono pelo Fundo ICO2 (para cada quota emitida pelo Fundo Carbono será emitida e entregue, no âmbito da Oferta, uma Quota do Fundo ICO2) deve ser equivalente ao Preço de Distribuição, que será definido após o Procedimento de Bookbuilding, antes da data da liquidação financeira da Oferta (que ocorrerá apenas 3 dias úteis após a publicação do anúncio de início da Oferta). Ou seja, seria impossível ao Administrador estabelecer o valor de emissão das Quotas objeto da Oferta com base no valor do patrimônio líquido do Fundo na data do ingresso de recursos no Fundo (a data da liquidação financeira da Oferta). Assim, tal cálculo, apenas para a primeira emissão de Quotas do Fundo, precisa considerar o valor do patrimônio líquido do Fundo no fechamento do dia em que se concluir o Procedimento de Bookbuilding.

Assim, em razão do exposto a administradora vem solicitar a dispensa de atendimento à exigência do artigo 16 da Instrução CVM nº 359/02, que, como sabido, dispõe que " *o valor patrimonial da cota é o resultante da divisão do valor do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas existentes no encerramento do dia*".

2.4. Características da Distribuição de Cotas Após o Fim da Distribuição Pública

Com relação à questão, o requerente afirma que, depois do fim da oferta pública que se pretende registrar na CVM, a oferta de cotas respeitará os mesmos termos dos demais precedentes tratados na CVM, o que significa dizer a ausência de esforços de venda diretamente ao mercado de varejo.

Assim, 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.

Em consequência, em linha com as condições descritas para os demais fundos já registrados na CVM, qualquer eventual oferta pública secundária futura de cotas – se ocorrer – deverá ter seu registro previamente solicitado à CVM, na forma da regulamentação aplicável.

Ainda segundo os demais precedentes da CVM, inferimos 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, nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

Por fim, registramos que foram adequadamente 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

Da mesma forma como conduzido nas explanações sobre a estrutura do produto, da oferta e dos pedidos de dispensa, aqui também a área técnica fará suas considerações em dois capítulos distintos, com o primeiro destinado a tratar dos pedidos de dispensa idênticos àqueles vistos nos demais precedentes da CVM, e o segundo, que tratará dos pedidos específicos aplicáveis a este caso.

3.1. Pedidos de Dispensa Idênticos a Outros Precedentes da CVM

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 diversos ativos.

Também parece razoável e admissível o pleito do requerente para inclusão, no 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 assembleia de cotistas, pode ser útil para evitar os custos decorrentes de um conclave em casos onde se pode tratar de um tema que já tenha perdido a relevância em razão de uma solução ulterior tempestiva adotada pelo gestor do fundo.

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.

Ainda vale ressaltar que, segundo o requerente, após o encerramento da oferta que já é objeto de pedido de registro na CVM, não haverá mais qualquer esforço de venda que possa se caracterizar, nos termos do disposto no artigo 3º da Instrução 400, uma distribuição pública secundária de cotas sujeita a registro, uma vez que se comprometeu a observar "*as mesmas condições que têm sido informadas nos precedentes referentes aos demais fundos de índice administrados pelo administrador*".

Assim, consta compromisso de que será dado o mesmo tratamento a este caso àquele concedido nos demais precedentes da CVM (por exemplo, Processos CVM nº RJ-2008-8140, RJ-2009-10070, RJ-2009-10071 e RJ-2009-10072), 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 aqui as mesmas condições 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*".

3.2. Pedidos de Dispensa Específicos

Com relação ao pedido de dispensa de atendimento à vedação prevista no artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04, entendemos que para a operação descrita se justifica a concessão da autorização solicitada.

De um lado, o tamanho da oferta, que envolve cerca de R\$ 1,5 bilhão de reais, e especialmente da operação privada em si (representada por cerca de 75% desse valor, ou aproximadamente R\$ 1,13 bilhão) indica que levar a operação a mercado implicaria impactos relevantes sobre o preço e a volatilidade das ações envolvidas, particularmente as de menor liquidez, em prejuízo de todos os investidores envolvidos (pois importaria um indesejável *spread* na constituição da cesta) e do mercado como um todo.

Vale lembrar também que o pedido do requerente guarda certa semelhança com autorizações similares já concedidas pelo Colegiado em casos passados, como, por exemplo, nos Processos CVM nº RJ2001/9877, RJ2006/2036 e RJ2007/13956, onde um dos fundamentos para a concessão da autorização para aquelas negociações privadas era justamente a existência de "*um volume de recursos que justifica a adoção da conferência de ativos [negociação privada], para que não cause prejuízos aos investidores envolvidos*".

Por outro lado, observamos que as restrições de investimento direto a que se sujeita a BNDESPAR para a aquisição das ações restantes do índice torna relevante a constituição de um fundo regulado pela Instrução CVM nº 409/04 para viabilizar a operação pretendida.

Nesse sentido, vale mencionar que a utilização do Fundo Carbono para a aquisição gradual da cesta, o invés, por exemplo, de um fundo de índice regulado pela Instrução CVM nº 359/02 desde o princípio, permitiria evitar um histórico inicial de performance muito descolado do índice perseguido (já que o fundo contaria nesse momento com apenas uma pequena parcela das ações que representam o índice), o que geraria altos *tracking errors* a um tipo de fundo onde essa variável é considerada como a mais importante para medir sua eficiência.

Além disso, de fato a utilização de um fundo regulado pela Instrução CVM nº 409/04 permite na operação que os investidores integram seus recursos em moeda corrente nacional (artigo 14, Parágrafo único, daquela norma). De outro lado, em um fundo de índice, a integralização apenas poderia ocorrer com a entrega de ações integrantes da cesta, nos termos do já mencionado artigo 18 da Instrução CVM nº 359/02, o que de certo inviabilizaria essa oferta a investidores de menor porte.

Adicionalmente, embora em teoria fosse possível que toda a operação ocorresse já no âmbito do ETF ICO2, com a solicitação e aprovação pelo Colegiado da CVM das dispensas equivalentes, vale dizer que o rito de criação de um ETF, nos termos previstos pela ICVM 359, envolve criação de website, revisão de todos os requisitos normativos pela CVM (não há registro automático previsto), além da usual submissão dos tradicionais pedidos de dispensa ao Colegiado.

Deste modo, em nossa opinião, para além do problema com os *tracking errors* mencionado anteriormente, esse rito mais longo e arcabouço regulatório significativamente mais rígido, quando comparado ao da ICVM 409 no que tange à criação de fundos de investimento, em muito dificultaria a utilização do próprio ETF para aquisição, previamente ao início da Oferta, dos 25% faltantes da carteira de ações que hoje possui o BNDESPAR.

Em conclusão, por todas as razões expostas, a SIN não vê óbices para que se faça uso de um fundo de investimento regulado pela Instrução CVM nº 409/04, e que se conceda a autorização prevista no artigo 64, VI, daquela norma, para viabilizar a operação apresentada.

Por outro lado, esta área técnica também não tem nada a opor quanto ao pedido de dispensa de manutenção de prospecto depois do encerramento da oferta pública que é objeto de pedido de registro na CVM.

Como se pode verificar da Instrução CVM nº 359/02, é necessário notar que nessa norma sequer há previsão de exigência desse documento para os fundos de índice, que de certa forma parece ter sido substituído pelo site do fundo, mantido pelo administrador, nos termos de seu artigo 39, abaixo transcrito:

Art. 39. O administrador deve manter endereço do fundo na rede mundial de computadores, em língua portuguesa, que deve conter informações sobre os seguintes tópicos, assim como quaisquer outras informações consideradas relevantes:

I - política de investimento, público alvo, metas e objetivos de gestão do fundo;

II - principais direitos e responsabilidades dos cotistas e do administrador;

III - apresentação do administrador, seu telefone de contato e sua experiência;

IV – seção que permita que o cotista cadastre o seu endereço de correspondência eletrônico para receber informações sobre o fundo, bem como disponibilização de um endereço de correspondência eletrônico do fundo que permita a comunicação entre o administrador e os cotistas;

V - íntegra dos contratos estabelecidos entre o fundo e terceiros na forma do art. 11 e, se for o caso, na do § 6º do art. 58, cuja existência deve ser destacada na página inicial do portal do fundo na rede mundial de computadores;

VI - identificação das sociedades corretoras autorizadas a operar para o fundo, bem como as taxas de corretagem mínima, máxima e média cobradas ao fundo;

VII - especificação, em destaque e de forma clara, das taxas e demais despesas do fundo;

VIII - o telefone de contato e o endereço de correspondência eletrônico da CVM;

IX - condições atualizadas e detalhadas de integralização e resgate de cotas, compreendendo limites mínimos e máximos de investimento ou desinvestimento, bem como valores mínimos para permanência no fundo;

X - de forma destacada, as condições para realização do empréstimo de ações de que trata o art. 12, incluindo informações sobre prazos e custos;

XI - política de distribuição de resultados, compreendendo os prazos e condições de pagamento;

XII - riscos envolvidos;

XIII - se aplicável, especificação sobre pagamentos de remuneração à instituição proprietária do índice, conforme o § 3º do art. 11, incluindo cópia integral do contrato;

XIV - tributação aplicável ao fundo e a seus cotistas;

XV - composição da carteira do fundo, diariamente atualizada;

XVI - metodologia de cálculo do índice subjacente, critérios de seleção e exclusão dos ativos que o compõem, bem como sua composição atualizada;

XVII - uma seção contendo a íntegra desta Instrução, do regulamento do fundo e de outras normas legais pertinentes;

XVIII - atualização diária da quantidade de ações objeto de operações de empréstimo, segregando-se as informações relativas aos arts. 12 e 60, bem como o percentual do valor das ações em empréstimo expresso em relação ao patrimônio líquido do fundo;

XIX - demonstrativo contendo a relação não identificada dos cotistas que detenham mais de 5% (cinco por cento) das cotas do fundo, bem como o respectivo percentual devido por cada um, devendo esse quadro ter atualização mensal, com base na posição do último dia útil de cada mês;

XX - percentual devido em conjunto, refletindo-se a posição no último dia útil de cada mês, por:

- a. investidores institucionais domésticos;
- b. pessoas físicas residentes ou domiciliadas no País;
- c. instituições financeiras constituídas no País;
- d. pessoas jurídicas não financeiras constituídas no País; e
- e. investidores estrangeiros.

XXI - lista das operações de integralização e resgate de cotas realizadas nos últimos 30 (trinta) dias que, individualmente, hajam ultrapassado 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, ou que tenham sido realizadas na forma dos §§ 2º ou 3º do art. 18;

XXII - informações sobre distribuições secundárias em curso;

XXIII - relação dos formadores de mercado autorizados a operar com as cotas do fundo;

XXIV - uma seção específica para dados estatísticos, acessível a partir da página inicial do portal do fundo na rede mundial de computadores, que deve conter, no mínimo:

a) tabela comparativa da evolução diária do valor patrimonial da cota, dos valores médio e de fechamento de negociação no mercado secundário, do patrimônio líquido do fundo, bem como do valor em pontos do índice subjacente desde a data de início de funcionamento do fundo até a data da última cota disponível, acompanhada de colunas contendo o valor percentual do ágio ou deságio com que o fundo foi negociado com relação ao valor médio do índice subjacente e ao valor teórico de sua carteira;

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

c) tabela contendo a rentabilidade mensal do fundo comparado ao índice subjacente, contendo pelo menos os últimos 24 (vinte e quatro) meses;

d) gráfico da evolução da rentabilidade acumulada do fundo comparado ao índice subjacente, desde a admissão para negociação em bolsa ou mercado de balcão organizado até a última cota disponível; e

e) as informações relativas aos incisos I, II e III do caput do art. 35, indicando-se junto a essa informação a

Como se vê, é de fato o site do fundo que se encarrega de divulgar e manter todos os investidores do fundo atualizados acerca das principais e mais relevantes características e informações periódicas do fundo, inclusive no que se refere aos fatores de risco envolvidos (inciso XII), substituindo em medida adequada esse papel do prospecto.

Em conclusão, considerando que a existência do prospecto na operação pretendida na verdade decorre de exigências da própria Instrução CVM nº 400/03, aplicáveis a um processo de oferta pública que vem sendo objeto de análise específica na SRE e cujos objetivos se encerram com o igual encerramento da oferta, entendemos que não há necessidade prevista na regulação para a manutenção de tamanho documento, e por consequência, de concessão de dispensa por parte da CVM.

Como último ponto, ainda há que se avaliar o pedido de dispensa para que a " *primeira emissão de quota do fundo ICO2 seja quotizada com base no... procedimento de Bookbuilding...*", ou em outras palavras, que apenas nessa primeira emissão o valor de emissão das quotas do ICO2 seja equivalente ao Preço de Distribuição, em dispensa à exigência do artigo 16 da Instrução CVM nº 359/02, no qual se prevê que " *o valor patrimonial da cota é o resultante da divisão do valor do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas*".

Nesse ponto, questionamos (fls. 92/93) a necessidade de se adotar o Preço de Distribuição nessa oferta, considerando, em particular, que no caso a determinação do valor justo de quota^[1] não parece envolver a mesma complexidade que se espera, por exemplo, para uma ação de emissão de companhia aberta ofertada nas mesmas condições.

Em resposta datada de 23/3/2012 (fls. 92/93), o administrador informa por seus advogados que " *a oferta pública... foi estruturada considerando a realização do procedimento de bookbuilding para definição do preço de distribuição*" para a obtenção, nos pedidos de reserva feitos por investidores institucionais, do " *desconto mínimo que desejam ser aplicado ao valor de mercado das quotas* ".

Dessa forma, com o procedimento, seria possível ao BNDESPAR determinar " *o desconto efetivo que todos os investidores da oferta pública obterão* ", diferença essa que seria suportada, naturalmente, pelo próprio ofertante.

Assim, não vemos impeditivos para que se adote o preço de distribuição como referência, já que, se de um lado há uma regra geral para o cálculo do valor patrimonial da quota em fundos de índice, conforme estabelecido pelo artigo 16 da Instrução CVM nº 359/02, aqui, de forma distinta, o que se discute é o conceito do preço (e não o valor justo) da quota para os efeitos da oferta.

Como consequência, por mais que não se imagine alguma intenção de investimento oferecida em valor acima do justo calculado para a quota em dado momento, concordamos com a ponderação do administrador de que a flexibilidade do procedimento de *bookbuilding* permitiria ao ofertante admitir certo desconto no preço (que poderia ficar assim abaixo desse valor justo) para viabilizar uma maior colocação das quotas no mercado.

Vale mencionar ainda que o procedimento de *bookbuilding* é prática muito comum do mercado em ofertas públicas, e também encontra previsão na regulação da CVM como forma possível e adequada para garantir tratamento isonômico aos investidores envolvidos. É o artigo 23, § 1º, da Instrução CVM nº 400/03, que dispõe:

Art. 23. O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

§ 1º O ofertante poderá estabelecer que o preço e, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, também a taxa de juros, sejam determinados no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento, desde que sejam indicados os critérios objetivos que presidem à sua fixação no Prospecto Preliminar e no aviso a que se refere o art. 53.

Assim, desde que atendidos os requisitos previstos naquela norma (no caso, a indicação " *dos critérios objetivos que presidem à sua fixação no Prospecto Preliminar e no aviso a que se refere o art. 53*"), esta Superintendência também não apresenta nada contra a dispensa de utilização do critério previsto no artigo 23, § 1º, da Instrução CVM nº 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 muitos dos 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.

Consequentemente, 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.

A SIN também propõe (1) a concessão de autorização, neste caso, para a negociação privada de ações entre a BNDESPAR e o Fundo Carbono, nos termos previstos no artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04, desde que realizada a valor de mercado; e (2) a permissão para utilização, neste específico caso, do preço de referência obtido via procedimento de *bookbuilding*, nos termos e desde que observados os critérios previstos no artigo 23, § 1º, da Instrução CVM nº 400/03.

Por fim, entendemos que devem ser aplicados a este caso os demais termos e condições das decisões de Colegiado nos já citados precedentes, no que se refere à aplicação do artigo 50 da Instrução CVM Nº 400/03 para a aprovação do material publicitário utilizado, e a descaracterização da existência de oferta pública secundária de cotas sujeita a registro após o encerramento da oferta objeto de registro na CVM, o que, inclusive, torna inaplicável a exigência de manutenção de prospecto para esse fundo, dada a inexistência de exigência nesse sentido na Instrução CVM nº 359/02 e o exaurimento da aplicabilidade da Instrução CVM nº 400/03 nesse particular aspecto.

Em razão do exposto, sugerimos o encaminhamento deste processo ao Colegiado, para a apreciação dos acima mencionados pedidos de dispensa de atendimento a requisitos, com proposta de que sua relatoria seja conduzida por esta SIN/GIR.

Atenciosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

[1] No caso, uma vez conhecida a composição do índice –informação essa que de fato é pública, dado que o índice está registrado na BM&FBOVESPA – a determinação do valor justo da quota pode ser obtida a qualquer momento pelo cálculo do valor da cesta subjacente no momento de referência.