

Assunto: Pedido de registro de funcionamento de FI Internacional – iShares S&P500 Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Índice – Processo CVM nº RJ-2013-8492

Senhor Superintendente Geral,

Trata este processo de pedido de registro de funcionamento e de distribuição pública de cotas do iShares S&P500 Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Índice – Investimento no Exterior ("iShares S&P 500"), 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-2012-11653, de 10/10/2012, cumulado com pedido de dispensa de atendimento a alguns requisitos da referida Instrução.

### 1. Histórico

Na data de 29/8/2012, realizamos reunião na CVM com a Blackrock Brasil Gestora de Investimentos Ltda, na qual a instituição reafirmou o seu interesse, inicialmente manifestado em 2009, na constituição e administração de um fundo de índice regulado pela Instrução CVM nº 359/02, mas que replicasse índice baseado em ações de outras jurisdições.

Em seguida, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-11653, foi apresentada consulta ao Colegiado, nos termos do MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 213/2012, para avaliação sobre a conveniência e oportunidade de concessão de determinadas dispensas que viabilizassem a constituição de fundos de índice internacionais.

Em reunião datada de 10/10/2012, o Colegiado deliberou comunicar ao mercado que a concessão de dispensas a requisitos da Instrução CVM nº 359/02, para fins de oferta de fundos de índice de mercado no Brasil, mas baseados em índices de outras jurisdições, seriam avaliados caso a caso. As dispensas abordadas naquela consulta foram:

- (i) a possibilidade de que o fundo de índice possua como ativo elegível à aquisição também cotas de outros fundos de índice negociados em outras jurisdições;
- (ii) permitir a integralização e resgate em moeda corrente nacional, sem qualquer limite; e
- (iii) a previsão para a cobrança de taxas de ingresso e de saída que repassem ao cotista solicitante da aplicação/resgate os custos decorrentes da criação ou destruição, respectivamente, da cota.

Para que fossem analisadas tais dispensas, seriam pressupostos (1) a compatibilidade dos índices de referência e dos fundos de índice estrangeiros investidos com as exigências regulatórias brasileiras, e (2) que o fundo de índice constituído aqui no Brasil seja destinado exclusivamente a investidores pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1 milhão.

Em linha com essa decisão, em 6 de agosto de 2013, a Citibank DTVM S/A veio então apresentar pedido de registro de funcionamento para o iShares S&P500. Por ocasião do pedido inicial, foram solicitadas as dispensas aos artigos 18, 35, 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02, que, salvo onde indicado, não serão objeto de análise, tendo em vista que a Instrução CVM nº 537/13, editada em 16/9/2013, alterou os dispositivos na norma que são objeto desses pedidos de dispensa.

Como, de toda forma, o pedido inicial não contou com toda a documentação necessária para análise, foi enviado o Ofício CVM/SIN/GIR/nº 3.609, de 18/10/2013, respondido em 5/12/2013.

### 2. Características do Fundo, Dispensas e Argumentos do Requerente

#### 2.1. Características do Fundo

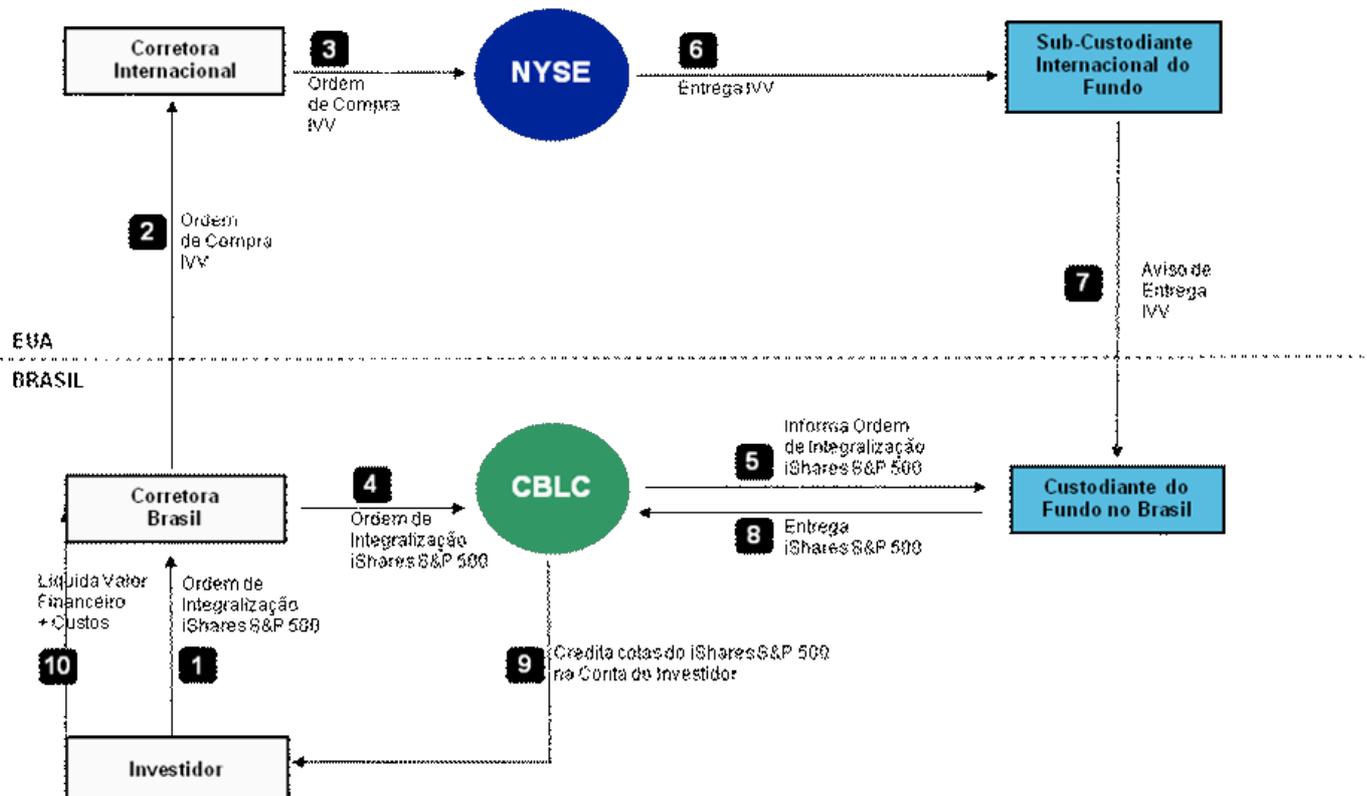
O objetivo do Fundo S&P 500 é buscar retornos de investimento que correspondam de forma geral à performance do Índice S&P 500, constituído e mantido pela S&P Dow Jones Indices LLC ("S&P"), que é, por sua vez, controlada da McGraw Hill Financial.

Por se tratar de um índice baseado em ações de emissão de companhias negociadas em outras jurisdições, no caso, os Estados Unidos da América, o Fundo terá como ativo preponderante de sua carteira as cotas do "iShares Core S&P500 ETF", fundo de índice registrado, constituído e organizado de acordo com aquela jurisdição, gerido pela BlackRock Fund Advisors. As cotas do fundo estão listadas para negociação na New York Stock Exchange ("NYSE"), sob o código "IVV".

O Fundo será destinado exclusivamente a pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Nesse ponto, cabe observar que será possível aos agentes autorizados a realização de operações de arbitragem, a cada vez que o valor de mercado das cotas do iShares S&P 500 descolar de seu valor patrimonial<sup>[1]</sup>, por meio da criação ou destruição de cotas com cestas, a serem entregues ou recebidas pelo agente autorizado, compostas por cotas do fundo IVV.

Antes de mais nada, é importante destacar como será o passo a passo operacional de um processo de integralização de cotas no fundo iShares S&P 500. O diagrama a seguir ilustra esse mecanismo:



Assim, se o valor de mercado da cota do iShares S&P 500 superar substancialmente seu valor patrimonial, o Agente Autorizado (no diagrama, seria a corretora no Brasil) poderia, então, integralizar cotas desse fundo mediante a entrega de cotas do IVV (passos 2, 3 e 6 do diagrama) no exterior, que seriam então repassadas à conta de custódia do iShares S&P 500 mantida nos Estados Unidos.

Esse repasse impactaria o estoque de cotas do fundo no Brasil, que aumentaria na mesma proporção (passo 7 do diagrama), aumentando a oferta dessas cotas no mercado secundário, o que levaria à redução de seu preço, até convergir ao valor patrimonial da cota a ponto de não mais justificar a operação de arbitragem.

Pelo outro lado, se o valor de mercado da cota do iShares S&P 500 cair substancialmente em relação a seu valor patrimonial, o mesmo Agente Autorizado poderia solicitar o resgate (destruição) de cotas do fundo, mediante o recebimento de cotas do IVV no exterior, que poderiam então ser alienadas naquele mercado a um valor de liquidação maior do que o das cotas originais do iShares S&P 500, com a retenção do ganho decorrente dessa diferença.

Nesse segundo caso, para o mercado de negociação local das cotas do iShares S&P 500, a destruição das cotas reduziria sua oferta no mercado, levando as cotas à elevação de seu preço, o que faria seu valor convergir para o patrimonial, até que a oportunidade de arbitragem, também aqui, desapareça.

Importante ressaltar também que as cotas do Fundo estão sujeitas ao risco cambial, já que o principal ativo a ser investido são as cotas do fundo de índice alvo ("IVV") negociado no mercado norte americano e, portanto, com valor de negociação apurado em dólares norte americanos. Não há tratamento específico previsto para mitigar (por exemplo, um hedge cambial) esse fator de risco, mas ele é

explicitado de forma adequada, a nosso ver, nos documentos do fundo.

Na oportunidade, convém ressaltar também que, a pedido desta área técnica, a Blackrock encaminhou, às fls. 240/245, avaliação quanto à conformidade da estrutura de investimento proposta em relação às regras cambiais aplicáveis, especialmente, o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais ("RMCCI") e Resolução CMN nº 3.854/2010.

## 2.2. Características do Índice de Referência

Como já exposto, o índice de referência do fundo de índice proposto será o S&P 500, que mede o retorno de investimento em uma carteira teórica calculada pela S&P voltado aos setores do mercado americano de grande capitalização. Para a composição do índice, são observados os seguintes critérios de admissão para os ativos:

- a. A capitalização de mercado [2] do ativo deve ser maior que US\$ 4,6 bilhões.
- b. O ativo deve apresentar liquidez adequada, entendidos como limites mínimos (i) que a razão entre o valor anual negociado em dólares e a capitalização ajustada do mercado [3] deve ser maior ou igual a um; e (ii) tenham ocorrido negócios no montante de no mínimo 250.000 (duzentas e cinquenta mil) ações nos seis meses anteriores à data da avaliação.
- c. O emissor do ativo deve ter como mercado principal de negociação de suas ações ordinárias a NYSE ou a National Association of Securities Dealers Automated Quotations ("NASDAQ");
- d. O emissor deve possuir em poder do público ("free float") pelo menos 50% das ações de sua emissão.

A reavaliação da composição do Índice pela S&P será realizada a cada três meses, e a composição e pesos atribuídos a cada ativo que compõe o índice serão divulgados até o dia anterior ao rebalanceamento periódico posterior do índice.

Nesse sentido, cabe ressaltar que, embora para a admissão de um ativo ao índice seja considerado apenas o valor de capitalização de mercado não ajustado, o peso dos ativos na composição da carteira do índice é ponderado pelo uso do *Fator de Peso Passível de Investimento* ("IWF"), de forma de que o índice seja composto com maior peso por ações efetivamente à disposição dos investidores para negociação, e não por todas aquelas integrantes do "free float" da companhia.

## 2.3 Pedido de Dispensa ao Artigo 59 da Instrução CVM nº 359/02

Por ocasião da solicitação do registro de funcionamento do referido Fundo, o art. 59 da Instrução CVM nº 359/02 contava com a seguinte redação:

*Art. 59. Os recursos excedentes da aplicação mínima fixada no artigo anterior podem ser investidos em:*

*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 fundo de investimento financeiro (FIF);*

*IV - operações compromissadas, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional; e*

*V - operações com derivativos distintas da prevista no caput do art. 58, realizadas em bolsa de valores, em bolsa de mercadorias e de futuros ou em mercado de balcão organizado, exclusivamente para administração dos riscos inerentes à carteira do fundo ou dos valores mobiliários subjacentes à mesma, observado o limite fixado no § 5º do art. 58.*

Essa redação levou à solicitação de dispensa, efetuada no pedido, de permissão para estender a lista de ativos permitidos, de forma a viabilizar "estratégias de otimização da carteira com alguns ativos de renda variável".

Ocorre que a Instrução CVM nº 537, de 16 de setembro de 2013, alterou o texto original desse dispositivo da norma, que passou a contar com a seguinte redação:

*Art. 59. Os recursos excedentes da aplicação mínima fixada no artigo anterior podem ser investidos em:*

*I - títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional;*

*II - títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras;*

*III - cotas de fundo de investimento das classes Curto Prazo, Renda Fixa e Referenciado;*

*IV - operações compromissadas, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional;*

*V - operações com derivativos distintas da prevista no inciso II do art. 58, realizadas em bolsa de valores, em bolsa de mercadorias e de futuros ou em mercado de balcão organizado, exclusivamente para administração dos riscos inerentes à carteira do fundo ou dos ativos financeiros subjacentes, observado o limite fixado no § 5º do art. 58;*

*VI - ativos financeiros com liquidez não incluídos no índice de referência; e*

*VII - cotas de outros fundos de índice.*

Por seu lado, o dispositivo do regulamento que detalha esse tipo de investimento é o que segue:

*Investimentos permitidos: são os seguintes instrumentos financeiros e valores mobiliários, nos quais o Fundo poderá investir até 5% (cinco por cento) de seu Patrimônio Líquido, isolada ou cumulativamente: (i) títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional; (ii) títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras; (iii) cotas de fundos de investimento das classes "curto prazo", "renda fixa" e "referenciado"; (iv) operações compromissadas, lastreadas nos títulos mencionados no item (i) acima, realizadas de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional; (v) operações com derivativos realizadas em bolsa de valores, em bolsa de mercadorias e de futuros ou em mercado de balcão organizado, exclusivamente para administração dos riscos inerentes à carteira, observadas a legislação e regulamentação aplicáveis; (vi) ativos financeiros com liquidez, não incluídos no índice, desde que admitidos à negociação na BM&FBOVESPA; e (vii) cotas de outros fundos de índice.*

Assim, o requerimento de dispensa em relação ao referido dispositivo deixa de ser necessário, já que o referido dispositivo do regulamento do fundo já está de acordo com os atuais limites normativos referentes à composição da parcela remanescente de até 5% do patrimônio líquido do fundo.

## 2.4 Pedido de Dipensa ao Artigo 18 da Instrução CVM nº 359/02

Por ocasião da solicitação do registro de funcionamento do referido Fundo, o art. 18 da Instrução CVM nº 359/02 contava com a seguinte redação:

*Art. 18. A integralização ou resgate das cotas do fundo somente pode ser feita por meio da transferência de valores mobiliários que componham o índice de referência, na proporção do mesmo, observados os procedimentos específicos previstos nesta seção.*

Essa redação levou à solicitação de dispensa efetuada pelo requerente, para "aumentar o limite de 0,2% do montante envolvido na operação de integralização ou resgate de cotas passível de ser realizado em moeda corrente nacional... para 5%".

Ocorre que a Instrução CVM nº 537, de 16 de setembro de 2013, alterou o texto original desse dispositivo da norma, que passou a contar com a seguinte redação:

*Art. 18. Observados o regulamento do fundo e os procedimentos específicos previstos nesta seção, a carteira estabelecida para a integralização ou resgate das cotas do fundo, poderá conter:*

*I - ativos financeiros que componham o índice de referência;*

*II - moeda corrente nacional...*

Assim, o requerimento de dispensa em relação ao referido dispositivo deixa de ser necessário, já que, na redação atual da norma, já consta a possibilidade de admitir, na integralização ou resgate de cotas, o uso de moeda corrente nacional, em limites até superiores (no caso, 100%) aos previstos no pedido de dispensa (até 5%).

Nesse ponto, transcrevemos o art. 28, I e II, e § 2º do regulamento do fundo:

*Artigo 28. 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% (noventa e cinco por cento) do seu valor representado por Cotas do Fundo de Índice Alvo; e*

*II. Poderá ter, no máximo, 5% (cinco por cento) do seu valor representado por investimentos permitidos e/ou valores em dinheiro.*

...

*§ 2º Em situações excepcionais de dificuldade na execução de Ordens de Integralização ou Ordens de Resgate, devido à baixa liquidez das Cotas do Fundo de Índice Alvo que componham a Cesta, a Gestora, a seu exclusivo critério, poderá substituir tais Cotas do Fundo de Índice Alvo por Valores em Dinheiro, limitados a 5% (cinco por cento) do valor total da Cesta.*

## 2.5 Pedido de Dispensa ao Artigo 58 da Instrução CVM nº 359/02

Atualmente, os fundos de índice são obrigados, por força do artigo 58, incisos I e II e §§ 9º e 10 da Instrução nº 359/02, a manter no mínimo 95% de seu patrimônio investido em ativos financeiros que integrem o índice de referência, ou posição líquida em contratos futuros, em proporções, inclusive, distintas das previstas no índice (para permitir a aplicação de métodos de otimização da composição da carteira).

Desta forma, o que pretende o requerente é a concessão de dispensa a esse requisito, com o objetivo de admitir a aquisição, pelo fundo, de cotas de fundos de índice negociados em outra jurisdição, para viabilizar a replicação indiretamente do índice de referência sob uma estrutura de *fund of funds*, conforme proposto no artigo 21 do regulamento do fundo, conforme segue:

*Artigo 21. O Fundo investirá no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em Cotas do Fundo de Índice Alvo [iShares Core S&P 500 ETF], ou em posições compradas no mercado futuro, de forma a refletir indiretamente a variação e rentabilidade do Índice, observados os limites previstos no presente Regulamento.*

Para fundamentar o pleito, o requerente considera que "tal produto possibilitaria a investidores brasileiros terem acesso e exposição a índices de referência internacionais como um parâmetro de rentabilidade adicional no segmento de investimentos de renda variável, a exemplo do S&P500, Dow Jones ou FTSE 100, por meio do mercado local".

## 2.6 Pedido de Dispensa ao Artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02

A redação original da Instrução CVM nº 359/02, com o fim de conferir aos cotistas um efetivo poder de fiscalização sobre o fundo, determinava 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:

1. 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;
2. Diferença entre a rentabilidade acumulada do índice e a do fundo nos últimos 60 pregões superior a 2 pontos percentuais;
3. Diferença entre a rentabilidade acumulada do fundo e o valor de fechamento do índice nos últimos 12 meses superior a 4 pontos percentuais.

Ainda com base nessa redação da norma, o requerente entende 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 38 do regulamento encaminhado:

*Artigo 38. 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 patrimonial das cotas do fundo de índice alvo 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 Fundo de Índice Alvo 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 Fundo de Índice Alvo 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.*

Também neste item, é necessário observar, entretanto, em razão da nova redação dada ao artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02 pela Instrução CVM nº 537/13, tais pedidos de dispensa não seriam mais necessários, pois a nova redação da norma, a seguir transcrita, já prevê as possibilidades previstas no regulamento do fundo:

*Art. 35. A assembleia geral também deve ser convocada pelo administrador e às suas expensas, no prazo de 15 (quinze) dias, sempre que:*

*I - verificar-se erro de aderência, calculado como o desvio padrão populacional das diferenças entre a variação percentual diária do fundo e a variação percentual do valor de fechamento do índice de referência nos últimos 60 (sessenta) pregões, 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 do valor de fechamento do índice de referência, em um período de 60 (sessenta) pregões, for 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 do valor de fechamento do índice de referência 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.*

Apesar dessa observação, é importante notar, de outro lado, que na redação proposta do regulamento, os erros são calculados, no caso do inciso I, em relação ao valor patrimonial das cotas do fundo IVV; e nos casos dos incisos II e III, em relação à rentabilidade do Fundo de Índice Alvo, e não em relação ao índice em si.

Nesse ponto, o requerente defendeu que "tendo em vista que o Fundo procura refletir o desempenho do Fundo de Índice Alvo [IVV], o erro de aderência e a diferença de rentabilidade acumulada aplicáveis ao Fundo devem ser mensurados com base no próprio Fundo de Índice Alvo, e não em seu índice de referência subjacente", e que tratamento diferente poderia "inviabilizar o seu funcionamento do ponto de vista operacional".

## 2.7 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. Assim, depois de aprovado o registro:

*...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 ou vendidas em bolsa por qualquer investidor, por meio de qualquer corretora.*

A administradora afirma ainda que pretende realizar os primeiros aportes no Fundo por meio de consultas, prévias ao seu lançamento, com cada Agente Autorizado contratado que demonstrem interesse nesse investimento.

Convém lembrar que o "Agente Autorizado" é o participante profissional do mercado de valores mobiliários (usualmente corretoras, distribuidoras ou bancos com carteiras de investimento) que, uma vez contratado pelo administrador do fundo, fica autorizado à negociação de cotas do fundo de índice no mercado primário, ou seja, aquele apto à solicitação de criação e destruição de cotas do fundo mediante, respectivamente, a entrega ou recepção de ativos componentes do fundo como forma de pagamento.

A gestora do Fundo pretende, ainda, contatar exclusivamente Investidores Super Qualificados, potenciais investidores do Fundo, em reuniões educativas a respeito de ETF's em geral, com vistas a verificar a viabilidade do lançamento do Fundo, limitado a vinte potenciais investidores, de acordo com critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e 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".

O administrador ainda requer, no pedido, a dispensa da oferta primária de cotas, ressalvado que quaisquer materiais de divulgação que venham a ser utilizados na operação de lançamento do Fundo, nos termos do art. 50 da Instrução nº 400, deverão ser submetidos à apreciação da CVM. Adicionalmente, manifesta seu entendimento de que não haverá, no lançamento do Fundo e discriminadas as condições da oferta, qualquer oferta pública secundária de cotas do Fundo.

## 3. Manifestação da Área Técnica

Considerando o texto atual da Instrução CVM nº 359/02, devidamente consolidado pela Instrução CVM nº 537/13, assim como a deliberação do Colegiado no Processo CVM nº RJ-2012-11653, entendemos que é oportuna e conveniente a concessão do registro de funcionamento do Fundo solicitado, uma vez que o pedido atende, na nossa avaliação, os seguintes requisitos:

- O índice de referência deve ser reconhecido pela CVM, nos termos do art. 2º, §§ 1º e 2º;
- É cabível a dispensa ao artigo 58 da referida Instrução para que o Fundo seja autorizado a adquirir cotas de fundo de índice que se baseie no índice de referência e seja negociado em outra jurisdição;
- Desnecessidade de concessão de dispensas, em razão da nova redação dada à Instrução CVM nº 359/02 pela Instrução CVM nº 537/13, de cumprimento aos artigos 18, 35 e 59 da norma, com a ressalva, no item deste memo, de que os erros de aderência não devem ser calculados em relação ao desempenho do fundo de índice investido, mas sim, em relação ao índice perseguido propriamente dito.
- Reconhecimento de que o Fundo de Índice investido (IVV) está sujeito a exigências e restrições compatíveis com as previstas na regulação brasileira.

### 3.1 Reconhecimento do Índice S&P 500:

Como sabido, o índice de referência perseguido pelo fundo de índice deve ser previamente reconhecido pela CVM, nos termos em que agora dispõe o artigo 2º da Instrução CVM nº 359/02, com a redação que lhe foi conferida pela recente Instrução CVM nº 537/13.

Nesse sentido, informamos que as características do Índice estão resumidamente descritas no item 2.2 desse memorando e, na interpretação da SIN, atendem ao disposto no art. 2º, § 2º da Instrução CVM nº 359, além de contar com ampla publicidade, já que contam com metodologia, pesos e rebalanceamentos disponíveis no site do provedor na rede mundial de computadores <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-500>.

Todas as características do índice também já estão disponíveis e são descritas em português no site do Fundo na rede mundial de computadores. O próprio conteúdo completo do site – é importante mencionar – também já foi analisado por essa área técnica e conta, segundo a nossa avaliação, com todas as informações previstas no artigo 39 da Instrução CVM nº 359/02.

Nesse ponto, cabe observar que, por solicitação desta área técnica, o administrador incluiu, tanto no site quanto no próprio regulamento do Fundo, uma descrição mais detalhada acerca da metodologia e da fórmula para a definição dos pesos de cada ativo que compõe o índice do que aquela vista no site da S&P, com o objetivo de assegurar a clareza e objetividade exigida no artigo 2º, § 2º, transcrito acima.

### 3.2. Avaliação da compatibilidade do IVV às exigências regulatórias brasileiras

Por ocasião da deliberação do Colegiado no Processo CVM nº RJ-2012-11653, ficou estabelecido como requisito que os fundos de índice negociados em outras jurisdições deveriam ser compatíveis com as exigências regulatórias brasileiras, nos seguintes termos:

*A SIN também entende como possível a análise de pedidos que contem com o primeiro dos pedidos de dispensa, desde que tais índices e os fundos de índice internacionais investidos sejam compatíveis com as exigências regulatórias brasileiras, de forma a impedir a constituição de fundos de índice que invistam, por exemplo, nos fundos de índice internacionais conhecidos como alavancados, inversos ou de modelo de replicação sintética.*

Como fica claro, esse entendimento veio encontrar respaldo na redação dada pela Instrução CVM nº 537/13 ao art. 2º, § 5º, da Instrução CVM nº 359/02, em um momento posterior, no qual se passou a prever que:

*Art. 2º O fundo é uma comunhão de recursos destinado à aplicação em carteira de ativos financeiros que vise refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência, por prazo indeterminado.*

...

*§5º É vedada a constituição de fundos de índice:*

*I - alavancados;*

*II - inversos, que visem refletir um desempenho oposto àquele do índice de referência; ou*

*III - sintéticos, que visem refletir o desempenho do índice de referência por meio de contratos derivativos, exceto por meio de posições em mercados futuros previstas nesta Instrução.*

De fato, o IVV não se inclui em nenhuma das situações acima, que envolveriam casos de imediata inadmissibilidade, na interpretação da SIN. Posto isso, a única diferença possivelmente relevante em relação às exigências regulatórias brasileiras identificada pela área técnica é o fato do fundo de índice investido ser obrigado a investir no mínimo 90% de seu patrimônio em títulos ou valores mobiliários que compõem o Índice, enquanto, no caso brasileiro, o art. 58 da Instrução CVM nº 359 prevê um percentual mínimo de 95%.

Nesse ponto, cumpre trazer a alegação do requerente de que, apesar do administrador e gestor não possuírem formas de garantir que o IVV seguirá a limitação da regulação brasileira, entende ele que, do ponto de vista prático e histórico, tal fundo sempre possuiu mais de 95% de seu patrimônio líquido investido em ativos pertencentes à carteira teórica do S&P500.

Nesse sentido, essa área técnica entende que, considerando a proximidade entre os valores mínimos de investimento nos ativos componentes da carteira teórica do Índice, e o comportamento histórico e de performance do fundo IVV, que sempre se mostrou aderente ao comportamento do índice S&P 500, a diferença de limites não seria grande o bastante para levar esta área técnica a considerar o fundo IVV incompatível com as exigências regulatórias brasileiras.

Para efeitos de ilustração, segundo apurado pela área técnica, o erro de aderência histórico no fundo IVV nos dois últimos anos não ultrapassou 0,03%, um valor muito inferior, inclusive, àquele obtido pelos ETFs nacionais.

### 3.3 Dispensa ao Art. 58 da Instrução CVM nº 359/02

O que pretende a requerente é a possibilidade de investimento em ativos negociados em outras jurisdições. No caso em análise, o que se pretende é o investimento nos ativos que compõem o índice S&P 500 através da aquisição das cotas do fundo de índice IVV, nos termos do art. 21 do Fundo:

*Artigo 21. O Fundo investirá no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em Cotas do Fundo de Índice Alvo [IVV], ou em posições compradas no mercado futuro, de forma a refletir indiretamente a variação e rentabilidade do Índice, observados os limites previstos no presente Regulamento.*

Em linha com o disposto no MEMO/CVM/SIN/GIR Nº 213/2012, a inserção da possibilidade de que fundos de índice invistam em ativos negociados em outras jurisdições representaria acrescentar a esse cenário a possibilidade de oferta no mercado brasileiro de mais um produto de investimento com exposição a fatores de risco do exterior.

Entretanto, como se vê, o critério de investimentos financeiros superiores a R\$ 1 milhão torna essa possibilidade simétrica em relação a outras já existentes no mercado de exposição a esse tipo de risco, como previsto, por exemplo, para os Brazilian Depositary Receipts ("BDRs"), ou mesmo para os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04<sup>4</sup>.

Além disso, é digno de nota que a carteira do fundo de índice investido (IVV) respeita critérios de elegibilidade que limitam sua composição a ativos não apenas registrados em mercados regulamentados de negociação de valores mobiliários (no caso, a NYSE e a NASDAQ, como já comentado), mas também com uma liquidez mínima que viabiliza não apenas uma eventual necessidade de saída de recursos (provocada por pedidos vultosos de resgate, por exemplo), mas também uma precificação razoável a qualquer tempo, o que confere a essa exposição um grau de segurança diferenciado.

De outro lado, embora não tenha sido objeto específico de dispensa pelo requerente, percebemos também, quando da análise do regulamento do fundo, constar em seu item 3º, § 7º, a previsão de que:

*Parágrafo Sétimo. O Fundo poderá celebrar com terceiros contratos a termo de troca de rentabilidade (swap), com cláusula de liquidação por ajuste financeiro diário, que tenha como objeto de negociação a diferença de variação entre a rentabilidade do Fundo e a rentabilidade do Índice.*

Por seu lado, impõe o artigo 58, §§ 6º e 7º, da Instrução CVM nº 359/02, que:

*§ 6º Fica autorizada a celebração de contrato a termo de troca de rentabilidade ("swap"), com cláusula de liquidação por ajuste financeiro diário, entre o fundo e terceiros que tenha como objeto de negociação a diferença de variação da rentabilidade entre o fundo e o índice de referência.*

*§ 7º O contrato a que se refere o parágrafo anterior, bem como eventuais modificações acordadas durante o seu período de vigência, devem ser previamente aprovados pela CVM, divulgados na íntegra no endereço do fundo na rede mundial de computadores, na forma do inciso V do art. 39, e registrados em bolsa de valores, bolsa de mercadorias futuros ou mercado de balcão organizado.*

É verdade que a ausência de previsão, no regulamento do fundo, da necessidade de prévia autorização da CVM não exige do administrador do fundo da exigência de previamente nos solicitar essa aprovação, quando for cabível. Entretanto, a bem de uma clara informação ao investidor de como se dá a contratação desse tipo de derivativo, entendemos que seria conveniente dispor expressamente, no item 3º, § 7º, do regulamento do fundo, a respeito dessa necessidade de prévia submissão à CVM.

### 3.4 Dispensa ao Art. 58 da Instrução CVM nº 359/02

Como mencionado no item 2.6 deste memorando, o requerente pretende prever, no artigo 38 do regulamento do fundo, que os erros de aderência sejam calculados em relação ao valor patrimonial das cotas do fundo IVV, no caso do inciso I daquele dispositivo; e nos casos dos incisos II e III, em relação à rentabilidade do Fundo de Índice Alvo, e não em relação ao índice em si, como ocorre de forma geral com os demais fundos de índice já aprovados pela CVM

Discordamos, entretanto, dos argumentos expostos pelo requerente de que o fundo investido seria o melhor parâmetro para avaliar tais erros de aderência, pois entendemos que a proposta do fundo não é, como alega o requerente, perseguir o desempenho de um fundo de índice internacional, mas sim, o de replicar efetivamente o índice internacional S&P 500. Aliás, os próprios documentos do fundo deixam claro esse propósito para o veículo. Para ilustrar esse objetivo, transcrevemos, por exemplo, o artigo 2º do regulamento:

*Artigo 2º. O Fundo é um fundo de investimento em cotas de fundo de índice, que busca retornos de investimentos que correspondam de forma geral à performance... do Índice [S&P 500].*

Assim, entendemos que o uso de um fundo de índice intermediário (no caso, o IVV) para viabilizar o produto não descaracteriza o seu objetivo principal, que é o de perseguir o índice S&P 500, e não o "desempenho do Fundo de Índice Alvo".

Vale lembrar, também, que as hipóteses de descolamento de que trata o artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02 não se referem a vedações aplicáveis ao fundo, mas sim, apenas a parâmetros que disparam a necessidade de convocação de assembleias gerais.

Nesse contexto, de igual forma entendemos não se tratar esse dispositivo de um que tivesse a capacidade de inviabilizar o fundo, já que se trata apenas de ferramenta de governança do fundo prevista em norma que garante, aos investidores, sua efetiva participação em casos onde o mandato para o qual o gestor foi contratado ("beta provider") pode não estar sendo atingido a contento.

## 4. Conclusão

Em razão do exposto, entendemos que o objetivo do presente pedido de dispensa de requisitos é a de viabilizar fundos de índice que replem indiretamente índices internacionais, através de investimentos em cotas de fundos de índice negociados no exterior que replem diretamente esse índice, sem deixar de resguardar, no entanto, a parte essencial do arcabouço regulatório vigente.

Conseqüentemente, esta área técnica entende pertinente a concessão da dispensa requerida em relação ao art. 58 da referida Instrução para admitir a possibilidade de aquisição de pelo menos 95% do patrimônio líquido do fundo em cotas do fundo IVV.

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 mencionados pedidos de dispensa de requisitos previstos na Instrução 359/02, com proposta de sua aprovação, nos seguintes termos:

1. Reconhecimento do Índice S&P 500 como índice elegível a ser perseguido por fundos de índice regulados pela Instrução CVM nº 359/02.
2. Reconhecimento do IVV como fundo de índice passível de ser investido por fundos de índice regulados pela Instrução CVM nº 359/02, por apresentar e estar sujeito a exigências regulamentares consideradas compatíveis com as brasileiras.
3. Concessão de dispensa de cumprimento dos limites e restrições de investimento previstos no artigo 58 da Instrução CVM nº 359/02, desde que o item 3º, § 7º, do regulamento do fundo preveja expressamente a necessidade de prévia aprovação da CVM para a celebração de contratos de *swap*.
4. Determinação para que, no artigo 38 do regulamento do fundo, passe a constar redação que deixa clara a necessidade de calcular o erro de aderência em relação ao índice perseguido, e não em relação ao fundo de índice internacional investido.

Propomos, ainda, que a relatoria do processo seja conduzida por esta SIN/GIR.

Atenciosamente,

Francisco José Bastos Santos  
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

[1] O valor patrimonial da cota é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo.

[2] A capitalização de mercado será a quantidade total de ações "em poder do público", ou seja, que se encontrem disponíveis para negociação no mercado em que são admitidas ("free float").

[3] A capitalização ajustada de mercado é o free float ponderado pelo *Fator de Peso Passível de Investimento* ("IWF"). Para se chegar ao IWF, é calculado o montante de ações efetivamente disponíveis ao público, que será o somatório de todas as ações free float da companhia menos (i) aquelas detidas por blocos de controle com participação superior a 5% e (ii) as detidas pelos diretores e administradores da companhia. Assim, o IWF será a razão entre as ações efetivamente disponíveis ao público e o free float, o que resultará, sempre, em um valor compreendido entre 0 e 1.

[4] Nesse caso, fundos que pretendam investir exclusivamente no exterior devem contar com aplicação inicial mínima de R\$ 1 milhão, nos termos do 85, § 1º, I c/c artigo 110-B, da Instrução CVM nº 409/04.