

**Assunto:** Pedido de registro de funcionamento e distribuição pública de cotas de fundo de índice e dispensa a requisitos da Instrução CVM 359/02

Processos RJ-2011-10146 e RJ-2011-10152

Senhor Superintendente Geral,

Trata este processo de pedido de registro de funcionamento e de distribuição pública de cotas do IT Now IMAT Fundo de Índice e do IT Now IDIV Fundo de Índice, ambos administrados pelo Banco Itaucard 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 a alguns requisitos previstos na Instrução CVM nº 359/02 para o registro de fundos de índice, em razão do entendimento de que:

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

Por seu lado, aquela decisão ainda reconheceu a importância desse novo veículo de investimento, uma vez que poderia proporcionar " ao investidor a possibilidade de aplicar em um fundo de ações diversificado com custo, em geral, menor que o dos fundos de investimento tradicionais", contribuindo para a "diversificação de riscos dos investidores e para o aumento da competição entre produtos de investimento "; e ainda porque, "de outro lado, há evidências 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 de setembro 2008, a Citibank DTVM solicitou a dispensa de atendimento a diversos requisitos previstos nos artigos 18, 35, 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02, e também o registro de funcionamento dos fundos iShares Ibovespa Fundo de Índice ("iShares Ibovespa"), iShares BM&Fbovespa Small Cap Fundo de Índice ("iShares Small Caps") e iShares BM&Fbovespa Mid Large Cap Fundo de Índice ("iShares Mid Large Caps"), o que foi aprovado pelo Colegiado em 30/9/2008.

Da mesma forma, em 10 de setembro de 2009 o Citibank veio apresentar novos pedidos nos mesmos termos para os fundos iShares IBr-X Índice Brasil Fundo de Índice, iShares Índice BM&Fbovespa de Consumo Fundo de Índice e iShares Índice BM&Fbovespa Imobiliário Fundo de Índice (Processos CVM nº RJ-2009-10070, RJ-2009-10071 e RJ-2009-10072), que também foram aprovados pelo Colegiado em reunião de 1º/12/2009.

Já no dia 15 de outubro de 2010, o Banco Itaucard S/A veio solicitar o registro do IT Now IFNC Fundo de Índice (Processo CVM nº RJ-2010-15412), com os mesmos pedidos de dispensa outrora solicitados pela Citibank DTVM, dispensas essas que de igual forma foram concedidas pelo Colegiado na decisão de 1º/2/2011. A mesma instituição também protocolou pedidos de registros para os fundos IT Now IGCT Fundo de Índice e IT Now ISE Fundo de Índice (Processos CVM nº RJ-2011-6214 e RJ-2011-6215), que foram aprovados em decisão de Colegiado de 6/9/2011.

Agora, em documentação protocolada em 26 de agosto de 2011, o Banco Itaucard vem apresentar pedidos de registro de funcionamento para os novos fundos IT Now IMAT Fundo de Índice e IT Now IDIV Fundo de Índice, acompanhados de pedidos de dispensa de atendimento aos 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, foram enviados os Ofícios CVM/SIN/GIR/nº 2.870 e 2.874, ambos de 12 de setembro de 2011, respondidos pela instituição em 3/10/2011 (fls. 88/90 no Processo CVM nº RJ-2011-10152 e fls. 86/88 no Processo CVM nº RJ-2011-10146).

## 2. Pedidos de Dispensa e Argumentos do Requerente

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

Atualmente, os fundos de índice são obrigados, por força do artigo 58 da Instrução nº 359/02, a manter no mínimo 95% de seu patrimônio investido em valores mobiliários, ou outros ativos de renda variável autorizados pela CVM, na exata proporção em que estes integrem o índice de referência, ou em posições compradas do índice de referência.

Desta forma, sugere dispor sobre a questão na forma do proposto artigo 8.2 dos regulamentos dos fundos, conforme segue:

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

Para fundamentar o pleito, o requerente considera que " para a entrega da performance aderente ao índice, o gestor de carteira pode adotar outros modelos, que não o de replicar, na proporção exata, o Índice".

Adicionalmente, alega também que " estes outros instrumentos, como... ativos mais líquidos que possuam maior correlação com o índice de referência, já são utilizados hoje na indústria de fundos de investimento e contribuem para um processo de gestão mais eficiente" (aqui, ao que tudo indica, fazendo referência aos fundos de índice já registrados na CVM e em operação).

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

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

Na mesma linha e com o mesmo fundamento exposto no pedido de dispensa de atendimento ao artigo 58, qual seja, o objetivo de viabilizar estratégias de otimização da carteira com ativos de renda variável que apresentem elevada correlação com as ações do índice de referência, o administrador sugere a inclusão de ações não integrantes do índice naquele limite de 5%, desde que líquidas e "sejam admitidas à negociação na BM&Fbovespa"; ou ainda, cotas de outros fundos de índice.

O artigo 8.3 dos regulamentos dos fundos, somados à definição de " Investimentos Permitidos" naqueles documentos, refletiriam tal pedido de dispensa, nos seguintes termos:

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

...

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

Por conclusão, entende o requerente que o pedido de flexibilização se justifica 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 otimizar o processo de gestão e beneficia os investidores do fundo, na medida em que reduziria os custos de transação do fundo.

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

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

Ainda com base na possibilidade de otimizar as carteiras dos fundos de índice, como previsto no pedido de dispensa aos artigos 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02, aqui também sugere o requerente que as cestas de integralização e resgate possam ser constituídas por ativos em proporção distinta da presente no índice de referência, solicitando dispensa ao artigo 18, ou mesmo por uma parcela um pouco maior (no máximo 5%) em moeda corrente nacional, requerendo a dispensa ao artigo 18, § 9º.

A concessão dessas dispensas permitiria, no caso, que em situações excepcionais de baixa liquidez de uma ou mais ações previstas no índice, possam ser admitidos outros ativos, componentes ou não da cesta, ou mesmo moeda corrente nacional para as cestas de integralização e resgate. Tal proposta está enunciada nos artigos 15.3 e 15.5 das minutas de regulamento encaminhadas:

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

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

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

...

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

Assim, solicita o requerente que o limite máximo de 0,2% previsto no artigo 18, § 9º, da Instrução CVM nº 359/02, previsto para as hipóteses de integralização e resgate em moeda corrente nacional, seja ampliado para 5%, um 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 no 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:

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

O requerente entende que " no caso dos fundos de índice, os investidores podem acompanhar diariamente, por meio da página do fundo na rede mundial de computadores, as informações de erros de aderência do fundo e descolamento", e que " a total transparência conferida por este produto já sujeita o administrador e/ou gestor a questionamentos em caso de descumprimento do mandato conferido".

Assim, conclui que:

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

Assim, propõe o administrador que sejam concedidas, em conformidade com os precedentes da CVM em outros fundos de índice, um prazo de 15 dias úteis para reenquadramento dos fundos nas hipóteses do artigo 35, I e II, da Instrução CVM nº 359/02, e 30 dias úteis no caso do artigo 35, III, da mesma Instrução. Essas propostas seriam expostas no artigo 19.6 das minutas de regulamento encaminhadas, nos termos a seguir:

*19.6. A assembleia geral de Cotistas também deverá ser convocada pelo Administrador e a 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.

Para reforçar seu entendimento, afirma ainda que " a prática de concessão de período para reenquadramento de posições já é adotada para o caso de fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04", ou seja, tais dispensas ainda trariam a vantagem de conferir um tratamento simétrico ao dado pela CVM a outros tipos de fundos existentes na indústria.

## 2.5. Características da Distribuição de Cotas dos Fundos

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

O requerente pretende ainda contatar potenciais investidores em reuniões educativas a respeito dos fundos de índice de modo geral, sempre " dirigidas exclusivamente a investidores qualificados".

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

Em conclusão, informa o requerente também que não haverá, no lançamento dos fundos, qualquer oferta pública secundária de cotas. Na oportunidade, frisa seu conhecimento de que qualquer oferta pública secundária futura de cotas deverá contar com registro prévio na CVM.

O administrador ainda informa que os contratos do requerente com os denominados agentes autorizados conterão cláusula que vincule " a utilização de qualquer material publicitário à prévia aprovação do administrador do fundo, bem como a prévia submissão à CVM", nos termos do artigo 50 da Instrução CVM nº 400/03.

Por fim, o administrador relembra o teor da decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2008-8140, ao mencionar seu entendimento de que " o art. 8º da Instrução CVM nº 359, que regula a autorização para funcionamento de fundos de índice, não prevê a necessidade de registro da oferta primária de cotas", e de que " deixa implícita a dispensa de registro da distribuição primária das cotas de fundos de índice ", ponto para o qual, de toda forma, apresenta consulta a CVM.

## 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 dos fundos, se for considerada a eventual existência de ações ilíquidas como componentes dos índices.

Aliás, nesse sentido, as propostas de regulamento apresentadas permitem concluir que tais condições estão adequadamente destacadas naqueles documentos, e também nas propostas de *website* analisadas.

Também entende esta área técnica que o investimento em ativos não compreendidos nos índices de referência – mas com maior liquidez e elevada correlação com os ativos que integram tal índice – pode de fato diminuir os custos de transação dos fundos, assim como facilitar o acompanhamento do desempenho dos índices de referência, o que resultaria em uma maior eficiência na gestão dos fundos.

Igual é a conclusão da área técnica sobre o pedido de dispensa das restrições na formação das cestas de integralização e resgate, já que, sob o mesmo fundamento (qual seja, o de mitigar os custos adicionais impostos pela eventual existência de ativos ilíquidos nos índices), o artigo 18, e seu § 9º, da Instrução CVM nº 359/02, mereceriam certa flexibilização.

O fato é que os pedidos de dispensa solicitados às restrições dos artigos 18, 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02 possuem todos a mesma preocupação: a possibilidade de permitir aos fundos 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 dos índices 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, no artigo 19.6 dos regulamentos dos fundos, de previsão de certo prazo para o reenquadramento nas hipóteses do artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02.

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

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

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

*O Colegiado ressaltou que a distribuição primária de cotas do fundo, apesar de poder configurar-se como oferta*

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

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

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

Mais uma vez aqui, são prestadas pelo gestor do fundo as mesmas informações que foram apresentadas quando dos pedidos de dispensa no âmbito dos precedentes da CVM que analisaram outros pedidos de registro de fundos de índice nas mesmas condições, onde sempre ficou decidido que:

*Processo CVM nº RJ-2008-8140*

*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 o de viabilizar fundos de índice com algumas características diferenciadas em relação aos fundos conhecidos no mercado internacional como *full replication*, sem deixar de resguardar, no entanto, 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 fundos de índice.

Conseqüentemente, esta área técnica entende pertinente a concessão das dispensas requeridas integralmente nos termos propostos pelo requerente, conforme segue:

- o Dispensa de observação, tal qual exigido pelo artigo 58 da Instrução 359/02, da exata proporcionalidade encontrada no índice de referência para os ativos representativos de 95% do patrimônio líquido dos fundos, mantida a proibição de inclusão, nesta parcela, de ativos não incluídos nos referidos índices.
- o Permissão para que na parcela representativa de, no máximo, 5% do patrimônio líquido dos fundos sejam admitidas, 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 também cotas de outros fundos de índice.
- o Em relação às dispensas ao art. 18 da Instrução CVM nº 359/02:
  - Permissão para que as cestas de integralização e resgate possam ser constituídas por ativos que não correspondam integralmente à composição dos índices de referência, mantida a obrigatoriedade de 95% da cesta ser representada por ativos integrantes do índice;
  - Permissão para que o limite máximo das cestas de integralização e resgate que poderão ser constituídas em moeda corrente nacional, previsto no artigo 18, § 9º da Instrução nº 359/02, seja alterado de 0,2% para 5%, podendo também as cestas serem compostas, dentro de tais limites, pelos "Investimentos Permitidos" nos regulamentos.
  - Permissão para que, em situações excepcionais de iliquidez de uma ou mais ações integrantes dos índices 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.
- o Em relação à solicitada dispensa ao artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02, propomos:
  - Concessão, nos termos solicitados, de um período de tolerância de 15 dias úteis para reenquadramento dos fundos 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 dos fundos na hipótese prevista no inciso 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 dos presentes processos 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