STEPHANIE SUNG A HONG

**FUNDOS DE ÍNDICE (*EXCHANGE TRADED-FUNDS*)
ESTRUTURA E ASPECTOS JURÍDICOS**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Profa. Associada Dra. Rachel Sztajn

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO - SP

2018

STEPHANIE SUNG A HONG

**FUNDOS DE ÍNDICE (*EXCHANGE TRADED-FUNDS*)
ESTRUTURA E ASPECTOS JURÍDICOS**

Dissertação de Mestrado, apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Profa. Associada Dra. Rachel Sztajn

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
SÃO PAULO - SP
2018**

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, exclusivamente para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Hong, Stephanie Sung A

Fundos de Índice (Exchange Traded-Funds): Estrutura e Aspectos Jurídicos / Stephanie Sung A Hong; orientadora Rachel Sztajn – São Paulo, 2018.

148 p.

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018.

1. Exchange-Traded Funds (ETFs) no Mercado Norte-Americano. 2. O Índice (*Benchmark*). 3. Vantagens dos ETFs. 4. Exchange-Traded Funds (ETFs) no Mercado Brasileiro. I. Sztajn, Rachel de, orient. II. Título.

Nome: HONG, Stephanie Sung A

Título: Fundos de Índice (Exchange Traded-Funds): Estrutura e Aspectos Jurídicos

Dissertação de Mestrado, apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Profa. Associada Dra. Rachel Sztajn.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Professor _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Professor _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Professor _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Professor _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

*Aos meus amados pais e avós,
por serem minha eterna fonte
de inspiração.*

*Ao Henrique, com o meu amor,
admiração e respeito.*

AGRADECIMENTOS

À minha família, pelo apoio e amor incondicionais ao largo de toda a minha trajetória, sem os quais certamente eu não poderia ter chegado aqui. Em especial, aos meus pais e avós, meus maiores exemplos de vida, por sempre estarem ao meu lado e me nutrirem de força e coragem ao longo do caminho.

Ao Henrique, pela paciência, apoio, compreensão e companheirismo nos últimos anos, além do compartilhamento diário de todas as alegrias e tristezas da vida.

À Professora Rachel, cuja disposição e paciência para compartilhar seus preciosos conhecimentos foram fundamentais ao desenvolvimento dessa pesquisa e, mais ainda, ao meu crescimento pessoal e profissional.

Aos meu amigos, por incentivarem esse trabalho e compreenderem a ausência.

RESUMO

HONG, Stephanie Sung A. *Fundos de Índice (Exchange Traded-Funds): Estrutura e Aspectos Jurídicos*. 2018. 148p. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2018.

A dissertação tem por objetivo analisar a regulamentação brasileira dos Exchange-Traded Funds (ETFs, também conhecidos como fundos de índice). Os principais aspectos de estudo são panorama atual dos ETFs no mercado americano, com a identificação da multiplicidade de tipos de ETFs ali existentes, os quais poderiam ser de interesse também do mercado brasileiro. A dissertação discorre, ainda, sobre o índice, o qual é utilizado por diversos instrumentos de investimento, incluindo o ETF, como referência. Analisa-se, ademais, as vantagens trazidas pela figura do ETF, em decorrência das suas particularidades. A partir dessa análise, a dissertação trata especificamente do ETF no mercado de valores mobiliários brasileiro, com um recorrido histórico do desenvolvimento do mercado de ETFs pátrio e análise da Instrução CVM nº 359/02 e suas alterações via concessão de dispensas e, em 2013, por meio da Instrução CVM nº 537/13. Por fim, a dissertação traz uma reflexão acerca da adequação do arcabouço regulatório criado pela CVM e o mecanismo de concessão de dispensas à instrução normativa aplicável aos ETFs.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Mercado de valores mobiliários. Fundos de investimento. Fundos indexados. Fundos de índice (exchange-traded funds).

ABSTRACT

HONG, Stephanie Sung A. *Exchange Traded-Funds: Structure and Legal Aspects*. 2018. 148p. Dissertation (Master) - Law School, University of São Paulo, São Paulo (USP), 2018.

The dissertation has the goal of analyzing the Brazilian legislation regarding the Exchange Trade Funds (ETFs, also known as index funds). The main aspects of the study are the current overview of the ETFs in the American market, with the identification of the multiple types of existent ETFs, which could be of the Brazilian market's interest. The dissertation also discuss about the index, which is used by many investment instruments, including the ETF, as a reference. The advantages brought by the ETF arising from its peculiarities area also object of analysis. Taking this as a start, the dissertation specifically addresses the ETF in the Brazilian securities market, its history, and analysis of CVM's Ruling No 359/02, as amended by the concession of waivers and, in 2013, by CVM Ruling No 537/13. Lastly, the dissertation raises a reflection about the adequacy of the rules created by CVM and the mechanism of concession of waivers to such rules, as applicable to ETFs.

Keywords: Capital market. Securities' market. Investment funds. Index funds. Exchange traded funds.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
Desenvolvimento dos Capítulos.....	14
1. EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETFs) NO MERCADO NORTE-AMERICANO..	17
1.1. Breve Histórico Dos Exchange-Traded Funds (ETFs).....	17
1.1.1. Fundos Mútuos (<i>mutual funds</i>).....	17
1.1.2. Indexação).....	18
1.1.3. Origens da Inovação).....	20
1.1.3.1. Index Participation Shares (IPS)).....	21
1.1.3.2. Toronto Stock Exchange Index Participations (TIPs).....	23
1.1.3.3. Supershares).....	24
1.1.3.4. Standard & Poor's Depositary Receipts (SPDRs).....	25
1.1.3.5. World Equity Benchmark Series (WEBS)	26
1.1.4. Desenvolvimento do ETF.....	27
1.1.5. ETFs vs. Mutual Funds.....	31
1.2. Tipos de ETF.....	34
1.2.1. Por Classe de Ativos.....	35
1.2.1.1. Renda Variável.....	35
1.2.1.1.1. Seleção dos Ativos.....	35
1.2.1.1.1.1. Recorte geográfico.....	36
1.2.1.1.1.2. Nível de Capitalização.....	36
1.2.1.1.1.3. Estilo: Crescimento (<i>Growth</i>) e Valor (<i>Value</i>)	38
1.2.1.1.1.4. Setor.....	39
1.2.1.1.2. Proporção dos ativos.....	41
1.2.1.1.2.1. Nível de Capitalização (<i>Cap weighting</i>)	41
1.2.1.1.2.2. Pesos Iguais.....	42
1.2.1.1.2.3. Outros.....	43
1.2.1.2. Renda Fixa.....	44
1.2.1.3. Commodities.....	45
1.2.1.4. Cambial.....	45
1.2.2. Por Estratégia.....	46
1.2.2.1. ETFs Alternativos.....	46
1.2.2.2. ETFs Alavancados e Inversos.....	47
1.2.3. Por Estrutura.....	47
2. O ÍNDICE (<i>BENCHMARK</i>)	49
2.1. Conceito.....	49
2.2. Evolução dos Índices.....	51
2.3. Utilização de índices em ETFs.....	53
3. VANTAGENS DOS ETFs.....	57
3.1. Diversificação.....	57
3.2. Eficiência de custos.....	59
3.3. Acesso a Mercados.....	65
3.4. Liquidez.....	66
3.5. Transparência.....	70
4. EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETFs) NO MERCADO BRASILEIRO.....	73
4.1. Breve Histórico.....	73
4.2. Natureza Jurídica.....	76
4.2.1. Responsabilidade dos Cotistas.....	84

4.3. Características Gerais.....	85
4.3.1. Fundo de Investimento Aberto.....	86
4.3.2. Acompanhamento da Performance do Índice.....	87
4.3.3. Listagem e Negociação na B3.....	88
4.3.4. Emissão e Resgate de cotas.....	89
4.3.5. Divulgação da Carteira e das Cestas.....	90
4.3.6. Arbitragem.....	90
4.4. Regulamentação do ETF pela Instrução CVM Nº 359/02.....	91
4.4.1. Redação original.....	91
4.4.2. Dispensas.....	98
4.4.3. Instrução CVM nº 537/13.....	106
4.4.4. ETFs Internacionais.....	111
4.4.5. ETFs de Renda Fixa.....	113
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	123

INTRODUÇÃO

No Brasil, o *Exchange-Traded Fund* (ETF), também conhecido como Fundo de Índice (doravante “ETF”), é regulado principalmente pela Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, conforme alterada pela Instrução CVM nº 537, de 16 de setembro de 2013 (“Instrução CVM nº 359/02”). De acordo com a referida regulamentação, o ETF é um fundo constituído sob a forma de condomínio aberto destinado à aplicação em carteira de títulos e valores mobiliários que visa refletir as variações e a rentabilidade de um índice de referência. Ainda, vale destacar que, diferentemente dos demais fundos de investimento abertos, as cotas do ETF são negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado.

A importância dos ETFs é crescente no mercado de valores mobiliários, seja em âmbito nacional ou global. No exterior, eles são um tremendo sucesso: no total, 2.825 ETFs movimentaram mais de US\$ 10 trilhões em 49 (quarenta e nove) bolsas em 2011, dos quais cerca de 87% desse volume ficou concentrado no mercado americano, sem contar que, na bolsa de Nova York, dez entre os vinte ativos financeiros de maior liquidez são ETFs.¹ Ainda nessa linha, a notícia de 2015 veiculada no *Financial Times* evidencia quão expressivo é o mercado de ETFs:

“Raw numbers demonstrate the power of ETFs. According to the latest count kept by ETFGI, the ETF research group, there are 5,632 ETFs and other exchange traded products in circulation around the world, from 245 providers. They are listed on 63 different exchanges in 51 countries. They have almost [US]\$3tn in assets and seem likely to pass that milestone during the first half of 2015. There were new flows of [US]\$50.7bn into the sector this February — the second-largest monthly flow on record and a sign that enthusiasm is not waning.”²

¹ SPOTORNO, Karla. **ET o quê?**. 2012. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/2744972/et-o-que#ixzz2486AlpnZ>. Acesso em: 20 jun. 2016.

² Tradução livre: “Números brutos demonstram o poder dos ETFs. De acordo com as últimas contas da ETFGI, o grupo de pesquisas de ETF, há 5.632 ETFs e outros produtos negociados em bolsa em circulação no mundo, de 245 provedores. Eles estão listados em 63 bolsas diferentes em 51 países. Eles totalizam quase

No Brasil, por sua vez, os ETFs movimentaram nos primeiros seis meses de 2012 três vezes o volume negociado em igual período do ano anterior, totalizando R\$ 15,67 bilhões entre janeiro e julho daquele ano. Números mais recentes comprovam a contínua expansão deste produto no mercado brasileiro, que vem se destacando pelo aumento no volume de negociação nos últimos anos. Em março de 2016, tal volume praticamente duplicou, alcançando o montante de R\$ 5,36 bilhões, contra R\$ 2,64 bilhões em fevereiro, segundo dados da B3. No acumulado do primeiro trimestre, foram mais de R\$ 10 bilhões negociados.”³

Não obstante, apesar dos números ventilados acima, os ETFs ainda engatinham no Brasil quando comparados à evolução nos mercados estrangeiros: existe um número pequeno de ETFs no país que, somados, não chegam a representar nem 3% do volume de negócios da Bolsa de Valores brasileira, enquanto a bolsa de valores de Nova York (NYSE) tem mais de 1.500 listados, representando quase um quarto do volume de negócios.⁴

Alguns fatores contribuem para esse tímido crescimento do mercado local de ETFs, sendo um deles de cunho regulatório: a redação original da Instrução CVM nº 359/02, apesar de inovadora por ser um dos textos pioneiros de regulamentação específica dos ETFs, era incompatível com a existência e/ou viabilidade econômica do objeto regulado, o que impedia o desenvolvimento de novos tipos de ETFs por limitar os investimentos a ativos de renda variável (basicamente ações de companhias brasileiras). Nos Estados Unidos, por exemplo, onde o mercado de ETFs é mais desenvolvido, há uma infinidade de tipos de ETFs, tais como os ETFs de renda fixa, internacionais, sintéticos, alavancados e inversos, entre outros.⁵

[US]\$ 3 trilhões em patrimônio e parece que vão ultrapassar esse marco na primeira metade de 2015. Houve ingresso de novos fluxos de capital de [US]\$ 50,7 bilhões no setor em fevereiro deste ano – a segundo maior fluxo de capital mensal e um sinal de que o entusiasmo não está diminuindo”. (AUTHERS, 2015).

³ MARTINS, Danylo. **ETF é opção para diversificar cesta**. 2016. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/4545303/etf-e-opcao-para-diversificar-cesta>. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁴ MARTINS, Danylo. **ETF é opção para diversificar cesta**. 2016. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/4545303/etf-e-opcao-para-diversificar-cesta>. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁵ A diferença entre esses “tipos” de ETFs reside na classe de ativos investido e na estratégia de investimento do fundo em questão. ETFs de renda fixa buscam refletir a variação de índices compilados a partir do retorno de carteiras de ativos de renda fixa, enquanto que ETFs internacionais consistem em ETFs brasileiros que repliquem o comportamento de índices de ativos do mercado internacional. Já os ETFs sintéticos visam refletir o desempenho do índice de referência por meio de contratos derivativos. Os ETFs alavancados, por

A CVM, então, reconhecendo a importância dos ETFs e a inadequação do arcabouço regulatório então existente, passou a conceder dispensas a algumas das exigências da Instrução CVM nº 359/02, de forma a viabilizar o desenvolvimento do produto. Em outras palavras, a redação da própria instrução voltada para regular os ETFs era incompatível com o desenvolvimento do próprio objeto regulado (sem qualquer intenção de desmerecer o caráter inovador da norma, eis que se trata de um dos textos pioneiros de regulação da figura específica dos ETFs), o qual só foi possível a partir da flexibilização da norma pela CVM. Cabia, então, ao regulador repensá-la e aperfeiçoá-la.

Logo, após analisar os comentários enviados pelos participantes do mercado em resposta ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/12 (“Edital de Audiência Pública 08/12”), a CVM publicou, em 16 de setembro de 2013, a Instrução CVM nº 537 (“Instrução CVM nº 537/13”), que consiste na primeira (e até hoje a única) alteração à Instrução CVM nº 359/02. Nesta oportunidade, a regulamentação passou a permitir a criação e registro de ETFs de renda fixa e a possibilidade de *cash creation*⁶, além de viabilizar a otimização da gestão da sua carteira.

Ainda, a CVM demonstrou estar disposta a receber pedidos de registro de ETFs internacionais – *i.e.*, ETFs que seguem índices estrangeiros –, os quais seriam analisados e discutidos caso a caso. Com isso, pode-se dizer que a CVM atendeu, em parte, às demandas dos participantes do mercado, que há tempos pediam, principalmente, por uma “expansão” do mercado local de ETFs, permitindo, assim, outras modalidades do ETF no Brasil. Contudo, a “expansão” limitou-se apenas a ETFs de renda fixa e internacionais, sendo que esta última carece ainda de formulação de pedidos específicos de dispensa à CVM para sua autorização.

De qualquer forma, nos Estados Unidos, a gama de modalidades de ETFs é ainda muito maior do que os tipos permitidos pela CVM, de sorte que os norte-americanos contam também com a possibilidade de trabalhar com o ETF, por exemplo, na sua forma alavancada, inversa e sintética⁷, vedadas pela regulamentação pátria até os dias atuais. Naturalmente, a mera existência de outras modalidades de ETFs nos Estados Unidos e

sua vez, têm por objetivo refletir múltiplos do desempenho do índice e, por fim, os ETFs inversos refletem desempenho oposto àquele do respectivo índice subjacente.

⁶ Pelo mecanismo de *cash creation*, o gestor não fica limitado ao recebimento da cesta de ativos, mas pode também aceitar dinheiro na integralização e resgate das cotas de ETF.

⁷ ETFs alavancados visam refletir múltiplos do desempenho do índice; os inversos, desempenho oposto ao do índice; e os sintéticos se utilizam de derivativos para reproduzir o retorno do índice.

demais países não significa, necessariamente, que se deva permitir a criação de todas essas variantes no contexto brasileiro, por meio de uma mera “importação” do modelo norte-americano. É necessário, portanto, refletir sobre a situação atual do mercado de capitais brasileiro e pensar um arcabouço regulatório que viabilize produtos que atendam às necessidades dos investidores locais.

O ETF, em todo caso, é visto de forma positiva pelo mercado: tal produto é de grande interesse para o mercado de valores mobiliários não só por proporcionar ao investidor a possibilidade de aplicar em um fundo de ações diversificado, com custo na maioria das vezes menor do que o dos fundos de investimento tradicionais, mas também por aumentar a liquidez dos ativos que compõem os índices por eles seguidos. Ademais, o produto permite a diversificação de riscos dos investidores e o aumento da competição entre produtos de investimento. Na perspectiva do investidor, ainda, seria mais vantajoso adquirir a cota do ETF em uma única negociação do que comprar todas as ações que compõem o índice para obter o mesmo benefício da diversificação, já que isso resultaria na redução do número de operações, da complexidade operacional e dos custos. Ao mesmo tempo, o investidor beneficia-se também da transparência da carteira do ETF, que, por reproduzir um índice público, é maior que a de um fundo de investimentos tradicional. E, de fato, o ETF tornou-se popular nos Estados Unidos, expandindo-se rapidamente para as demais regiões do globo, principalmente em decorrência de suas vantagens: transparência, baixo custo, eficiência e flexibilidade, os quais, em conjunto, permitem um fácil acesso ao mercado e, conseqüentemente, uma democratização do investimento.

Com base nesses argumentos, Alexandre Jorge Chaia, gestor da Artesanal Investimentos, afirma que os reguladores brasileiros não compreenderam perfeitamente a dimensão desse novo instrumento financeiro, o qual possui o potencial de impulsionar o crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e de facilitar o investimento por pessoas físicas.⁸

Sendo assim, fica o anseio comum de que o regulador entenda o produto em todas as suas especificidades, de forma que a regulação permita que novas formas de investimento, como os ETFs, desenvolver plenamente o seu potencial de sofisticação e aperfeiçoamento do mercado, sem que, com isso, se perda de vista a higidez necessária a

⁸ BRADLEY, Harold; CHAIA, Alexandre. Os ETFs podem prejudicar o mercado de capitais?. **Revista Capital Aberto**, Brasil, n. 100, p. 60-61, dez. 2011.

todos os mercados de valores mobiliários. Com isso, beneficiar-se-ia o mercado de valores mobiliários que, por sua vez, é essencial para o desenvolvimento do país por ter o condão de alocar eficientemente os recursos escassos em atividades produtivas.

Em suma, considerando que (i) os ETFs são desejáveis ao mercado de valores mobiliários pelos motivos supramencionados, (ii) o desenvolvimento desse mercado é essencial para o desenvolvimento econômico do país por ter como finalidade a eficiente alocação de recursos escassos em atividades produtivas por meio da canalização da poupança privada ao financiamento dos investimentos a custos mais baixos do que as taxas de juros praticadas pelo mercado, e (iii) o Direito é ferramenta para a implementação de políticas econômico-financeiras que têm por objetivo o desenvolvimento do país, é imprescindível analisar criticamente e buscar aprimorar a regulamentação nacional, de modo a promover o desenvolvimento de produtos importantes como o ETF e, ao mesmo tempo, garantir a higidez do mercado.

Destarte, a presente dissertação propõe-se a analisar a regulamentação brasileira, de modo a repensar o arcabouço regulatório existente para melhor atender às necessidades da situação concreta, mais especificamente no que tange aos ETFs. Busca-se, portanto, nesse trabalho, criticar construtivamente o texto da Instrução CVM nº 359/02, conforme alterada, de tal forma que seja possível o desenvolvimento do mercado local de ETFs e, conseqüentemente, do mercado de valores mobiliários brasileiro, o que, em termos mais genéricos – e ambiciosos –, representa uma contribuição ao desenvolvimento do Brasil.

Desenvolvimento dos Capítulos

Tendo como objeto precípua da dissertação a análise da Instrução CVM nº 359/02 e de regulamentações correlatas, especialmente no que tange à sua adequação ao produto e ao desenvolvimento do mercado local de ETFs, a presente dissertação está dividida em 4 (quatro) capítulos.

Dessa forma, inicia-se a dissertação com um breve relato das origens e da evolução do ETF, especialmente nos Estados Unidos, desde o surgimento da ideia de indexação até se chegar no que atualmente conhecemos como ETFs. Ao final do recorrido

histórico, será apresentado panorama atual dos ETFs no mercado americano, elencando as principais modalidades de ETFs ali existentes (investimento em diferentes classes de ativo e estratégias). A ideia é ilustrar como os ETFs surgiram e se multiplicaram nas diversas modalidades hoje existentes (a maioria dos quais não existem - ainda - no mercado brasileiro).

Em seguida, no capítulo 2, a dissertação discorre acerca do índice utilizado como *benchmark* dos ETFs e, ato contínuo, o capítulo 3 versa a respeito das vantagens trazidas pelos ETFs, quais sejam a diversificação, eficiência de custos, acesso a mercados, liquidez e transparência, razões pelas qual seria um bom instrumento para captação da poupança dos investidores, especialmente os de varejo.

A partir dessa análise, o capítulo 4 da dissertação tratará especificamente do ETF no mercado de capitais brasileiro, trazendo o histórico do desenvolvimento do mercado de ETFs pátrio desde o primeiro registro de um ETF local até o presente momento. Será analisada a Instrução CVM nº 359/02 e as alterações regulatórias via concessão de dispensas e, em 2013, por meio da Instrução CVM nº 537/13, que resultaram, entre outros, no lançamento de ETFs internacionais e deram início ao (lento) processo que, em breve, oxalá, culminará no lançamento do primeiro ETF de renda fixa no país.

Faz-se, por fim, uma reflexão acerca da adequação do arcabouço regulatório criado pela CVM, principalmente no que tange às exigências que sempre engessaram o desenvolvimento do ETF no país, ficando os participantes do mercado dependentes da concessão de dispensas por parte da CVM, mecanismo esse lento e discricionário.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme abordado ao longo da dissertação, o fundo de índice é um tipo de fundo aberto, com suas cotas negociadas em mercado secundário e que tem por objetivo replicar um índice determinado e constituído – no caso do Brasil –, através da manutenção em carteira dos ativos previstos na composição teórica do índice.

Assim, é instrumento de natureza híbrida, que por vezes se comporta como uma ação negociada em mercados de bolsa, e em certas circunstâncias, como um fundo de investimento tradicional. O que aproxima o fundo de índice a uma ação é essencialmente seu funcionamento no mercado secundário, no qual as cotas são negociadas entre os investidores participantes desse ambiente, com todas as implicações cabíveis a essa negociação (preço afetado por oferta e demanda, marcação permanente a mercado *intra-day*, etc.).

Por outro lado, o fundo de índice em muito se assemelha a um fundo de investimento quando se analisa seu funcionamento no mercado primário. Nesse caso, os denominados "agentes autorizados" (em geral corretoras e outras instituições financeiras) podem constituir novas cotas ou destruir cotas existentes por eles detidas através, respectivamente, da entrega ou recebimento das chamadas cestas de integralização ou resgate, que contêm em regra ativos componentes do índice em proporções no mínimo semelhantes às previstas nesse índice que o fundo persegue. Como se pode perceber, a tais agentes autorizados existe a possibilidade de arbitragem sempre que o preço negociado em mercado secundário se distancia do "valor justo", assim considerado aquele obtido pela soma dos valores de mercado dos ativos componentes da cesta do índice.

Assim, por exemplo, em caso no qual o preço negociado da cota esteja acima do valor justo da cesta, o agente autorizado pode se valer dessa discrepância para montar uma cesta e entregá-la ao fundo em troca de cotas que possa vender no secundário por um maior valor, com o decorrente ganho financeiro dessa operação. Da mesma forma, a lógica inversa também seria válida no caso do resgate de cotas.

Essa característica dos fundos de índice é positiva para os mercados dos ativos subjacentes, pois leva quaisquer excessos de demanda ou oferta pelas cotas do fundo de

índice¹⁷¹ à respectiva criação e destruição de cestas, que implicam a necessidade de compra ou venda das ações componentes do índice pelo agente autorizado, conferindo mais liquidez ao mercado secundário dessas ações. Além disso, tal arbitragem também garante que o valor de negociação das cotas do fundo de índice não se distancie do citado valor justo, pois, a montagem da cesta eleva os preços das ações componentes da cesta, assim como a venda no secundário das cotas recém-criadas provoca a queda do preço da cota do fundo, o que leva à convergência entre o valor de negociação da cota e o mencionado valor justo. Aqui também, a lógica inversa também se aplica no caso do resgate de cotas.

Não por acaso, o sucesso de qualquer fundo de índice se mede muito mais pela liquidez de negociação de suas cotas no mercado secundário do que, por exemplo, pelo tamanho (patrimônio líquido) do fundo, posto que para fundos de índice com maior liquidez se espera menor *spread* entre o preço de negociação da cota no mercado e o valor justo, e por consequência, menores custos de transação para o investidor final, que, afinal, pretende apenas perseguir o índice replicado.

Pelas características supramencionadas, o ETF é bastante popular no mundo agora. Nos Estados Unidos, o ETF encontrou terreno fértil para seu desenvolvimento e, por isso, conta com uma pluralidade de estratégias de investimento. No Brasil, apesar de ser um mercado promissor, o mercado de ETFs ainda é tímido.

A Instrução CVM 359/02 regulou o ETF desde a sua estreia no mercado de capitais brasileiro, consolidando uma única estrutura. Contudo, limitou suas aplicações à renda variável, impedindo que se desenvolvessem ETFs de renda fixa e internacionais, entre outros. Ainda, ao exigir o modelo de *full replication*, a norma pátria tornou-se um obstáculo ao pleno desenvolvimento do produto no país, uma vez que este se deparava com dificuldades operacionais para tanto. Notada esta dificuldade e entendendo que o ETF é um veículo de investimento que pode beneficiar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, a CVM passou a dialogar com participantes do mercado, propondo-se a realizar análises caso a caso e, então, conceder dispensas a dispositivos da referida Instrução.

¹⁷¹ É verdade que esse pressuposto só é verdadeiro se pudermos considerar a hipótese – na verdade bastante razoável – de que o fundo de índice traz ao mercado novos investidores, que de outra forma não teriam decidido comprar os ativos componentes da cesta replicada diretamente no mercado.

Nota-se pelas inúmeras alterações à Instrução CVM nº 359/02 a inadequação de sua redação original, constatação esta reiterada inclusive nas diversas manifestações da própria autarquia. Nesse contexto, a concessão de dispensas foi o primeiro passo dado pela CVM para se permitir o desenvolvimento do ETF no Brasil. Assim, participantes do mercado com expertise relativa ao produto “conduziram”, de certa forma, a evolução da regulamentação pátria ao dialogar com a CVM acerca das reformas necessárias.

Só então, mediante concessões de dispensas, é que o mercado brasileiro de ETFs (de renda variável) começou a mostrar algum avanço. Nesse processo, há que se reconhecer os esforços de participantes do mercado que, além de buscarem tornar o produto comercialmente atrativo aos investidores, promoveram a compreensão e familiarização dos investidores brasileiros com o produto por meio da intensa divulgação de materiais educativos, entre outros.

Reiterados pedidos de dispensa dos participantes de mercado, bem como a pressão relativa à possibilidade de expansão das estratégias adotadas pelos ETFs locais (já que, sob o regime inicial, os ETFs podiam ter suas estratégias de investimento referenciadas somente em índices baseados em carteiras de valores mobiliários de renda variável) levaram a CVM a, finalmente, alterar a Instrução CVM nº 359/02. Dessa forma, em 16 de setembro de 2013, a CVM editou a Instrução CVM nº 537/13, que autoriza a constituição de fundos de índice de renda fixa e introduz importantes avanços na Instrução CVM nº 359/02.

A nova redação da Instrução CVM nº 359/02 incorporou os reiterados entendimentos do colegiado da CVM no que se refere à outorga de dispensas de certos requisitos da Instrução CVM nº 359/02, as quais vinham sendo concedidas caso a caso no âmbito dos pedidos de registro de funcionamento de ETFs de renda variável. A formalização dessas regras conferiu maior consistência e celeridade aos trâmites de tais processos junto à CVM. Em especial, destaca-se a flexibilização das exigências que impunham às carteiras dos ETFs e às suas cestas de integralização e resgate a obrigação replicar quase integralmente (*full replication*) os respectivos índices de referência.

As mudanças trazidas pela Instrução CVM nº 537/13 também ampliam o leque de investimentos autorizados para essa classe de fundos ao permitir que o desempenho de seus portfólios acompanhe a variação de índices compilados a partir do retorno de carteiras de ativos de renda fixa – sejam públicos, privados ou combinações de ambos –, que passam a

poder integrar as carteiras de ETFs de renda fixa de forma predominante. Na mesma ocasião, a CVM criou uma lista de parâmetros que serão adotados para o reconhecimento dos índices de mercado elegíveis para ETFs (inclusive de renda fixa), com o intuito de orientar a análise dos pedidos de registro de funcionamento de ETFs por participantes do mercado. Informações detalhadas e de fácil acesso acerca dos componentes do índice, sua metodologia de cálculo, regras de rebalanceamento, alterações e prestação de informações correlatas passam a constar expressamente do rol de exigências para a utilização de índices de referência por ETFs.

Ademais, houve inovação também no sentido de se permitir aos gestores de ETFs a possibilidade de aceitarem moeda corrente nacional nas operações de integralização e resgate de cotas (*cash creation*), nos termos do regulamento do ETF, o que pode contribuir para a redução dos custos operacionais envolvidos nesses trâmites. Tal faculdade era restrita pela regra anterior, que exigia que integralizações e resgates de cotas no mercado primário fossem necessariamente realizados mediante a entrega dos respectivos ativos integrantes da carteira do ETF (*in kind*), de acordo com cestas de integralização e resgate previamente definidas.

Contudo, a CVM deixou claro que a reforma da Instrução CVM nº 359/02 se daria em 2 (duas) etapas: a criação e regulamentação dos ETFs de renda fixa conclui a primeira delas, restando a expectativa com relação à segunda etapa, cujo escopo deveria abranger a viabilização de ETFs locais referenciados em carteiras de índices de ativos negociados no mercado internacional (ETFs internacionais), atendendo a uma forte demanda do mercado no sentido de se estender ao investidor brasileiro a possibilidade de investir em um ETF cuja carteira seja composta por cotas de ETFs adquiridas no exterior. A referida modalidade daria a investidores locais, por meio de um veículo de investimento disponível no Brasil, exposição a índices de referência internacionais como o S&P 500, Dow Jones, NASDAQ e FTSE 100, entre outros.

Do ponto de vista regulatório, as novas regras fixadas pela Instrução CVM nº 537/13 representam um avanço substancial na regulação dos fundos de índice no Brasil, além de tornarem factíveis várias das premissas necessárias para a discussão de pleitos relativos aos ETFs internacionais, a exemplo dos mecanismos de *cash creation*, critérios para o reconhecimento de índices de mercado elegíveis, flexibilidade para a composição de

carteiras dos ETFs e de suas cestas de integralização e resgate bem como limites prudenciais ao uso de determinados ativos já estabelecidos na norma.

No entanto, a CVM postergou a análise da possibilidade de criação de ETFs internacionais, estabelecendo, para estes, a modalidade de concessão de dispensas caso a caso. A autarquia esclareceu, na ocasião do aperfeiçoamento da regulamentação pela Instrução CVM nº 537/13, que o ETF de índices internacionais seria matéria de uma próxima audiência pública focada neste aspecto, a qual nunca foi realizada.

Além disso, uma das exigências da CVM para a criação de ETFs internacionais foi a restrição da sua negociação a investidores que tenham, no mínimo R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) em investimentos (investidores estes antes denominados “superqualificados”). Tal condição visava a manter alguma simetria com as limitações impostas a outros produtos então oferecidos no mercado brasileiro que davam ao investidor exposição ao risco no exterior. Contudo, a regulamentação desses outros produtos evoluiu, de forma a gradativamente permitir o acesso do investimento do público em geral a esse tipo de aplicação, enquanto que a norma relativa aos ETFs internacionais não acompanhou, automaticamente, essa mudança. Houve, portanto, nova consulta do participante de mercado para, só então, a CVM, diante dos inegáveis fatos, conceder aos ETFs internacionais tratamento simétrico àquele dado aos demais produtos para investimento no exterior.

Vale destacar que, mesmo concordando com a eliminação dessa assimetria no tratamento entre produtos com exposição internacional, a CVM optou, mais uma vez, pelo mecanismo de concessão de dispensas. Para cada registro de ETF internacional, deveria haver um pedido correspondente e, no caso dos ETFs internacionais em funcionamento que foram sujeitos à exigência anterior, os respectivos administradores desses fundos deveriam solicitar o abrandamento da restrição de negociação mediante formalização do seu interesse a esse respeito.

A CVM deveria levar em consideração as dificuldades de acesso na prática sofridas pelos (demais) participantes de mercado em uma dinâmica de aprovação caso a caso pela CVM, ou seja, baseada não apenas na norma, mas também em uma jurisprudência específica, ainda que reiterada. Nesse sentido, apesar de toda a jurisprudência da CVM ser publicada em seu site e permanecer acessível para consulta a todos os participantes de mercado, a interpretação da abrangência e alcance dessa jurisprudência pode gerar dúvidas e

inibir de certa forma a iniciativa de constituição de fundos semelhantes por (potenciais) concorrentes.

Apesar de a concessão de dispensas específicas permitir à CVM também exercer uma avaliação caso a caso dos primeiros produtos que ingressam no mercado, o que viabiliza o acesso àqueles que, baseados no juízo de conveniência e oportunidade cabível, a CVM entenda como mais conservadores e menos sujeitos a certos riscos, de forma inclusive a servir de feedback para o próprio processo normativo de adaptação e atualização da Instrução CVM nº 359/02, o processo é certamente lento e discricionário. Além disso, o fato de a regulamentação e a jurisprudência relativas aos ETFs não ser consolidada posteriormente em um corpo jurídico único, mais precisamente pela alteração da Instrução CVM nº 359/02, torna a compreensão de todo o arcabouço regulatório aplicável aos ETFs mais difícil aos participantes do mercado, os quais têm de buscar e analisar, uma a uma, as esparsas manifestações da CVM a respeito do tema.

Pode-se alegar que a admissão de fundos de índice com base na concessão de dispensas específicas é mais célere que a efetiva alteração da instrução normativa atualmente vigente, dado que a audiência pública e a análise da CVM a esse respeito demandariam mais tempo. Contudo, uma vez devidamente regulada a matéria, não haveria necessidade de novos pedidos de concessão de dispensa, o que poderia de fato trazer mais celeridade à criação de ETFs no futuro, respeitados, é claro, as diretrizes de liquidez, transparência e melhores práticas estabelecidas pela autarquia na Instrução CVM nº 359/02.

Ainda, tal comportamento é contraditório ao reconhecimento pela CVM de que ETFs são desejáveis ao mercado. Vide a afirmação da própria CVM nesse sentido, no contexto do Edital de Audiência Pública 08/12, ocasião em que se discutiu e resultou na ampliação das estratégias dos ETFs aos ativos de renda fixa:

“A aderência a um índice específico torna a estratégia de investimento de fácil compreensão pelo público de varejo. Além disso, a maior transparência da carteira e as baixas taxas de administração que geralmente são cobradas nesses fundos são vantagens em relação aos fundos de investimento tradicionais. Produtos como o ETF podem contribuir para a diversificação de riscos dos investidores e para o aumento da competição entre produtos de investimento e, por isso, são desejáveis.”

Não obstante, o crescimento do mercado de ETFs no Brasil tem sido engessado pela regulamentação da CVM, a qual, apesar das suas melhores intenções e esforços no que tange ao aperfeiçoamento das normas aplicáveis a essa modalidade de fundos de investimento, tem adotado reiteradamente o mecanismo burocrático e moroso de concessão de dispensas mediante análise caso a caso da sua oportunidade e conveniência, o qual não tem sido mais do que um entrave ao mercado local de ETFs.

A CVM pode (e deve) refletir os objetivos regulatórios de se full disclosure, eficiência do mercado, redução dos custos e aumento da competitividade entre produtos e serviços financeiros na sua regulamentação, como o vem fazendo na Instrução CVM nº 359/02. Nada disso impede que a CVM permita aos participantes de mercado criarem ETFs com investimentos em outros tipos de ativos ou estratégias de investimento, como aqueles existentes nos Estados Unidos. Inclusive, pode fazê-lo por meio de abertura gradual a essas novas estratégias, primeiro a investidores profissionais e/ou qualificados e, se julgar oportuno, a investidores de varejo, como o fez com relação ao ETF internacional. Apesar de o ETF ter, pelas suas características de diversificação a baixo custo, liquidez e transparência, vocação para canalizar a poupança nacional, inclusive de investidores de varejo, aos setores produtivos, não há prejuízos em se utilizar a sua estrutura para estratégias mais complexas (tais como as alavancadas, inversas ou a combinação destas). Desde que haja a devida divulgação (disclosure) das informações relativas às estratégias utilizadas e os riscos a eles inerentes, bem como uma análise da adequação do produto ao nível de sofisticação do investidor (suitability) definido pela CVM, esta não deveria ditar quais investimentos devem ou não existir.

E, ao ampliar as estratégias permitidas aos ETFs, a CVM deve fazê-lo por meio da alteração da Instrução CVM nº 359/02 ou outra instrução normativa que venha a substituí-la, a qual deve, preferencialmente, consolidar toda a regulamentação aplicável ao produto. Sendo a certeza e a segurança do direito pilares do sistema jurídico e elementos essenciais para a eficiência alocativa do mercado, incluindo, sem limitação o mercado de valores mobiliários, cabe ao regulador prover esse suporte jurídico. Nesse sentido, a consolidação de todas as regras aplicáveis em um corpo normativo, dispensando, assim, a análise de concessões de dispensas caso a caso (ou, pelo menos, relegando-a a situações excepcionais), facilitaria a criação de novos ETFs, inclusive a participantes outros que

desejem ingressar nesse mercado, além de conferir maior segurança e celeridade ao lançamento de novos fundos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANTONIEWICZ, Rochelle e HEINRICHS, Jane. Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work. **ICI Research Perspective**, USA, v. 20, n. 5, p.1, set. 2014. Disponível em: www.ici.org/pdf/per20-05.pdf. Acesso em: 15 abr. 2018.

AUTHERS, John. **Pluses and pitfalls in the ETF revolution**. 2015. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/2/dc048512-b14f-11e4-831b-00144feab7de.html#ixzz49z0S7eGn>>. Acesso em: 30 jun. 2016.

BARRETO FILHO, OSCAR. **Regime Jurídico das Sociedades de Investimentos: “Investment Trust”**. São Paulo: Max Limonad, 1956. p. 66.

BLITZER, David M. Conceptual Approaches to Indexes for Exchange-Traded Funds. In: MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Investment Approaches**. London: Risk Books, 2009.

BRADLEY, Harold; CHAIA, Alexandre. Os ETFs podem prejudicar o mercado de capitais?. **Revista Capital Aberto**, Brasil, n. 100, p. 60-61, dez. 2011.

BRADLEY, Harold; LITAN, Robert. E. **Choking the Recovery: Why New Growth Companies Aren’t Going Public and Unrecognized Risks of Future Market Disruptions**. 2014. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1706174. Acesso em 14 de junho de 2016.

CAMPOS, Eduardo. Brasil faz parceria com Banco Mundial para lançar ETF de renda fixa. **Valor Econômico**. Brasília, 5 mar. 2013. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/3033010/brasil-faz-parceria-com-banco-mundial-para-lancar-etf-de-renda-fixa>. Acesso em: 10 jun. 2016.

CARO, Luciana Del. Bom para quem?. **Revista Capital Aberto**. n. 119, p. 11, jul. 2013.

CARVALHO, Mário Tavenard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CBOE VOLATILITY INDEX. **Homepage**. EUA, 2018. Disponível em: <http://www.cboe.com/vix>. Acesso em: 23 nov. 2017.

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities Regulation: Cases and Materials**. 2 ed. Nova Iorque: Aspen Publishers, 1997.

CRESSWELL, Rosie. A centre for all?. **Latin Lawyer**. Reino Unido, v. 12, n. 5, jul. 2013.

DIAS, Luciana Pires. The CVM's initiative to encourage small companies to make IPOs. **Latin Lawyer**. Brasil, v. 12, n. 5, jul. 2013.

DIAS, Luciana; TRONCOSO, Maria Clara. Panorama dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 241.

DINIZ, Rodrigo Pará. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro – Aspectos Tributários e Questões controversas em matéria fiscal**. São Paulo: Almedina, 2014.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 19 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

DOWNES, John; ELLIOT, Jordan G. **Dicionário de Termos Financeiros e de Investimentos**. Tradução de Ana Rocha Tradutores Associados. São Paulo: Nobel, 1993.

DUTRA, Fabio; PIMENTEL, Guilherme de Souza; MARTINS, Régio Soares Ferreira. Uma Introdução aos ETFs – Fundos de Índice. **Resenha da Bolsa**, Brasil, v. 2, p. 24, fev. 2016. Disponível em: <http://resenhadabolsa.com.br/portfolio-items/uma-introducao-aos-etfs-fundos-de-indice-2/>. Acesso em: 14 mar. 2018.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3 ed, Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ERWING MARION KAUFFMAN FOUNDATION. Kansas City, 2018. Disponível em: <https://www.kauffman.org/who-we-are>. Acesso em: 10 mar. 2018.

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundo de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001.

GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010.

GERBER, Melinda. **How to Create and Manage a Mutual Fund or Exchange-Traded Fund: A Professional's Guide**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2008. p. 224-225.

HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015.

KOESTERICH, Russ. **The ETF Strategist – Balancing Risks and Rewards for Superior Returns**. New York: Portfolio, 2008.

LIMA, Iran Siqueira; GALARDI, Ney; NEUBAUER, Ingrid. **Mercados de investimentos financeiros**. 2 ed, 4 reimpressão. São Paulo: Atlas, 2006. p. 72-73.

MARTINS, Danylo. **ETF é opção para diversificar cesta**. 2016. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/4545303/etf-e-opcao-para-diversificar-cesta>. Acesso em: 20 jun. 2016.

MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES. **Mutual Funds**. 2018. Disponível em: https://www.mfs.com/wps/portal/mfs/us-advisor-pub/products/mutual-funds/!ut/p/a1/jY5BT4NAFIR_Sw8c5T2wFOqNRAsqik1TC3sxu2VZSIAIC5SUXy9walKb-m7zzUzeAIEISEVPuaBtLitaTJqsfsKtuQ1t30T0TAvNT9_YLH00nBdrDMSXAS9wXDSfw833--oLvBXxvz7eOBfv9d-AiEKyeWrsVuzREUAUT7niSu_UiLO2rZsnDTXs-14XUoqC60dZ6kxp-Fcrk00L0VUY4nGqfXPLfgk7IEBOOe8_ZMIhrpVM84LvurKk6jx5I0m6Y_uaQGxYzkSajCo-6ws_yKuZrW043PtZl_toCPjhgbKBsyE9u4vFL_te0FQ!/Z7_OQ2QO7H200G2502NH1F4H018U4. Acesso em: 23 nov. 2017.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Banco Mundial seleciona o Brasil para desenvolver instrumento financeiro pioneiro**. 2013. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/noticias/2013/marco/banco-mundial-seleciona-o-brasil-para-desenvolver-instrumento-financeiro-pioneiro>. Acesso em: 29 mai. 2016.

MUTO, Silvio. Piloto Automático. **Revista Capital Aberto**. São Paulo, n. 90, p. 36-40, fev. 2011.

NEUBERT, Albert S. Accident and Genius: What History tells us about the future of ETFs. In: MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Investment Approaches**. London: Risk Books, Inc., 2009.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: Volume IV, Direitos Reais**. Revisão de Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. 19 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado. t. LI, parte especial – Direito das Obrigações: Sociedades por Ações. Sociedade em Comandita por Ações. Controle das Sociedades. Sociedades de investimento, de crédito e de financiamento**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1966.

PRESTBO, John A. Indexes and Indexing. In: MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Approaches**. London: Risk Books, Inc., 2009.

RAGAZZI, Ana Paula; SEABRA, Luciana. CVM edita norma e autoriza criação de ETFs de renda fixa. **Valor Econômico**, São Paulo, 17 set. 2013. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/3271738/cvm-edita-norma-e-autoriza-criacao-de-etfs-de-renda-fixa>. Acesso em: 21 set. 2013.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Exchange-Traded Funds (ETFs) – Fast Answers**. 2017. Disponível em: <https://www.sec.gov/answers/etf.htm>. Acesso em: 15 mar. 2018.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Fifty-fifth Annual Report of the Securities and Exchange Commission covering the fiscal year October 1, 1988 to September 30, 1989**. 1989. Disponível em: http://www.sec.gov/about/annual_report/1989.pdf. Acesso em: 30 mai. 2016.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs)**. 2012, p. 1. Disponível em: <https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf>. Acesso em: 25 jun. 2016.

SPOTORNO, Karla. **ET o quê?**. 2012. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/2744972/et-o-que#ixzz2486AlpnZ>. Acesso em: 20 jun. 2016.

SZTAJN, Rachel. Quotas de Fundos Imobiliários – novo valor mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 93, 1994.

THE WORLD BANK, Issuer-Driven Exchange Traded Fund Program. 2012. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSPContentServer/WDSP/IB/2012/11/08/00033303820121108234502/Rendered/PDF/728510BR0REVIS0Only0900R20120019804.pdf>.

Acesso em: 20 jun. 2016.

TMX MONEY. **How ETFs are created**. Disponível em: http://tmxmoney.com/en/sector_profiles/exchange_traded_funds/education/creation.html.

Acesso em: 30 mai. 2015.

TORONTO STOCK EXCHANGE – TMX. **Toronto Stock Exchange celebrates 25 years of listing and trading Exchange Traded Funds – March 9, 2015**. Disponível em: <https://www.tsx.com/resource/en/1089>. Acesso em: 22 jun. 2016.

WALD, Arnaldo, Da natureza jurídica do fundo imobiliário. **Revista Forense**, n. 309. Rio de Janeiro: Forense, 1990.

WIANDT, Jim; MCCLATCHY, Will. **Exchange Traded Funds**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2002. p. 71.

WILTGEN, Julia. ETF é ruim para quem tem pouco dinheiro. **Revista Exame**. Brasil, dez. 2013. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/como-escolher-o-melhor-fundo-para-seguir-um-indice>. Acesso em: 15 jun. 2016.

YAZBEK, Otavio. Limites do modelo de private equity no Brasil: o caso dos regimes de resgate, amortização e pagamento de dividendos. In. HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 373.

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n. 145**, de 14 abr. 1970, Brasília, DF.

BRASIL, Lei nº 6.385/76. Brasília, DF, 1976a. **Mercado de valores mobiliários e criação da Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 16 jun. 2016.

BRASIL, Lei nº 10.406/02. Brasília, DF, 2002. Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/CCivil_03/Leis/2002/L10406.htm. Acesso em: 16 out. 2017.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Ofício Circular 023/2013-DP. Brasília, DF, 1976a. **Mercado de valores mobiliários e criação da Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 16 jun. 2016.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Cartilha ETF – Exchange Traded Funds**. São Paulo, 2013. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/etf-de-renda-variavel.htm. Acesso em: 10 jun. 2016.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Ofício Circular 023/2013/DP. São Paulo, 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Pedido de dispensa de requisitos da Instrução nº 359/02. Relatora: Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Rio de Janeiro, 30 set. 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2008/20080930_R1/20080930_D16.html. Acesso em: 22 mar. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 359/02**, de 22 jan. 2002. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Instrução CVM n. 384/03**, de 17 mar. 2003. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 409/04**, de 18 ago. 2004. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 555/14**, de 17 dez. 2014. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 312/09**, de 25 nov. 2009. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 213/2012**, de 27 set. 2012. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 202/2011**, de 15 dez. 2011. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 56/12**, de 23 mar. 2012. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 21/2014**, de 21 fev. 2014. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 27/2016**, de 14 jun. 2016. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 5/2012**, de 7 nov. 2012. Rio de Janeiro, RJ.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Comunicado ao Mercado**, de 30 jul. 2008. Rio de Janeiro, RJ.

* * * * *

ANEXO I

Parcela do Patrimônio do ETF por Tipo de ativo (31 de março de 2014)				
Tipo de Ativo	Patrimônio sob Gestão (AUM) (\$ bilhões)	% do Total do Patrimônio sob Gestão	Quantidade de Fundos	Proporção média dos encargos do Fundo
Renda Variável (EUA)	945,1	54,43	422	0,46%
Renda variável Internacional	408,8	23,55	434	0,59
Renda Fixa (EUA)	242,6	13,97	167	0,26
Renda Fixa Internacional	21,6	1,25	61	0,53
Commodities	67,1	3,86	116	0,86
Cambial	1,9	0,11	24	0,52
Alavancado	21,5	1,24	125	1,03
Inverso	20,4	1,17	140	0,99
Alocação de ativos	4,2	0,24	37	0,65
Alternativos	3,1	0,18	42	0,31
Total	1.736,2		1.568	0,63%

ANEXO II

Principais alterações às redações da Instrução CVM nº 359/02, conforme alterada pela Instrução CVM nº 537/2013:

Redação original da Instrução CVM nº 359/02	Nova redação, nos termos da Instrução CVM nº 537/13
<p>Art. 2º O fundo é uma comunhão de recursos destinado à aplicação em carteira de títulos e valores mobiliários que vise refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência, por prazo indeterminado.</p> <p>Parágrafo único. Para os efeitos desta Instrução, denomina-se índice de referência o índice de mercado específico reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, ao qual a política de investimento do fundo esteja associada.</p>	<p>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.</p> <p>§1º Para os efeitos desta Instrução, denomina-se índice de referência o índice de mercado específico reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, ao qual a política de investimento do fundo esteja associada.</p> <p>§2º A aprovação do índice considera, no mínimo, os seguintes critérios:</p> <p>I - não são aceitos índices cuja metodologia completa de seu cálculo não seja disponibilizada de forma gratuita e por meio da rede mundial de computadores, incluindo sua composição, os pesos de cada ativo financeiro, os critérios de rebalanceamento e sua frequência, e demais parâmetros necessários à sua replicação;</p> <p>II - não são admitidos índices cuja metodologia de cálculo não inclua regras predeterminadas e critérios objetivos;</p> <p>III - a frequência de rebalanceamento do índice não pode impedir que os investidores possam replicá-lo;</p> <p>IV - o índice não pode estar sujeito a ajustes retroativos;</p> <p>V - o índice escolhido deve representar um objetivo de investimento claro e único, sem condicionantes;</p> <p>VI - não são aceitos índices cujo provedor seja parte relacionada ao administrador ou ao gestor;</p>

	<p>VII - não são aceitos índices cujo provedor receba pagamentos de potenciais emissores para sua inclusão como componentes;</p> <p>VIII - o desempenho do índice deve ser público, ter ampla divulgação e fácil acesso por meio da rede mundial de computadores; e</p> <p>IX - não serão aceitos índices que representem múltiplos de outros índices, o inverso destes índices, ou ainda múltiplos do seu inverso;</p> <p>§3º Os pesos mencionados no inciso I do §2º podem ser publicados retrospectivamente após cada rebalanceamento do índice, tendo como prazo limite a data do rebalanceamento subsequente;</p> <p>§4º Entende-se por condicionantes para fins do disposto no inciso V, quaisquer cláusulas ou regras que impliquem, em determinadas circunstâncias, que o desempenho do índice não reflita o retorno da carteira teórica de ativos.</p> <p>§5º É vedada a constituição de fundos de índice:</p> <p>I - alavancados;</p> <p>II - inversos, que visem refletir um desempenho oposto àquele do índice de referência; ou</p> <p>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.</p>
<p>Art. 8º O pedido de autorização para funcionamento, firmado pelo administrador do fundo, deve ser instruído com as seguintes informações e documentos:</p> <p>I - deliberação de constituição e o inteiro teor de seu regulamento, em duas vias, devidamente rubricadas e assinadas, bem como cópia enviada por meio eletrônico;</p> <p>II - material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo;</p> <p>III - declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no § 1º do art. 11, se for o caso, e que os mesmos se encontram</p>	<p>Art. 8º O pedido de autorização para funcionamento, firmado pelo administrador do fundo, deve ser instruído com as seguintes informações e documentos:</p> <p>I - deliberação de constituição e o inteiro teor de seu regulamento, em duas vias, devidamente rubricadas e assinadas, bem como cópia enviada por meio eletrônico;</p> <p>II - material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo;</p> <p>III - declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no § 1º do art. 11, se for o caso, e que os mesmos se encontram</p>

<p>à disposição da CVM;</p> <p>IV - nome do auditor independente;</p> <p>V - endereço do fundo na rede mundial de computadores ;</p> <p>VI - declaração da bolsa de valores ou da entidade do mercado de balcão organizado comunicando o deferimento do pedido de admissão à negociação das cotas do fundo, condicionado, apenas, à obtenção do registro na CVM, e comprometendo-se a cumprir as obrigações previstas no art. 26; e</p> <p>VII - declaração de não objeção à constituição do fundo pela instituição responsável pelo cálculo do índice, caso esta seja distinta das mencionadas no inciso anterior.</p> <p>Parágrafo único. Após a concessão de autorização para funcionamento pela CVM, e previamente ao início da distribuição de cotas, o documento de constituição e o regulamento do fundo devem ser registrados em cartório de títulos e documentos.</p>	<p>à disposição da CVM;</p> <p>IV - nome do auditor independente;</p> <p>V - endereço do fundo na rede mundial de computadores ;</p> <p>VI - declaração da bolsa de valores ou da entidade do mercado de balcão organizado comunicando o deferimento do pedido de admissão à negociação das cotas do fundo, condicionado, apenas, à obtenção do registro na CVM, e comprometendo-se a cumprir as obrigações previstas no art. 26; e</p> <p>VII - declaração de não objeção à constituição do fundo pela instituição responsável pelo cálculo do índice, caso esta seja distinta das mencionadas no inciso anterior.</p> <p>§1º A declaração de que trata o inciso VI poderá ser encaminhada diretamente à CVM pela bolsa de valores ou pela entidade de mercado de balcão organizado.</p> <p>§2º Após a concessão de autorização para funcionamento pela CVM, e previamente ao início da distribuição de cotas, o documento de constituição e o regulamento do fundo devem ser registrados em cartório de títulos e documentos.</p>
<p>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.</p> <p>§1º Na integralização de cotas do fundo, é facultado ao administrador aceitar que mais de 1 (um) investidor entregue, simultaneamente, carteiras de valores mobiliários que, em conjunto, enquadrem-se na proporção referida no caput deste artigo, devendo, nesse caso, o número de cotas que cabe a cada investidor ser calculado de maneira proporcional ao valor de mercado das carteiras entregues ao fundo.</p> <p>§2º Com o objetivo de ajustar a carteira ao índice</p>	<p>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:</p> <p>I - ativos financeiros que componham o índice de referência;</p> <p>II - moeda corrente nacional;</p> <p>III - parcela não superior a 5% (cinco por cento) do montante envolvido na operação, contemplando ativos financeiros que não façam parte do índice de referência; e</p> <p>IV - parcela não superior a 20% (vinte por cento) do montante envolvido na operação, contemplando ativos financeiros que não façam parte do índice de referência, mas que sejam de mesma natureza daqueles, porém de diferentes</p>

<p>de referência, e de acordo com o previsto no regulamento do fundo, o administrador pode aceitar ou entregar, na integralização ou resgate, respectivamente, das cotas do fundo, valores mobiliários individuais.</p> <p>§3º Na hipótese do parágrafo anterior, e havendo solicitações de integralização ou resgate de cotas que superem a necessidade de ajuste da carteira do fundo, o aceite ou a entrega de valores mobiliários devem ser rateados entre os cotistas, com base na quantidade do valor mobiliário ofertada ou demandada por cada um.</p> <p>§4º A hipótese descrita no § 2º somente será admitida se os valores mobiliários objeto da operação tiverem sido negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado no dia da solicitação de integralização ou resgate.</p> <p>§5º Durante a vigência da Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira – CPMF, fica autorizada a realização de operações privadas com valores mobiliários entre o fundo e seus investidores, desde que tais operações tenham por objetivo a integralização ou o resgate de cotas do fundo, devendo os seguintes procedimentos serem respeitados:</p> <p>I - a integralização de cotas deve ser realizada por meio de cheque ou documento de ordem bancária (DOC), concomitantemente à venda, pelo cotista, de valores mobiliários em valor correspondente ao saldo líquido integralizado, na forma e proporção estabelecidas no regulamento e demais disposições aplicáveis; e</p> <p>II - o resgate de cotas deve ser efetivado em cheque ou documento de ordem bancária (DOC) simultaneamente à compra, pelo cotista, de valores mobiliários, em valor correspondente ao saldo líquido resgatado, na forma e proporção estabelecidas no respectivo regulamento e demais</p>	<p>emissões, somente no caso de fundos que busquem refletir as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa.</p> <p>§1º Entende-se por ativos financeiros de mesma natureza aqueles que possuam mesmo nível de risco para uma expectativa de retorno similar por apresentarem semelhanças no que se refere à remuneração, ao risco de crédito do emissor, ao risco de liquidez, e à data de vencimento ou maturidade</p> <p>§2º Na integralização de cotas do fundo, é facultado ao administrador aceitar que mais de 1 (um) investidor entregue, simultaneamente, carteiras de ativos financeiros que, em conjunto, enquadrem-se na proporção estabelecida na carteira pelo gestor, devendo, nesse caso, o número de cotas que cabe a cada investidor ser calculado de maneira proporcional ao valor de mercado das carteiras entregues ao fundo.</p> <p>§3º Com o objetivo de ajustar a carteira ao índice de referência, e de acordo com o previsto no regulamento do fundo, o administrador pode aceitar ou entregar, na integralização ou resgate das cotas do fundo, ativos financeiros individuais ou moeda corrente nacional.</p> <p>§4º Na hipótese do parágrafo anterior, e havendo solicitações de integralização ou resgate de cotas que superem a necessidade de ajuste da carteira do fundo, o aceite ou a entrega de ativos financeiros devem ser rateados entre os cotistas, com base na quantidade do ativo financeiro ofertada ou demandada por cada um.</p> <p>§5º A hipótese descrita no § 3º somente será admitida se, para os ativos financeiros objeto da operação, for realizada marcação a mercado consistente e passível de verificação conforme os critérios de avaliação e apropriação contábil e demais requisitos constantes do Plano Contábil dos Fundos de Investimento – COFI, editado pela CVM.</p>
--	---

<p>disposições aplicáveis.</p> <p>§ 6º O resgate das cotas deve ser efetuado sem a cobrança de qualquer taxa ou despesa, ressalvada a taxa de saída, se aplicável, e no prazo disposto no regulamento, que não pode ser superior ao necessário à liquidação de operações de venda de valores mobiliários subjacentes ao índice de referência.</p> <p>§7º Conforme estabelecido no regulamento do fundo, durante o período de suspensão da integralização de cotas a que se refere o art. 22, os resgates podem ser efetuados em função de fração ideal da carteira do fundo.</p> <p>§8º No processo de integralização ou resgate de cotas, podem ser acrescidos aos valores mobiliários referenciados no caput cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos àqueles valores mobiliários eventualmente existentes na carteira do fundo no momento do pedido da integralização ou do resgate, conforme estabelecido no regulamento do fundo.</p> <p>§9º Não obstante o disposto no <i>caput</i>, o regulamento do fundo poderá prever hipóteses em que, na integralização e no resgate de cotas, possa ser acrescida aos valores mobiliários entregues ou aceitos pelo administrador do fundo uma quantia em moeda corrente nacional, limitada a 0,2% (zero vírgula dois por cento) do montante envolvido na operação.</p>	<p>§6º A integralização e o resgate das cotas devem ser efetuados sem a cobrança de qualquer taxa ou despesa, ressalvadas as taxas de ingresso e de saída, se aplicáveis, e as despesas previstas no §7º oriundas de operações em moeda corrente.</p> <p>§7º Na hipótese do disposto no inciso II do caput, as despesas oriundas da integralização ou resgate em moeda corrente devem ser:</p> <p>I - calculadas por operação de integralização ou resgate; e</p> <p>II - cobradas diretamente do cotista que disponibilizou os recursos para a integralização ou que solicitou o resgate.</p> <p>§8º A integralização e o resgate das cotas devem ser efetuados nos respectivos prazos dispostos no regulamento, que não podem ser superiores ao necessário à liquidação de operações de compra e venda dos ativos financeiros aceitos nas carteiras de integralização ou resgate das cotas do fundo.</p> <p>§9º Alterações na composição das carteiras aceitas para integralização ou resgate devem ser divulgados ao mercado na forma do inciso X do art. 39 antes da abertura da negociação de cotas do fundo, sendo vedadas alterações durante o horário de negociação.</p> <p>§10 Conforme estabelecido no regulamento do fundo, durante o período de suspensão da integralização de cotas a que se refere o art. 22, os resgates podem ser efetuados em função de fração ideal da carteira do fundo.</p> <p>§11 No processo de integralização ou resgate de cotas, podem ser acrescidos aos ativos financeiros referenciados no caput, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos àqueles ativos financeiros eventualmente existentes na carteira do fundo no momento do pedido da integralização ou do resgate, conforme estabelecido no regulamento do fundo.</p>
<p>Art. 30. Compete privativamente à assembléia</p>	<p>Art. 30. Compete privativamente à assembléia</p>

<p>geral de cotistas deliberar sobre:</p> <p>I - as demonstrações contábeis do fundo;</p> <p>II - a amortização de cotas e a distribuição de resultados, caso não estejam previstos no regulamento do fundo;</p> <p>III - a substituição do administrador;</p> <p>IV - mudança na política de investimento;</p> <p>V - o aumento das taxas de administração, de entrada ou de saída;</p> <p>VI - mudança de endereço do fundo na rede mundial de computadores;</p> <p>VII - a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo;</p> <p>VIII - alterações no contrato entre a instituição proprietária do índice e o administrador, se houver, caso essas alterações acarretem aumento de despesas para o fundo; e</p> <p>IX - outras alterações no regulamento que não sejam resultado de decisões relativas aos incisos III a VI.</p> <p>§1º O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembléia geral ou de consulta aos cotistas, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a exigência expressa da CVM, de adequação a normas legais ou regulamentares, de alteração do prazo de que trata o § 2º do art. 12 ou, ainda, em virtude da atualização de endereço do administrador.</p> <p>§2º As decisões da assembléia relativas aos incisos II a VIII são consideradas fato relevante para fins do disposto no art. 40.</p>	<p>geral de cotistas deliberar sobre:</p> <p>I - as demonstrações contábeis do fundo;</p> <p>II - a amortização de cotas e a distribuição de resultados, caso não estejam previstos no regulamento do fundo;</p> <p>III - a substituição do administrador;</p> <p>IV - mudança na política de investimento;</p> <p>V - o aumento das taxas de administração, de entrada ou de saída;</p> <p>VI - mudança de endereço do fundo na rede mundial de computadores;</p> <p>VII - a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo;</p> <p>VIII - alterações no contrato entre a instituição proprietária do índice e o administrador, se houver, caso essas alterações acarretem aumento de despesas para o fundo; e</p> <p>IX - outras alterações no regulamento que não sejam resultado de decisões relativas aos incisos III a VI.</p> <p>§1º O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembléia geral ou de consulta aos cotistas, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a exigência expressa da CVM, de adequação a normas legais ou regulamentares, de alteração do prazo de que trata o § 2º do art. 12 ou, ainda, em virtude da atualização de endereço do administrador.</p> <p>§2º As decisões da assembléia relativas aos incisos II a VIII são consideradas fato relevante para fins do disposto no art. 40.</p> <p>§3º Se após a terceira convocação de assembleia geral não houver quórum para deliberação relativa às matérias previstas nos incisos I e VI, estas serão consideradas aprovadas.</p>
<p>Art. 35. A assembléia geral também deve ser convocada pelo administrador e às suas expensas, no prazo de 15 (quinze) dias, sempre que:</p> <p>I - verificar-se erro de aderência, calculado como</p>	<p>Art. 35. A assembléia geral também deve ser convocada pelo administrador e às suas expensas, no prazo de 15 (quinze) dias, sempre que:</p> <p>I - verificar-se erro de aderência, calculado como</p>

<p>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;</p> <p>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; ou</p> <p>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.</p> <p>§1º Os eventos referidos nos incisos do caput devem ser divulgados imediatamente, devendo a primeira divulgação relativa aos incisos I e II ser feita após decorridos 60 (sessenta) pregões da data de listagem das cotas do fundo em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, enquanto que a primeira divulgação relativa ao item III deve ser feita após decorridos 12 (doze) meses daquela data.</p> <p>§2º A assembléia referida no caput deste artigo deve ter em sua pauta os seguintes itens:</p> <p>I - explicações, por parte do administrador, das razões que, no seu entendimento, motivaram o erro de aderência ou a diferença de rentabilidade, as quais devem ser divulgadas também no endereço do fundo na rede mundial de computadores, com antecedência mínima de 15 (quinze) dias da realização da assembléia, e mantidas até 30 (trinta) dias após sua realização; e</p> <p>II - deliberação sobre a extinção ou não do fundo e substituição ou não do administrador, item sobre o qual não podem votar pessoas ligadas ao administrador.</p> <p>§3º As assembléias convocadas, devido às condições previstas no caput desse artigo devem</p>	<p>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;</p> <p>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</p> <p>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.</p> <p>§1º No caso de fundos que busquem refletir as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa, os limites percentuais referidos nos incisos I a III do caput serão de 1 (um) ponto percentual, 1 (um) ponto percentual e 2 (dois) pontos percentuais, respectivamente.</p> <p>§2º Os eventos referidos nos incisos do caput devem ser divulgados imediatamente, devendo a primeira divulgação relativa aos incisos I e II ser feita após decorridos 60 (sessenta) pregões da data de listagem das cotas do fundo em bolsa de</p>
---	--

<p>ter intervalo mínimo de 30 (trinta) dias, no caso da manutenção do administrador, e de 90 (noventa) dias, caso a assembléia anterior tenha decidido por sua substituição.</p>	<p>valores ou mercado de balcão organizado, enquanto que a primeira divulgação relativa ao inciso III deve ser feita após decorridos 12 (doze) meses daquela data.</p> <p>§3º A assembleia referida no caput deste artigo deve ter em sua pauta os seguintes itens:</p> <p>I - explicações, por parte do administrador, das razões que, no seu entendimento, motivaram o erro de aderência ou a diferença de rentabilidade, as quais devem ser divulgadas também no endereço do fundo na rede mundial de computadores, com antecedência mínima de 15 (quinze) dias da realização da assembleia, e mantidas até 30 (trinta) dias após sua realização; e</p> <p>II - deliberação sobre a extinção ou não do fundo e substituição ou não do administrador, item sobre o qual não podem votar pessoas ligadas ao administrador.</p> <p>§4º As assembleias convocadas, devido às condições previstas no caput desse artigo devem ter intervalo mínimo de 30 (trinta) dias, no caso da manutenção do administrador, e de 90 (noventa) dias, caso a assembleia anterior tenha decidido por sua substituição.</p>
<p>Art. 58. O fundo deve manter 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio aplicado em valores mobiliários ou outros ativos de renda variável autorizados pela CVM, na proporção em que estes integram o índice de referência, ou em posições compradas no mercado futuro do índice de referência, de forma a refletir a variação e rentabilidade de tal índice, observado o disposto no art. 35.</p> <p>§1º No período entre a divulgação oficial da primeira prévia da nova composição do índice de referência e 1 (um) mês após sua efetiva mudança de composição, é facultado ao administrador, conforme definido no regulamento, efetuar o ajuste da composição da carteira do fundo,</p>	<p>Art. 58. De forma a refletir a variação e rentabilidade do índice de referência, e observado o disposto no art. 35, o fundo deve manter 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio aplicado em:</p> <p>I - ativos financeiros que integrem o índice de referência; e</p> <p>II - posição líquida comprada em contratos futuros.</p> <p>§1º No período entre a divulgação oficial da primeira prévia da nova composição do índice de referência e 1 (um) mês após sua efetiva mudança de composição, é facultado ao administrador, conforme definido no regulamento, efetuar o ajuste da composição da carteira do fundo,</p>

<p>devendo o mesmo, nesse período, agir de forma a assegurar que a rentabilidade do fundo não se distancie da variação do índice de referência.</p> <p>§2º Quando da distribuição de proventos relacionados aos valores mobiliários subjacentes à carteira do fundo, o administrador deve, sempre que possível, seguir a mesma política utilizada no cálculo do índice de referência, podendo, se for o caso, redistribuir esses proventos ou distribuir rendimentos diretamente aos cotistas.</p> <p>§3º Para atingir o objetivo previsto no § 2º, o fundo cuja política de investimento esteja associada a índice de ações que considere o reinvestimento dos proventos a partir do momento de sua declaração pode negociar os créditos relativos a quaisquer proventos declarados e ainda não efetivamente pagos.</p> <p>§4º Casos excepcionais de desenquadramento da carteira do fundo devem ser justificados por escrito à CVM no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis, a contar da data de sua ocorrência.</p> <p>§5º O total das margens de garantia exigidas do fundo em suas operações com derivativos não pode exceder a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo.</p> <p>§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.</p> <p>§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</p>	<p>devendo o mesmo, nesse período, agir de forma a assegurar que a rentabilidade do fundo não se distancie da variação do índice de referência.</p> <p>§2º Quando da distribuição de proventos relacionados aos ativos financeiros subjacentes à carteira do fundo, o administrador deve, sempre que possível, seguir a mesma política utilizada no cálculo do índice de referência, podendo, se for o caso, redistribuir esses proventos ou distribuir rendimentos diretamente aos cotistas</p> <p>§3º Para atingir o objetivo previsto no § 2º, o fundo cuja política de investimento esteja associada a índice de ações que considere o reinvestimento dos proventos a partir do momento de sua declaração pode negociar os créditos relativos a quaisquer proventos declarados e ainda não efetivamente pagos.</p> <p>§4º Casos excepcionais de desenquadramento da carteira do fundo devem ser justificados por escrito à CVM no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis, a contar da data de sua ocorrência.</p> <p>§5º O total das margens de garantia exigidas do fundo em suas operações com derivativos não pode exceder a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo.</p> <p>§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.</p> <p>§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</p>
--	--

<p>de balcão organizado.</p> <p>§8º O término da vigência do contrato a que se refere o § 6º deve ser divulgado com pelo menos 30 (trinta) dias de antecedência, sendo considerado fato relevante para fins do art. 40.</p>	<p>de balcão organizado.</p> <p>§8º O término da vigência do contrato a que se refere o § 6º deve ser divulgado com pelo menos 30 (trinta) dias de antecedência, sendo considerado fato relevante para fins do art. 40.</p> <p>§9º Para fins dessa Instrução, serão admitidos os seguintes ativos financeiros:</p> <p>I - valores mobiliários ou outros ativos financeiros cuja oferta pública foi submetida a registro na CVM ou que tenham sido distribuídos com esforços restritos; e</p> <p>II - títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional.</p> <p>§10 Os contratos futuros previstos no caput devem ser negociados em bolsa de mercadorias e de futuros e liquidados em câmaras e prestadores de serviço de compensação e liquidação que assumam a posição de contraparte central.</p> <p>§11 No caso de fundos que busquem refletir as variações e rentabilidade de índices de renda fixa serão admitidos ativos financeiros que não façam parte do índice de referência, mas que sejam de mesma natureza daqueles, porém de diferentes emissões, limitados a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo.</p>
<p>Art. 59. Os recursos excedentes da aplicação mínima fixada no artigo anterior podem ser investidos em:</p> <p>I - títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil;</p> <p>II - títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras;</p> <p>III - cotas de fundo de investimento financeiro (FIF);</p> <p>IV - operações compromissadas, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional; e</p> <p>V - operações com derivativos distintas da prevista no caput do art. 58, realizadas em bolsa de valores, em bolsa de mercadorias e de futuros</p>	<p>Art. 59. Os recursos excedentes da aplicação mínima fixada no artigo anterior podem ser investidos em:</p> <p>I - títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional;</p> <p>II - títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras;</p> <p>III - cotas de fundo de investimento das classes Curto Prazo, Renda Fixa e Referenciado;</p> <p>IV - operações compromissadas, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional;</p> <p>V - operações com derivativos distintas da prevista no inciso II do art. 58, realizadas em bolsa de valores, em bolsa de mercadorias e de</p>

<p>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.</p>	<p>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;</p> <p>VI – ativos financeiros com liquidez não incluídos no índice de referência; e</p> <p>VII - cotas de outros fundos de índice.</p>
---	--