

**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 longo 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 meus 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

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
Desenvolvimento dos Capítulos.....	14
<b>1. EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETFs) NO MERCADO NORTE-AMERICANO..</b>	<b>17</b>
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 Depository 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
<b>2. O ÍNDICE (<i>BENCHMARK</i>) .....</b>	<b>49</b>
2.1. Conceito.....	49
2.2. Evolução dos Índices.....	51
2.3. Utilização de índices em ETFs.....	53
<b>3. VANTAGENS DOS ETFs.....</b>	<b>57</b>
3.1. Diversificação.....	57
3.2. Eficiência de custos.....	59
3.3. Acesso a Mercados.....	65
3.4. Liquidez.....	66
3.5. Transparência.....	70
<b>4. EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETFs) NO MERCADO BRASILEIRO.....</b>	<b>73</b>
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
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>123</b>

## 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.<sup>1</sup> 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.”<sup>2</sup>

---

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

<sup>2</sup> Tradução livre: “Números brutos demonstram o poder dos ETFs. De acordo com as últimas contas da ETFGI, om 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.”<sup>3</sup>

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.<sup>4</sup>

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.<sup>5</sup>

---

[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).

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 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*<sup>6</sup>, 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 sintética<sup>7</sup>, 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.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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.<sup>8</sup>

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

---

<sup>8</sup> 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.



# 1. EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETFs) NO MERCADO NORTE-AMERICANO

## 1.1. BREVE HISTÓRICO DOS EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETFs)

Para entender o que são os ETFs, é necessário entender sua história, onde e por que foram criados. Sendo assim, abordaremos rapidamente neste capítulo a história dos fundos mútuos e o surgimento da indexação, para finalmente podermos chegar à história dos ETFs propriamente ditos.

### 1.1.1. Fundos Mútuos (*mutual funds*)

Os investidores sempre buscaram expandir seus horizontes de investimentos. Nesse sentido, historiadores indicam que veículos de investimento coletivo foram criados por volta da virada do século XIX, na Europa. O primeiro fundo fechado dos Estados Unidos foi o Boston Personal Property Trust, que surgiu em 1893, mas o fundo mútuo moderno nasceu em Boston, em 1924, com a criação do primeiro fundo aberto: o Massachusetts Investors' Trust, o qual existe até hoje<sup>9 10</sup>.

Com a criação de fundos mútuos, investidores podiam somar seus recursos àqueles de outros agentes com interesses e/ou perspectivas semelhantes e contratar uma gestão profissional para seus investimentos. Dessa forma, tais investidores ganhavam com

---

<sup>9</sup> MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES. **Mutual Funds**. 2018. Disponível em: [https://www.mfs.com/wps/portal/mfs/us-advisor-pub/products/mutual-funds/lut/p/a1/jY5BT4NAFIR\\_Sw8e5T2wFOqNRAsqik1TC3sXu2VZSIAIC5SUXy9walKb-m7zzUzeAIEISEVPuaBtLitaTJqsfsKtuQ1t30T0TAvNT9\\_YLH00nBdrDMSXAS9wXDSfw833--oLvbXxvz7eOBfv9d-AiEKyeWrsVuzREUAUT7niSu\\_UiLO2rZsnDTXs-14XUoqC60dZ6kxp-Fcrk00L0VUY4nGqfXPLfgk7IEBOOe8\\_ZMIhrpVM84LvurKk6jx5I0m6Y\\_uaQGxYzkSajCo-6ws\\_yKuZrW043PtZl\\_toCPjhgbKBSyE9u4vFL\\_te0FQ!/#Z7\\_OO2QO7H200G2502NH1F4H018U4](https://www.mfs.com/wps/portal/mfs/us-advisor-pub/products/mutual-funds/lut/p/a1/jY5BT4NAFIR_Sw8e5T2wFOqNRAsqik1TC3sXu2VZSIAIC5SUXy9walKb-m7zzUzeAIEISEVPuaBtLitaTJqsfsKtuQ1t30T0TAvNT9_YLH00nBdrDMSXAS9wXDSfw833--oLvbXxvz7eOBfv9d-AiEKyeWrsVuzREUAUT7niSu_UiLO2rZsnDTXs-14XUoqC60dZ6kxp-Fcrk00L0VUY4nGqfXPLfgk7IEBOOe8_ZMIhrpVM84LvurKk6jx5I0m6Y_uaQGxYzkSajCo-6ws_yKuZrW043PtZl_toCPjhgbKBSyE9u4vFL_te0FQ!/#Z7_OO2QO7H200G2502NH1F4H018U4). Acesso em: 23 nov. 2017.

<sup>10</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 11.

as vantagens da diversificação e economias de escala na negociação, registro, avaliação e elaboração de relatórios de desempenho do fundo.

No contexto norte-americano, os primeiros fundos mútuos criados na década de 1940 com base nas regulações federais posteriores à Grande Depressão (i.e. *Securities Act*, de 1933, e *Investment Company Act*, de 1940) eram fundos de gestão ativa em que especialistas escolhiam os ativos, na tentativa de se obter o maior retorno possível. Às vezes, a escolha era acertada e, em outras vezes, era equivocada – o que ocorre até os dias de hoje.

Inicialmente, os fundos mútuos eram o único instrumento mediante o qual os investidores podiam participar de produtos indexados.

### **1.1.2. Indexação**

Harry Markowitz introduziu, pela primeira vez, a ideia de carteira de investimento (*portfolio*) na década de 1950, e sua teoria foi complementada por William Sharpe e tantos outros ao longo da década subsequente. Na década de 1970, a evolução das teorias financeiras, inclusive a da teoria moderna de carteira de investimento, trouxe para o cenário de fundos de investimentos a necessidade de um instrumento que replicasse os movimentos do mercado como um todo, e tal teoria passou a ser incorporada em produtos de investimento.

Um elemento essencial à teoria moderna de carteira de investimento é a diversificação. Uma vez que cada ativo tem seu próprio risco e rentabilidade, cada ativo tem uma performance distinta das outras ao longo do tempo. Enquanto um ativo valoriza, outro pode valorizar menos ou até mesmo desvalorizar, razão pela qual deter uma ampla variedade de ativos é menos arriscado que deter ativos de um único tipo ou classe, ou vários ativos que pertençam à mesma linha de negócios. Portanto, uma variedade de ativos não relacionados entre si seria a melhor proteção contra uma perda massiva por parte de qualquer ativo individual e, nessa linha, foi proposto que adquirir uma cesta de ativos que

replica um índice amplo seria uma forma de ganhar exposição ao mercado sem o custo de pesquisar e selecionar os ativos.<sup>11</sup>

A ideia é que investidores obteriam resultados melhores ao “comprar o mercado” (adquirir uma carteira de ativos que acompanhe a dinâmica do mercado como um todo), ao invés de tentar adquirir os ativos de forma individual, selecionando-os um por um. Essa ideia tornou-se bastante popular por conta da obra de Burton Malkiel, “*A Random Walk Down Wall Street*”, de 1973. A partir de então, instituições passaram a seguir o seu conselho, e grandes *pools* de ativos institucionais norte-americanos começaram a investir em carteiras de investimento privadas que imitavam o índice S&P 500.<sup>12</sup>

Nesse sentido, John Bogle entende que um “clássico” fundo mútuo indexado é um fundo constituído para dar aos investidores 100% dos rendimentos obtidos pelo mercado de ações menos a cobrança de despesas, por meio da simples detenção da maioria das ações no mercado, com o peso do respectivo valor de suas capitalizações.<sup>13</sup> E continua:

“The “classic” index fund, he said, consisted of “(1) the broadest possible diversification, sustained over (2) the longest possible time horizon, operated at (3) the lowest possible cost, thereby assuring (4) the highest possible share of whatever investment returns our financial markets are generous enough to provide”.<sup>14</sup>

Ou seja, um fundo com a maior diversificação possível, para investimentos de longo prazo, cujo funcionamento deve incorrer nas menores taxas possíveis (o que é de se esperar, tendo em vista que a gestão é passiva), de forma a permitir aos investidores a obtenção da maior parcela possível dos rendimentos dos ativos, conforme auferidos pela generosidade do mercado financeiro.

---

<sup>11</sup> PRESTBO, John A. Indexes and indexing. In: MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Investment Approaches**. London: Risk Books, Inc., 2009. p. 6-7.

<sup>12</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 11-12.

<sup>13</sup> PRESTBO, John A. Indexes and indexing. In: MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Investment Approaches**. London: Risk Books, Inc., 2009. p. 8.

<sup>14</sup> PRESTBO, John A. Indexes and indexing. In: MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Investment Approaches**. London: Risk Books, Inc., 2009. p. 8.

O primeiro fundo indexado foi estruturado em 1971 pela Wells Fargo Investment Advisors para o fundo de pensão da Samsonite Corporation. Em seguida, John Bogle, do grupo Vanguard, foi pioneiro ao lançar, em 1976, o primeiro fundo mútuo indexado. Na década de 1980, fundos indexados somavam aproximadamente US\$ 10 bilhões em patrimônio líquido segundo essa estratégia, dos quais a grande maioria decorria de investimentos feitos por fundos de pensão.<sup>15</sup>

Do ponto de vista da organização e do processo de investimento, grande parte dos ETFs é simplesmente uma extensão dos fundos mútuos indexados. No entanto, os ETFs mostram-se mais eficientes: têm custos menores comparados aos fundos mútuos e são negociados em bolsas de valores.

### 1.1.3. Origens da Inovação

A origem do ETF remonta ao conceito de *program trading*<sup>16</sup>, uma inovação baseada no desenvolvimento tecnológico da década de 1980 que permitiu aos investidores comprar e vender todas as ações de um índice (como o S&P 500, por exemplo) através de uma única ordem. Com o decorrer dos anos, houve tentativas de se agrupar essas negociações em um único produto, mas nada funcionou até o início da década de 1990, quando ocorreu o lançamento do primeiro ETF.

A crescente demanda por operações que pudessem facilitar a negociação de carteiras de investimentos ou produtos que representassem uma “cesta de ativos”, de modo a atender também às necessidades de participantes de menor porte (menores) e investidores pessoas físicas, acarretou o surgimento de alguns “protoprodutos” dos ETFs, tais como o *Index Participation Shares* (“IPS”), os *Toronto Stock Exchange Index Participations*

---

<sup>15</sup> 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. p. 557.

<sup>16</sup> Program trading consiste em um programa de negociação por computador, um sistema coordenado de negociação de uma carteira de ações, em sua totalidade. Segundo John Downes e Jordan Elliot (DOWNES; ELLIOT, 1993, p. 405), “[a] palavra “programa” refere-se aos programas de computador que monitoram constantemente os mercados de ações, futuros e opções, emitindo sinais de compra e venda quando há oportunidade de lucros com arbitragem e quando as condições de mercado garantem acúmulo em carteira ou operações de liquidação.”

(“TIPS”), os *Supershares*, os *Standard & Poor’s Depository Receipts* (“SPDRS”) e os *World Equity Benchmark Shares* (“WEBS”).

### 1.1.3.1. Index Participation Shares (IPS)

Os IPS representavam um substituto relativamente simples e sintético<sup>17</sup> do índice S&P 500<sup>18</sup> - existiam IPS de outros índices, mas os S&P 500 IPS eram os mais ativos - e, em 1989, a SEC autorizou a sua negociação em bolsas de valores dos Estados Unidos. Parecidos com os futuros, os IPS eram negociados com base no preço equivalente a uma porção do índice subjacente, liquidados em dinheiro, e seu desempenho era bem próximo ao do seu índice subjacente.<sup>19</sup>

Contudo, a negociação de IPS foi questionada judicialmente sob o argumento de que tais instrumentos eram contratos futuros (como de fato o eram), devendo, conseqüentemente, obter autorização para negociação pela *U.S. Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) (e não pela SEC, como se verificou no caso em questão) e ser negociados no âmbito de bolsas de futuros, como a Bolsa de Chicago – *Chicago Mercantile Exchange* (“CME”)<sup>20</sup>. As cortes norte-americanas, então, deferiram o pleito formulado pela CME, *Chicago Board Options Exchange* (CBOT) e pelo *Investment Company Institute* (“ICI”), resultando na retirada do IPS do mercado no início da década de 90, conforme descrito abaixo:

“Exclusive jurisdiction over futures is given to the Commodity Futures Trading Commission (CFTC), an agency with a very different history and mission than the SEC. Yet distinctions between financial products can be very slim. (...) Take, for example, an

---

<sup>17</sup> O termo “sintético”, é utilizado, em finanças, para designar um instrumento financeiro cujo valor depende de ou está atrelado à performance de uma fonte secundária, tal como um título de renda fixa, moeda ou commodity subjacente. Trata-se, portanto, de derivativo.

<sup>18</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 25.

<sup>19</sup> WIANDT, Jim; MCCLATCHY, Will. **Exchange Traded Funds**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2002. p. 71.

<sup>20</sup> 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, p. 561.

index participation (IP) – a contract of indefinite duration based upon the value of some securities index that the SEC authorized for options exchange trading in the late 1980s. The seller of an IP (who need not own the underlying securities) promises to pay the buyer the value of the index as measured on a series of predetermined “cash out” days. From the perspective of the buyer, this is like an index mutual fund, lasting indefinitely, paying dividends, and remaining highly liquid. The seller, however, sees the IP as largely as a speculative (or hedging) investment. In *Chicago Mercantile Exchange v. SEC*, 883 F.2d 537 (7th Cir. 1989), the court ruled this had sufficient element of “futures” to it, so that the SEC had exceeded its jurisdiction in approving it for trading.”<sup>21</sup>

Adicionalmente, segue a descrição do incidente pela SEC, em seu relatório anual:

“During fiscal year 1989, the [Securities Exchange] Commission reviewed several new derivative product proposals. First, the Commission approved proposals submitted by the Amex, CBOE [Chicago Board Options Exchange], and Phlx [Philadelphia Stock Exchange] to list for trading market basket products designated as index participations (IPS). An IPS is a present interest in the current value of a portfolio of stocks, is of indefinite duration, and entitles holders to receive cash payments equivalent to a proportionate share of any regular cash dividends paid on the components to the underlying stock portfolio. The United States Court of Appeals for the Seventh Circuit, responding to a challenge by the CME and the Investment Company Institute [ICI], set aside the Commission's [SEC] orders. The Court, in Chicago Mercantile Exchange v. SEC, found that the SEC had no jurisdictional basis to approve the trading of IPS contracts on a national securities exchange.”<sup>22</sup> (grifamos)

A partir da confirmação pelas cortes norte-americanas de que IPS eram, na verdade, contratos futuros, este “protoproduto” do ETF deixou de ser negociado e, posteriormente, foi extinto.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities Regulation: Cases and Materials**. 2 ed. Nova Iorque: Aspen Publishers, 1997. p.1081.

<sup>22</sup> 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**. Disponível em: [http://www.sec.gov/about/annual\\_report/1989.pdf](http://www.sec.gov/about/annual_report/1989.pdf). Acesso em: 30 mai. 2016.

<sup>23</sup> 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, p. 564.

### 1.1.3.2. Toronto Stock Exchange Index Participations (TIPs)

Ainda no início da década de 90, mais precisamente em março de 1990, no Canadá, apareceram os TIPs, instrumentos organizados pela *Toronto Stock Exchange* (TMX) – bolsa de Toronto - como “recibos” (*receipt-based instruments*) que permitiram aos investidores participar do desempenho do índice *Toronto Stock Exchange-35* sem a necessidade de comprar cada uma das ações das companhias constituintes do índice. O TIPs oferecia, assim, exposição às 35 maiores companhias no Canadá. Em seguida e nos mesmos moldes, surgiu o Toronto-100 Index Participations (HIPs), TIPs lastreados no índice *Toronto Stock Exchange-100*, e tais produtos foram intensamente comercializados, de modo a atrair muitos investidores, tanto canadenses, quanto internacionais, com interesse em indexação.<sup>24</sup>

Na celebração dos 25 anos da listagem e negociação dos ETFs, a Toronto Stock Exchange relatou brevemente o lançamento do TIPs, bem como o que ocorreu nos anos posteriores:

“The world's first exchange-traded, index-linked product – the precursor to the modern day ETF – was launched on Toronto Stock Exchange (TSX) when the Toronto 35 Index® Participation Units (TIPs®) was listed in 1990. In March 2000, the TIPs was merged into the iUnits S&P/TSE 60 Index Participation Fund, known as the "iUnits 60 Fund," and trading under the symbol XIU. Following several name changes in the following years, that fund is today known as the iShares S&P\*/TSX 60 Index ETF, the largest Canadian-domiciled ETF with over \$11 billion in assets under management (AUM), and among the top five most actively traded securities on TSX.”<sup>25</sup> (grifamos)

Tendo em vista que seu custo era baixo e a demanda por empréstimos de ações das companhias abertas canadenses era alta, os TIPs conseguiam cobrir totalmente suas

---

<sup>24</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 26.

<sup>25</sup> 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.

despesas mediante a percepção de lucro gerado pela atividade de empréstimo das ações que compunham o TIPs, alcançando até mesmo uma relação de despesa negativa.<sup>26</sup>

Não obstante, os TIPs mostraram-se custosos à bolsa de Toronto e também a alguns de seus membros, os quais se viram incapazes de recuperar o custo por meio dos investidores.<sup>27</sup> Assim, no ano de 2000, estes produtos foram fundidos e substituídos por outro, o *iUnits S&P/TSE 60 Index Participation Fund* (i60)<sup>28</sup>, passando a refletir o desempenho do índice *S&P/TSE 60 Index*. Conforme descrito pela Toronto Stock Exchange, após diversas alterações ao seu nome, o produto é atualmente conhecido como *iShares S&P\*/TSX 60 Index ETF*.<sup>29</sup>

### 1.1.3.3. Supershares

Enquanto os TIPs prosperavam no Canadá no início da década de 1990, outros produtos foram desenvolvidos nos Estados Unidos.

O *Supershares* foi um produto de grande complexidade desenvolvido por *Leland, O'Brian, Rubenstein Associates*, nos Estados Unidos, utilizando ambas as estruturas de *trust*<sup>30</sup> e de fundos mútuos (*mutual funds*)<sup>31</sup>. Contudo, a complexidade do produto, a qual

---

<sup>26</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 26.

<sup>27</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 26.

<sup>28</sup> TMX MONEY. **How ETFs are created**. Disponível em: [http://tmxmoney.com/en/sector\\_profiles/exchange\\_traded\\_funds/education/creation.html](http://tmxmoney.com/en/sector_profiles/exchange_traded_funds/education/creation.html). Acesso em: 30 mai. 2015.

<sup>29</sup> 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 de junho de 2016.

<sup>30</sup> Nas palavras de Oscar Barreto Filho: “De modo esquemático, o trust pode ser descrito como uma relação jurídica na qual uma pessoa, denominada settlor (o fiduciante) [ou outorgante], separa do próprio patrimônio uma coisa e transfere sua propriedade a outrem, nomeado trustee (o fiduciário), para que êste, por sua vez, a guarde e administre em benefício ou para uso de terceiro (...)” (BARRETO FILHO, 1956. p. 66). Além disso, expõe que as duas formas mais características do trust em matéria de sociedades comerciais foram o business trust e o investment trust (este último também é conhecido como investment company). Explica também que o investment trust está longe de constituir uma forma particular de sociedade, podendo revestir-se, no direito americano, de várias formas jurídicas, como a de corporation (que corresponde à nossa sociedade anônima) e a de joint stock company (sem correspondência exata em nosso ordenamento). Por fim, afirma o autor que tais trusts são de tal forma semelhantes às corporations do direito anglo-americano que muitas vezes é difícil distingui-los. Por fim, afirma na p. 163: “Ora, numa empresa econômica do tipo do investment trust é possível reconhecer, de um modo amplo, a ocorrência desses três requisitos. A affectio



permitia a divisão dos *Supershares* em uma gama de componentes, alguns deles com características de opções, tornou as apresentações de vendas longas e confusas para muitos dos potenciais investidores.<sup>32</sup> Além da sua complexidade (ou em decorrência desta), os *Supershares* tinham custos muito elevados. Como consequência desses atributos, os *Supershares* nunca foram negociados ativamente e o produto foi liquidado um pouco depois do seu lançamento em 1989.<sup>33</sup>

#### 1.1.3.4. Standard & Poor's Depository Receipts (SPDRs)

Paralelamente aos *Supershares*, a *American Stock Exchange* (“AMEX”) desenvolveu, nos Estados Unidos, os SPDRs (comumente chamados de “*spiders*” – aranhas, em inglês). SPDRs consiste em um *unit trust*<sup>34</sup> composto por uma carteira que reflete a S&P 500 que, diferentemente da carteira da maioria dos *unit trusts* norte-americanos, pode ser alterada conforme a composição do índice se modifica. A razão para a escolha da estrutura de *unit trust* foi a preocupação da AMEX com simplicidade e custos, uma vez que um fundo mútuo (*mutual fund*) deve pagar os custos de um Conselho de Administração, independentemente do tamanho do fundo. Como a AMEX não estava segura quanto à demanda pelos SPDRs e, portanto, uma infraestrutura mais complexa e custosa do que a estritamente necessária era indesejável, os SPDRs foram muito mais

---

societatis consistiria na intenção de congregar recursos para a aquisição e gestão de uma carteira de valores mobiliários, nas melhores condições jurídicas, técnicas e econômicas, para partilhar entre os sócios os lucros e vantagens atribuídos à propriedade desses valores.” Complementa Eduardo Salomão Neto: “No Direito Empresarial brasileiro, diversas formulações prestam-se à obtenção do mesmo fim de concentração empresarial, sendo exemplos as sociedades por ações e a possibilidade de sua concentração em grupos de sociedades, bem como os consórcios de empresas.” (SALOMÃO NETO, 1996). De qualquer forma, temos a certeza de que o trust é um mecanismo jurídico adaptável a uma pluralidade de finalidades, havendo em todas as suas modalidades a titularidade nominal de patrimônio por pessoa obrigada a administrá-lo em benefício de terceiro.

<sup>31</sup> Mutual Fund é uma investment company/investment trust que, normalmente, investe os recursos de seus cotistas, em uma seleção diversificada de ativos. É frequentemente denominada apenas de fund (fundo).

<sup>32</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 27.

<sup>33</sup> 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, p. 564.

<sup>34</sup> Unit trusts consistem em trusts (ver Nota nº 52 acima) cujas quotas são vendidas a investidores, os quais detêm participação no trust na proporção de seus investimentos.

simples que os *Supershares*, apesar de serem mais complexos que TIPS e IPS.<sup>35</sup>

Os SPDRs foram razoavelmente bem negociados na AMEX em seus primeiros anos, mas foi no final da década de 90 que o crescimento de seu patrimônio tornou-se exponencial, porquanto os investidores começaram a superar o “abstruso” processo de criação e resgate de cotas em espécie (*in-kind*), ou seja, realizados com a própria cesta de ativos que compõem a carteira teórica do índice subjacente – utilizado pelos formadores de mercado (*market makers*) e grandes investidores para adquirir e resgatar SPDRs em grandes lotes – e passaram a focar nas características do investimento e na eficiência fiscal dos SPDRs.<sup>36</sup>

A título de curiosidade, vale destacar que poucos outros ETFs foram criados sob a forma de *unit trusts* indexados (i.e. Midcap SPDRs, NASDAQ 100 QQQs e os DIAMONDS) e a SEC não tem recebido um ETF sob a essa forma desde 2002.<sup>37</sup> Não obstante, os SPDRs terminaram o seu primeiro ano com US\$ 475 milhões em patrimônio sob gestão (*asset under management* – “AUM”) e hoje é o maior ETF do mundo.<sup>38</sup>

#### 1.1.3.5. World Equity Benchmark Series (WEBS)

Finalmente, os *World Equity Benchmark Series* (WEBS) - teias, em inglês - foram desenvolvidos pela Morgan Stanley<sup>39</sup> em 1996 e são importantes principalmente por dois motivos. Em primeiro lugar, eles são fundos atrelados a índices estrangeiros, ou seja, são fundos norte-americanos que detêm ações emitidas por companhias estrangeiras. Em segundo lugar, este foi o primeiro produto indexado negociado na bolsa de valores

---

<sup>35</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 27.

<sup>36</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 27.

<sup>37</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 27.

<sup>38</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 14.

<sup>39</sup> A título de curiosidade, o WEBS foi criado pelo Morgan Stanley, que contratou o Barclays Global Investors (BGI) para gerir os seus ETFs, marcando, assim, a entrada do gigante BGI ao universo dos investimentos em ETFs. O BGI logo negociaria o controle dos WEBS com o Morgan Stanley, renomeando-os como iShares. Desde então, o BGI foi o líder em termos de ETFs no mundo. (Em 2009, o BGI juntou-se à BlackRock, atual detentora da marca iShares).

mobiliários a utilizar uma estrutura de fundo mútuo (*mutual fund*), ao invés de uma estrutura de *unit trust*.<sup>40</sup> A estrutura de *mutual fund*, regulada pela *Investment Company Act* de 1940, era mais familiar aos investidores e, futuramente, veio a se tornar a estrutura mais utilizada para ETFs de renda fixa e variável.<sup>41</sup>

O WEBS também foi relevante por ter revelado o poder do ETF com relação à descoberta de preços em diversos mercados. Apesar de o WEBS seguir mercados que estavam fechados durante o dia de negociação nos Estados Unidos, os investidores podiam continuar tomando decisões com base em suas opiniões relativas ao rumo das negociações daqueles mercados, caso estivessem abertos. Por exemplo, antes dos WEBS, um investidor norte-americano com uma opinião acerca do mercado japonês teria que esperar até a abertura dos mercados no Japão para poder negociar, enquanto que, com o WEBS, ele pode fazê-lo a qualquer momento. Por essa razão, os produtos ganharam uma enorme tração com investidores institucionais e *traders* (negociadores profissionais).

#### 1.1.4. Desenvolvimento do ETF

Novos participantes ingressaram no mercado de ETFs em 1999, ampliando o apelo do produto. Na era em que havia grande interesse pelo setor de tecnologia, a NASDAQ 100 Index, dominada majoritariamente por ativos da indústria de tecnologia negociadas na bolsa de valores NASDAQ, foi o índice da vez. O Bank of New York criou um trust atrelado ao índice NASDAQ 100 Index (NDX) e o lançou como um ETF chamado “QQQ” ou “Qa”. O QQQ atraiu US\$ 18.6 bilhões em ativos no seu primeiro ano de negociação e foi o instrumento mais utilizado por fundos de hedge, mutual funds e outros olhando estrategicamente a possibilidade de negociar, alavancar ou ganhar exposição a participações em companhias de tecnologia.<sup>42</sup>

O BGI já era um líder no mercado de gestão de fundos indexados institucionais,

---

<sup>40</sup> GASTINEAU, Gary L. **The Exchange-Traded Funds Manual**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010. p. 28.

<sup>41</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 15.

<sup>42</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 15.

com fundos em um amplo espectro de índices, tais como Standard & Poor's, Russell e MSCI. A empresa utilizou sua posição para negociar contratos com esses provedores de índices e, em 2000, lançou mais de 50 ETFs sob a marca iShares.<sup>43</sup>

Esses ETFs incluíam o WEBS e outros produtos que permitiam diversos tipos de exposição ao mercado norte-americano. Ao oferecer um grande portfólio de ETFs, o iShares abriu novas oportunidades: os investidores podiam agora criar um portfólio de ETFs. O BGI também investiu muito em educação para ensinar consultores de investimentos acerca dos méritos do produto e investimentos atrelados a índices, em geral, e assim obtiveram penetração do ETF no mercado de varejo.<sup>44</sup>

A Vanguard, por sua vez, inovou ao estruturar ETFs como uma classe especial de seus mutual funds já existentes. Lançados em 2001, os produtos da Vanguard foram chamados de "VIPERS" (Vanguard Index Participation Equity Receipts).<sup>45</sup>

E a próxima empresa a se aventurar nesse mercado foi a PowerShares, uma firma independente que, em 2003, lançou dois ETFs atrelados a índices quantitativos (*quant-based indexes*) que visavam a superar o rendimento do mercado.<sup>46</sup>

Com a lenta recuperação nos anos 2000 da bolha das empresas de tecnologia do final dos anos 1990, grande parte dos investidores de varejo passaram a mudar seus investimentos, de ações para mercados de renda fixa e commodities. Consequentemente, ETFs continuaram inovando e encontraram sucesso nestes mercados.

O lançamento do SPDR Gold Shares (GLD) em 2006 foi um dos lançamentos de ETFs mais bem sucedidos da época. GLD atraiu mais de US\$ 1 bilhão em ativo nos seus três primeiros dias de negociação. O ano de 2006 também presenciou o lançamento dos primeiros ETFs de petróleo, entre outros produtos. Também em 2006, a ProShares recebeu uma autorização da SEC para criar ETFs alavancados e inversos (lembrando que *mutual funds* similares existiam desde 1993).<sup>47</sup> Os novos fundos utilizavam derivativos para obter

---

<sup>43</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 16.

<sup>44</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 16.

<sup>45</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 16.

<sup>46</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 16.

<sup>47</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded

alavancagem em um veículo de investimento que tinha como objetivo diário o múltiplo da performance de um índice. Esses produtos cresceram rapidamente e se tornaram uma parcela relevante das negociações de ETFs, provendo instrumentos de alavancagem a uma ampla gama de investidores.

A entrada de novos participantes no mercado de ETFs bem como as inovações em termos de ETFs não pararam nas invenções mencionadas nos parágrafos e subcapítulos anteriores. O número de ETFs aumentou exponencialmente ao longo dos anos e logo vieram os ETFs de renda fixa, commodities, cambial, alavancados, inversos e alternativos, entre outros. Para referência, a tabela abaixo, utilizada pela *CFA Institute Research Foundation* na obra “*A Comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs)*”<sup>48</sup>, dá uma ideia da variedade de classes de ativos e estratégias utilizadas, além do percentual investido em cada modalidade de ETFs ao final do primeiro trimestre de 2014 (a tabela traduzida encontra se anexa na forma do Anexo I à presente dissertação):

*A Comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs)*

**Table 2.1. ETF Share of Overall Assets by Asset Class, 31 March 2014**

Asset Class	AUM (\$ billions)	% of Total AUM	# of Funds	Average Expense Ratio
US equity	945.1	54.43	422	0.46%
International equity	408.8	23.55	434	0.59
US fixed income	242.6	13.97	167	0.26
International fixed income	21.6	1.25	61	0.53
Commodities	67.1	3.86	116	0.86
Currency	1.9	0.11	24	0.52
Leveraged	21.5	1.24	125	1.03
Inverse	20.4	1.17	140	0.99
Asset allocation	4.2	0.24	37	0.65
Alternatives	3.1	0.18	42	1.31
Total	1,736.2		1,568	0.63%

*Note:* Columns may not total because of rounding.

*Source:* ETF.com.

Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 16-17.

<sup>48</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 18.

Assim, muito embora, originalmente, o ETF tenha se baseado em índices amplos, com o objetivo de imitar o desempenho do mercado a custos mínimos, o desenvolvimento do mercado de ETFs trouxe outras alternativas, conforme ilustrado na tabela acima.

O mais curioso, contudo, é que, não importa quantas vezes os analistas e economistas argumentem, demonstrem ou provem que estratégias passivamente indexadas superam a performance de investimentos ativos, sempre há aqueles que acreditam que podem obter rendimentos superiores aos do mercado. Insatisfeitos com ETFs que se propõem a replicar o mercado, eles criaram a distinção entre ETFs beta ( $\beta$ ) e alfa ( $\alpha$ ). O primeiro obtém rendimentos ao seguir o desempenho do mercado, enquanto que o segundo obtém (ou ao menos tenta obter) rendimentos superiores ao mercado.

O sucesso da estratégia alfa é tema controvertido. É amplamente reconhecido que os fatores essenciais para o sucesso de índices beta amplos são os baixos custos de gestão e o menor grau de alteração da composição de sua carteira, enquanto que ETFs alfa tendem a ter maiores custos e mais alterações à carteira, atributos estes que podem impactar a performance do fundo e devem ser analisados devidamente pelos investidores.

Em todo caso, o fato é que, apesar de ETFs terem nascido exclusivamente betas, hoje há versões alfa e até mesmo híbridas – uma mistura entre beta e alfa (*smart betas*) –, e índices também são criados com diferentes estratégias (alfa ou beta) para satisfazer esses propósitos. Alguns índices simplesmente acompanham um determinado mercado (estratégia beta), enquanto que outros, pela sua metodologia, se propõem a superá-lo (estratégia alfa).<sup>49</sup>

Então, basicamente, temos o seguinte leque de possibilidades: (i) ETF beta: ETF de gestão passiva e atrelado a índice beta que simplesmente replica o mercado ou parte dele, (ii) ETF *smart beta*: ETF de gestão passiva que segue um índice de estratégia ativa (alfa) e, portanto, busca, por meio da sua metodologia, superar a performance do mercado; e (iii) ETF alfa: ETF de gestão ativa que utiliza um índice beta meramente como uma referência a ser superada.

---

<sup>49</sup> BLITZER, David M. Conceptual Approaches to Indexes for Exchange-Traded Funds. In. MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Investment Approaches**. don: Risk Books, Inc., 2009, p. 14.

Resumindo, pode-se dizer que o panorama dos ETFs é exuberante com produtos indexados que vão desde os tradicionais (*plain vanilla*) até aqueles mais ousados, em termos de investimentos em ativos, setores ou baseados em novas estratégias.

### 1.1.5. ETFs vs. Mutual Funds

Relatada brevemente a história nos Estados Unidos, far-se-á uma breve caracterização do ETF por meio de uma análise comparativa entre o ETF e o fundo mútuo, especialmente aquele que utiliza estratégias de indexação. O fundo mútuo é um bom ponto de referência para essa análise, já que o ETF em muito se assemelha a um fundo indexado (*index fund*) – fundo mútuo de gestão passiva que segue um índice –, na medida em que ambos buscam replicar o desempenho de um índice de valores mobiliários<sup>50</sup>.

Destaca-se, contudo, que os ETFs não são fundos mútuos, conforme indica a própria SEC:

“ETFs are not mutual funds. Generally, ETFs combine features of a mutual fund, which can be purchased or redeemed at the end of each trading day at its NAV per share, with the intraday trading feature of a closed-end fund, whose shares trade throughout the trading day at market prices.”<sup>51</sup>

Segundo a SEC, o ETF se diferencia de um *mutual fund* pela forma como é negociada. Enquanto *mutual funds* são comprados e resgatados ao fim de cada dia de negociação pelo valor patrimonial líquido (NAV) por cota, os ETFs são negociados tais como fundos fechados (ou ações), ou seja, ao longo do dia de negociação, com as cotas sendo negociadas a preço de mercado.

---

<sup>50</sup> KOESTERICH, Russ. *The ETF Strategist – Balancing Risks and Rewards for Superior Returns*. New York: Portfolio, 2008. pp. 91-92.

<sup>51</sup> Securities and Exchange Commission. **Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs)**. 2012, p. 2. Disponível em: <https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf>. Acesso em: 25 jun. 2016.

Ainda para a SEC:

*“Exchange-traded funds, or ETFs, are investment companies that are legally classified as open-end companies or Unit Investment Trusts (UITs), but that differ from traditional open-end companies and UITs in the following respects:*

- *ETFs do not sell individual shares directly to investors and only issue their shares in large blocks (blocks of 50,000 shares, for example) that are known as “Creation Units.”*
- *Investors generally do not purchase Creation Units with cash. Instead, they buy Creation Units with a basket of securities that generally mirrors the ETF’s portfolio. Those who purchase Creation Units are frequently institutions.*
- *After purchasing a Creation Unit, an investor often splits it up and sells the individual shares on a secondary market. This permits other investors to purchase individual shares (instead of Creation Units).*
- *Investors who want to sell their ETF shares have two options: (1) they can sell individual shares to other investors on the secondary market, or (2) they can sell the Creation Units back to the ETF. In addition, ETFs generally redeem Creation Units by giving investors the securities that comprise the portfolio instead of cash. So, for example, an ETF invested in the stocks contained in the Dow Jones Industrial Average (DJIA) would give a redeeming shareholder the actual securities that constitute the DJIA instead of cash. Because of the limited redeemability of ETF shares, ETFs are not considered to be—and may not call themselves—mutual funds.”<sup>52</sup>*

Resumidamente, as cotas de ETFs não são distribuídas diretamente aos investidores (cotistas). Suas cotas são criadas e resgatadas em lotes (*creation units*) por agentes autorizados que registram as cotas para negociação em bolsa ou entidade de balcão organizado. Só então, no mercado secundário, é que investidores podem adquirir e vender cotas do ETF.

Na sua essência, contudo, os ETFs são produtos de investimento híbridos, com muitas das características dos fundos mútuos somados a características de negociabilidade

---

<sup>52</sup> 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.



das ações. Assim como os fundos mútuos (*mutual funds*), o investidor compra cotas de um ETF para adquirir uma fração ideal da carteira de ativos do fundo, de forma proporcional ao investimento realizado. Ainda, o ETF possui uma administração profissional da sua carteira mediante pagamento de uma taxa. Sem prejuízo ao descrito acima, os ETFs também se diferenciam dos fundos mútuos na medida em que suas cotas são continuamente negociadas em bolsas de valores globais, as quais podem ser adquiridas e vendidas por meio de contas de corretagem e têm liquidez e precificação contínuos ao longo do dia.<sup>53</sup>

Nesse diapasão, a diferença entre um ETF norte-americano e um *index fund* reside primordialmente na sua negociação. Cotas de fundos mútuos tradicionais (*mutual funds*) são compradas e vendidas por um preço formado pelo valor de fechamento do fundo em um determinado dia. Ao realizar uma oferta para comprar cotas de um fundo, sua ordem de compra será completada pelo valor patrimonial líquido (*i.e.*, *Net Asset Value* – “NAV”) do fundo no momento do fechamento daquele dia de negociação, não sendo possível comprar ou vender um fundo tradicional pelo seu preço intradiário. Em outras palavras, o preço será sempre o do fechamento, independentemente do período do dia em que for realizada a ordem. As cotas dos ETFs, por sua vez, são negociadas como ações e seu preço flutua durante o dia de negociação. Em razão dessa característica das ações, os investidores gozam de uma flexibilidade inexistente nos fundos tradicionais, tanto ativos como passivos ou indexados.<sup>54</sup>

Outra diferença relevante consiste no fato de que os ativos constituintes do ETF são transparentes aos investidores. O gestor do ETF fornece a composição da carteira ao mercado todos os dias. Portanto, quando se adquire um ETF, o investidor sempre está ciente de quais ações compõem a carteira. Em contraposição, os fundos mútuos tradicionais divulgam sua composição apenas em determinados intervalos regulares, criando certa opacidade com relação às ações nas quais o investidor está de fato investindo.<sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 2.

<sup>54</sup> KOESTERICH, Russ. The ETF Strategist – Balancing Risks and Rewards for Superior Returns. New York: Portfolio, 2008. p. 92.

<sup>55</sup> KOESTERICH, Russ. The ETF Strategist – Balancing Risks and Rewards for Superior Returns. New York: Portfolio, 2008. p. 92-3.

Atualmente, os ETFs permitem acesso a praticamente todas as áreas do mercado de capitais, permitindo grandes e pequenos investidores a construir suas carteiras de investimentos com custos substancialmente menores do que aqueles normalmente cobrados por fundos mútuos<sup>56</sup>. Nesse sentido, os níveis elevados de transparência tanto dos ativos detidos pela carteira como das estratégias de investimento ajudam os investidores a facilmente avaliar os potenciais de rentabilidade e riscos de um ETF.<sup>57</sup>

## 1.2. TIPOS DE ETF

Como exposto no subcapítulo anterior, o ETF criou uma forma de investidores comprarem ou venderem a totalidade da carteira de um índice em uma única transação. Essas cestas já eram utilizadas por investidores institucionais, mas os ETFs foram além ao alcançar também os investidores individuais (pessoas físicas com pouca ou nenhuma sofisticação em termos de investimentos no mercado de capitais).

E muito embora o SPDRs, primeiro ETF norte-americano, tenha como objetivo seguir o índice S&P500, que cobre uma parcela significativa do valor total do mercado, sendo uma forma eficiente de ganhar exposição ao mercado dos Estados Unidos, investimentos baseados em índices tornaram-se cada vez mais populares e hoje, não só há aqueles investem em mercados inteiros, mas também outros tantos que têm investem em setores específicos, estilos e estratégias.

Tendo em vista a miríade de ETFs atualmente existentes, esse subcapítulo se propõe a classificar os principais tipos de ETFs por classe de ativo em que investem e por estratégia de investimento (alternativo, alavancado e inverso) adotada.

Para fins desse subcapítulo, foram utilizados como referência os tipos de ETFs existentes nos Estados Unidos, dada a multiplicidade de ETFs presentes naquele mercado, em oposição aos poucos existentes no Brasil até a presente data.

---

<sup>56</sup> “[t]he average mutual fund investing in US equities had an expense ratio of 1.37% in 2013, whereas the average US equity ETF expense ratio was 0.45%.” (HILL; NADIG; HOUGAN, 2015. p. 3)

<sup>57</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 2.

### **1.2.1. Por Classe de Ativos**

As principais classificações dos ETFs em termos de classe de ativo investido são as de renda variável, renda fixa, commodity e cambial, conforme passaremos a analisar em mais detalhes a seguir.

#### **1.2.1.1. Renda Variável**

Mais de um quarto de todos os ETFs nos Estados Unidos são de renda variável<sup>58</sup> e seus investimentos podem ser “amplos” (*broad-based ETFs*), atrelados e índices cobrindo (praticamente) a totalidade do mercado, ou focados, por exemplo, no setor de energia eólica.

Para investir em um ETF de renda variável, o investidor deve basear sua decisão de investimento em dois fatores chave: (i) como o ETF *seleciona* os ativos de renda variável detidos pelo fundo e (ii) como o ETF define a *proporção* do ativo de renda variável após selecioná-lo.

##### **1.2.1.1.1. Seleção dos Ativos**

Começando pela primeira consideração a ser feita, a escolha por parte do ETF dos ativos que comporão a sua carteira é feita com base em quatro principais fatores: geográfica (país, região ou mercado), tamanho da capitalização (grande, médio, pequeno etc), estilo (*growth* e *value*) e setor (financeiro, de transportes etc).

---

<sup>58</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 96.

#### **1.2.1.1.1.1. Recorte geográfico**

Índices são normalmente definidos em termos do mercado ou país que eles acompanham. Com o crescente interesse em investimentos internacionais, índices que cobrem certas regiões geográficas, como a Europa, ou grupos de países, como os mercados emergentes, estão se tornando cada vez mais comuns.

Do ponto de vista do investidor, há que se decidir entre diversos índices amplos examinando potenciais despesas operacionais e a reputação de diversos participantes do mercado de ETFs. Os investidores não poucas vezes tendem a assumir que todos os índices geram resultados similares, que todas as despesas do ETF são mais ou menos as mesmas e que há pouquíssima diferença entre grandes gestores. Todas essas afirmações estão erradas.

Existem diferenças entre ETFs e índices mesmo quando eles se referem ao mesmo mercado. O número de ativos, seu tamanho, volume de negociação e qualquer variação na negociação irão afetar os custos do ETF e o seu erro de aderência (*tracking error*).

Ainda, entre ETFs referenciados em um mesmo índice também podem haver diferenças devido a características operacionais do gestor do ETF e o tamanho da carteira do ETF. Em suma, ao analisar diversos ETFs, investidores devem levar em consideração mais fatores do que apenas o mercado em que eles desejam investir.

#### **1.2.1.1.1.2. Nível de Capitalização**

Cada provedor de índice deve estabelecer uma metodologia para classificar as companhias pelo nível de sua capitalização de mercado<sup>59</sup> (large-, mid- e small-cap, por

---

<sup>59</sup> A capitalização de mercado é o valor total de mercado da companhia, o qual é obtido por meio da multiplicação da quantidade de ações disponíveis para negociação no mercado pelo valor unitário da ação.

exemplo). Não havendo consenso a esse respeito nem na academia nem no mercado<sup>60</sup>, cada provedor de índice estabelece o que, para ele, diferencia uma companhia de grande capitalização de outra de média capitalização, ou o que distingue uma pequena capitalização de uma micro capitalização ou, ainda, uma grande capitalização de uma mega capitalização, sendo que os critérios utilizados por cada uma delas para essa classificação podem afetar a performance do ETF que o tem como referência.

Há duas formas de se definir o nível de capitalização: a absoluta e a relativa. Alguns índices estabelecem requisitos mínimos de tamanho de capitalização de mercado e os aplicam quando um ativo é incluído ou quando o índice passa por um rebalanceamento. Por exemplo, no caso da S&P500, as ações devem ter, no mínimo, US\$ 5.5 bilhões em capitalização de mercado para ingressarem no índice.<sup>61</sup>

A maioria dos sistemas de índices globais cobrindo inúmeros países e mantendo regras consistentes entre eles utilizam o critério relativo. Por exemplo, no S&P Global Equities Indexes, que abrange mais de 75 (setenta e cinco) países, o nível de capitalização é definido de forma relativa: companhias são elencadas por capitalização de mercado, do maior ao menor, e, dentre esses, as companhias representando 70% da capitalização do mercado total são *large-caps*, os próximos 15% são *mid-caps* e os 15% restantes correspondem aos *small-caps*.<sup>62</sup> E, na medida em que os mercados variam, uma companhia *large-cap* em um mercado em desenvolvimento de tamanho modesto pode ser menor que algumas companhias *mid-cap* em um mercado desenvolvido.

Na prática, provedores de índice normalmente estabelecem uma certa “margem” para cada uma dessas faixas para que as companhias não fiquem mudando de faixa de capitalização o tempo todo conforme seus preços variam com a volatilidade que é inerente ao mercado de renda variável.

Essa margem amortece o efeito das flutuações diárias do preço da ação da companhia e, portanto, de sua capitalização de mercado. Algumas empresas ficam tão

---

<sup>60</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 101.

<sup>61</sup> 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, Inc., 2009, p. 22.

<sup>62</sup> BLITZER, David M. Conceptual Approaches to Indexes for Exchange-Traded Funds. In. MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Investment Approaches**. don: Risk Books, Inc., 2009, p. 14.

próximas à linha de corte que divide uma faixa de capitalização à outra que, sem essa margem, a flutuação diária do preço de suas ações causaria frequentes alterações em sua classificação. A margem, portanto, confere mais estabilidade ao índice e reduz alterações desnecessárias à sua composição. No entanto, quanto maior a margem, menor será a precisão e a representatividade da faixa de capitalização.

Os provedores de índices não concordam totalmente entre si no que tange aos critérios utilizados, mas essa classificação é amplamente adotada pelo mercado por um simples motivo: por um lado, companhias pequenas, com baixo nível de capitalização (*small-cap*), tendem a apresentar maior volatilidade, mais riscos e distribuir menos dividendos que companhias de grande capitalização (*large-caps*); do outro, estas apresentam um maior potencial de crescimento que as últimas.

Diferentes prazos de investimento obviamente produziriam resultados diferentes, mas segmentar o mercado em faixas de capitalização permite ao investidor pensar a respeito de suas exposições e utilizar diferentes segmentos para diferentes estratégias de investimento.

#### **1.2.1.1.1.3. Estilo: Crescimento (*Growth*) e Valor (*Value*)**

O critério da capitalização é frequentemente combinado com a distinção entre os ativos de estilo *growth* e *value*.

O investimento na modalidade valor (*value*) tornou-se popular na década de 1930 graças a Benjamin Graham e David Dodd, professores da Universidade de Columbia. Para estes, investidores deveriam adquirir apenas as ações que poderiam, racionalmente, ser avaliadas como tendo sido precificadas abaixo do seu real valor. As métricas para avaliar uma companhia subvalorizada normalmente incluem índice preço/lucro (price-to-earnings ratio (P/E)), índice preço/lucro ajustado ao crescimento (price-to-earnings growth (PEG)) e índice preço/valor patrimonial (price-to-book ratio (P/B)). Com base nessas métricas, companhias subvalorizadas costumam ter baixos P/E e P/B. Também costumam apresentar altos dividendos e são mais propensas a distribuir tais dividendos.

Ações do tipo crescimento (*growth*), por sua vez, são aquelas das quais se espera que o crescimento será superior à taxa média de crescimento do mercado. Essas companhias normalmente não distribuem dividendos, são negociadas com métricas P/E e P/B mais altas e apresentam forte índice de aceleração (*momentum*<sup>63</sup>) do preço das ações.

Na década de 1980, a Morningstar popularizou a combinação desses estilos com o componente tamanho. Agora, estas combinações (tais como *small-cap value* e *large-cap growth*) estão bastante arraigadas no mercado.

A indústria tampouco alcançou um consenso a respeito do critério exato que diferencia uma ação *growth* de uma ação *value* e a escolha dos diversos fatores contábeis, de dividendos e *momentum* podem acarretar diferentes resultados. De qualquer forma, investidores tomando decisões de investimentos em ações *growth* e/ou *value* precisam formar uma opinião acerca de qual método de classificação irá trazer melhores resultados em um determinado ambiente de mercado.

#### **1.2.1.1.1.4. Setor**

A quarta e última forma de selecionar ativos de renda variável para um índice é por setor. Ações de diferentes setores apresentam resultados diferentes e o setor com melhor desempenho se altera de tempos em tempos. Se os provedores de índices discordam acerca dos critérios de capitalização e estilo, a dissensão relativa ao setor pode ser ainda mais profunda.

Os provedores de índice se baseiam, primordialmente, em um dos dois grandes sistemas de classificação<sup>64</sup>: o Padrão Global de Classificação de Atividades (*Global Industry Classification Standard* – GICS) e a Referência de Classificação de Atividades

---

<sup>63</sup> “Índice de aceleração de um movimento econômico, de preço ou de volume. Diz-se de uma economia que tem muita força quando apresenta alto índice de crescimento. No mercado acionário, os analistas técnicos estudam a força das ações através de gráficos das tendências dos preços e volumes.” (DOWNES; GOODMAN, 1993).

<sup>64</sup> Existem, no mínimo três outros sistemas de classificação no mercado: Thomson Reuters Business Classification (TRBC), Russell e Zack. Contudo, os sistemas do Russell e do Zacks são proprietários e não há informações públicas sobre os critérios e/ou procedimentos adotados.

(*Industry Classification Benchmark – ICB*). Ambos os sistemas de classificação pretendem delinear distinções úteis entre diferentes tipos de empresas.

O GICS examina aproximadamente 35.000 empresas e as divide em quatro níveis – setores, grupos por indústria, indústria e subindústria – com base na sua atividade principal. Para efetuar a categorização, o sistema analisa a fonte das receitas e lucros de cada empresa e também leva em consideração a opinião predominante do mercado.

O ICB trabalha com um *pool* muito maior de empresas (60.000), mas também as divide em quatro níveis – indústria, “supersetores”, setores e subsetores – também com base nas suas principais fontes de receitas.

A principal diferença entre eles consiste no universo de empresas que são analisadas. A análise de um grupo menor de empresas, como o do IGCS, pode limitar a diferenciação (ou o grau deste) entre os setores.

Outra diferença reside no critério utilizado pelo respectivo sistema para dividir as empresas em setores ou atividades. Afora a nomenclatura confusa (“setor” é a designação da categoria mais alta para o GICS, mas é o terceiro nível na classificação do ICB), o sistema tem uma relativa convergência. A exceção, contudo, é com relação a ações das empresas do setor de consumo, em que critérios distintos são adotados, gerando efeitos distintos aos investidores.

O GICS analisa se, do ponto de vista do consumidor, o produto é dispensável ou essencial. Já o ICB adota uma regra mais superficial: “empresas de serviços de consumo” proveem serviços ou bens imateriais (como estúdios de cinema), enquanto que “empresas de bens de consumo” produzem produtos materiais, tangíveis.

A Amazon é um bom exemplo dessa divergência: GICS a insere na subindústria de Varejistas da Internet (*Internet Retailers*) e o ICB, na de Varejista Geral (*Broadline Retailers*). Ambas as classificações são razoáveis e há argumentos para defender os dois posicionamentos. Depende apenas se o investidor entende que a Amazon deve estar na mesma categoria que o eBay ou o Walmart.

Nesse contexto, a diferença nos resultados do investimento realizado em determinado setor, conforme determinado com base em algum dos sistemas, pode decorrer do fato de empresas com alta valorização estarem agrupadas em uma mesma categoria. Em



todo caso, a chave para investidores setoriais está na busca pela diversificação entre setores, por meio de categorias diferentes com resultados diferentes. Caso contrário, sequer haveria a necessidade de separá-los.

#### **1.2.1.1.2. Proporção dos ativos**

Além da seleção dos ativos que compõem o ETF, há que se analisar a proporção que eles terão no referido fundo. E as principais formas de definir os pesos de cada ativo são três: (i) pela capitalização (*cap weighting*), (ii) pesos iguais ou (iii) outros.

Vale destacar que a eleição por um método ou outro para definir a proporção dos ativos em um dado índice (e, conseqüentemente, no ETF) pode causar diferenças significativas nos seus rendimentos. A Standard & Poor's (S&P) publica uma versão do S&P500 em que cada ativo representa 0.20% do índice em vez de ter o peso definido na proporção de seu valor de mercado. Do final do ano de 1999 – quase o pico do *boom* do setor tecnológico (*dotcom boom*) – a agosto de 2008, a S&P500 teve uma desvalorização de 12.7%, enquanto que a sua versão com pesos iguais para cada ativo teve uma valorização de 49%,<sup>65</sup> lembrando que os ativos detidos por ambos os índices são idênticos. A única diferença era a proporção. Claramente, o peso atribuído a cada ativo da carteira faz diferença.

##### **1.2.1.1.2.1. Nível de Capitalização (*Cap weighting*)**

Em índices ou fundos que atribuem a proporção dos ativos detidos com base na capitalização (*cap weighting*), as companhias são representadas pelas suas respectivas “presenças” no mercado. A capitalização de mercado de cada companhia é dividida pela

---

<sup>65</sup> 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, Inc., 2009, p. 18.

capitalização de mercado da totalidade das companhias selecionadas e os ativos são detidos na proporção desse percentual.

O princípio teórico por trás dessa atribuição de pesos aos ativos é simples: o índice se propõe a representar o mercado e este, por sua vez, já escolheu como alocar os seus recursos. Contudo, o uso dessa metodologia pode gerar carteiras extremamente concentradas no topo. As 10 empresas com maior participação na S&P500, por exemplo, somam cerca de 20% do fundo, ao passo que são necessárias mais de 300 companhias com as menores participações para se ter o mesmo efeito.<sup>66</sup> Os minúsculos pesos atribuídos aos ativos de menor capitalização (no contexto do índice) significam que a performance do ETF será determinada pelas maiores companhias. Nesse caso, o preço do ativo com menor capitalização (e, portanto, de menor representação no índice) poderia dobrar e, ainda assim, praticamente não iria afetar a performance do ETF atrelado ao S&P500. Em casos extremos – fundos setoriais bastante restritos, por exemplo –, essa metodologia pode criar carteiras pouco diversificadas, em que poucas ações representam a maioria dos ativos do fundo.

Uma das grandes vantagens desse portfolio é que ele é “autoajustável”. Conforme os preços das ações flutuam (valorizam ou desvalorizam) no mercado, os seus pesos no índice também são reajustados. Então, os ETFs que os seguem também deveriam ser relativamente baratos se comparados a ETFs que utilizam outras formas de atribuição de pesos aos ativos da carteira.

O conceito é simplesmente o de que os retornos, riscos e outras estatísticas do índice são iguais aos do mercado e, portanto, qualquer investidor que queira “comprar o mercado” deve optar pelo ETF que utiliza essa metodologia.

#### **1.2.1.1.2.2. Pesos Iguais**

Uma alternativa aos problemas de atribuir pesos conforme a capitalização (*cap weighting*) é o de simplesmente deter todos os ativos do índice na exata e mesma

---

<sup>66</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 107-108.

proporção. Por exemplo, no Rydex S&P Equal Weight ETF (RSP), todos os 500 componentes do índice S&P 500 representam 0,20% do fundo.<sup>67</sup> O efeito disso é que companhias com menor capitalização no índice ganham maior proporção na carteira e expõem os investidores ao destino de cada companhia na mesma medida.

Dado que influências do mercado alteram o valor do ativo no ETF, o peso efetivo de cada companhia está constantemente diferente do objetivo teórico de 1/500 do fundo. Assim, estratégias de pesos iguais precisam reajustar as proporções, normalmente a cada trimestre (ou qualquer que seja a frequência de rebalanceamento do índice), para cumprir o objetivo inicialmente traçado. Essa necessidade aumenta os custos de negociação e soma-se a isso o risco de eventual tributação dos ganhos de capital, uma vez que os ativos com maior capitalização são normalmente os que são vendidos para se adquirir mais dos ativos com menor capitalização. Para alguns investidores essa estratégia faz sentido e, dentro do ETF, os efeitos disso nos custos e impostos relativos ao rebalanceamento são frequentemente compensados por meio de uma gestão diligente do processo de criação e resgate.

#### **1.2.1.1.2.3. Outros**

Em oposição à tradicional capitalização de mercado, os provedores de índices e fundos começaram a usar outros fatores como parâmetro para ponderação da proporção dos ativos em uma carteira ou índice, as quais podem ser baseadas nos fundamentos da companhia, receitas ou distribuição de dividendos, entre outras características. Há vários critérios e todos são desenhados para neutralizar ou mitigar as imperfeições da atribuição de pesos pelo critério da capitalização. Esses métodos são conhecidos como estratégias de “*alternative beta*” ou “*smart beta*”<sup>68</sup> e cada um possui características próprias que podem resultar em performances superiores ou inferiores ao critério da capitalização dependendo das condições econômicas.

---

<sup>67</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 108.

<sup>68</sup> Às vezes, também são chamados de “advanced beta”, “factor investing”, “scientific investing” ou “active beta”, mas “smart beta” continua sendo o termo mais disseminado no mercado.

ETFs alternativos (*alternative beta ETFs*) têm atraído montantes significativos nos últimos anos, muito embora pesquisas científicas não tenham encontrado vantagens persistentes de qualquer um desses métodos em relação aos demais.<sup>69</sup> Na prática, cada método utiliza fatores diferentes para atribuir os pesos dos ativos selecionados e, com isso, é razoável prever que haja alteração dos resultados. Uma coisa é certa: métodos não tradicionais de distribuição de ativos das carteiras geram custos adicionais e variação em termos de retorno quando comparados aos métodos baseados na capitalização. Sendo assim, tais custos e riscos devem ser avaliados individualmente para cada ETF.

### **1.2.1.2. Renda Fixa**

ETFs de renda fixa permitem aos investidores acessar carteiras de títulos de renda fixa a nível institucional em escala e custos que eram inimagináveis na virada do século XXI. Como títulos de renda fixa normalmente são negociados em mercados de balcão, investidores de varejo estão sujeitos a *spreads* significativos ao adquirir pequenas quantidades de títulos de renda fixa. Por décadas, fundos mútuos de renda fixa sofreram com altas taxas e rendimentos abaixo do esperado. O advento do ETF de renda fixa permitiu, finalmente, aos investidores ter acesso a uma grande gama de carteiras de títulos de renda fixa, a maioria das quais são geridas de forma passiva e, portanto, a custos acessíveis e razoáveis.

Fundos de renda fixa são tão variados quanto os de renda variável. Eles oferecem opções de recorte de exposição geográfica, cambial, de qualidade de crédito, vencimento (duração) e setorial. Os níveis de custos e riscos envolvidos em cada caso variam, assim como no caso dos ETFs de renda variável.

O mais relevante é entender que ETFs, como fundos mútuos de renda fixa, têm comportamentos diferentes daqueles de títulos de renda fixa individualmente considerados. Devido ao fato de as carteiras nunca alcançarem uma “data de vencimento”, a única forma de avaliá-los é por meio dos preços de mercado de cada um dos títulos detidos. Assim,

---

<sup>69</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 109.

fundos de renda fixa não oferecem proteção ao capital principal (diferentemente dos títulos de renda fixa): não há garantia quando à “devolução” do dinheiro no futuro.

### **1.2.1.3. Commodities**

Os ETFs tornaram os investimentos em commodities baratos e fáceis a investidores de qualquer tamanho e nível de sofisticação. Antes dos ETFs, o investidor que quisesse investir em commodities tinha que abrir uma conta de futuros, obter aprovação de uma corretora e manter uma margem para cobrir quaisquer movimentos com relação aos contratos de commodities que eles detinham. Atualmente, esses mesmos investidores podem simplesmente escolher um ETF e usar suas contas de corretagem para adquirir o montante de exposição desejado.

ETFs de commodities podem ser atrelados aos produtos físicos (participação proporcional em alguma commodity depositada em algum cofre – atualmente disponível apenas para ouro, prata, platina e paládio) ou a futuros destes (o fundo detém contratos futuros relacionados à commodity visada). Tendo em vista as possíveis diferenças entre os fundos e seus padrões esperados de rendimento, assim como nos casos dos demais tipos de ativos, os investidores devem ter uma boa compreensão do produto antes de nele investir.

### **1.2.1.4. Cambial**

“ETFs” cambiais têm desempenhado um importante papel ao facilitar o acesso a mercados que antes eram de difícil acesso a investidores de varejo. No passado, um investidor precisava de uma conta separada para negociar moedas e altos valores mínimos eram exigidos. Hodiernamente, qualquer investidor pode obter exposição a qualquer moeda com valores mínimos baixos e uma conta de corretagem.

Assim como ETFs das demais classes de ativos, os “ETFs” cambiais possuem peculiaridades que devem ser levadas em consideração pelo investidor no momento da tomada de decisão de investimento.

Nesse sentido, vale destacar que “ETFs” cambiais são geralmente constituídos com uma das seguintes quatro estruturas: *exchange-traded notes*, *open-end funds*, *grantor trusts* e *limited partnerships*. A estrutura jurídica a ser utilizada pelo “ETF” cambial é extremamente relevante porquanto afeta a sua tributação, riscos do investimento e crédito e rendimentos. Ademais, nem todos os “ETFs” cambiais são ETFs, do ponto de vista técnico, como será tratado nos capítulos subsequentes.

### **1.2.2. Por Estratégia**

Além da divisão por classes dos ativos da carteira, ETFs podem ser categorizados com base nas estratégias adotadas. As principais estratégias utilizadas são a alternativa, alavancada e a inversa.

#### **1.2.2.1. ETFs Alternativos**

O conceito básico por trás dessa estratégia é investir em ativos que sejam minimamente correlacionados ao mercado mais amplo e, portanto, tenham “padrões únicos de retorno” (tais como futuros do VIX, um índice que mede a volatilidade das opções sobre ações do S&P500 negociadas na bolsa de Chicago<sup>70</sup>, também conhecido pelo mercado como o “índice do medo”). A fazê-lo, o ETF teria potencial de apreciação – ou de obter qualquer outro resultado – independentemente do desempenho do mercado.

ETFs alternativos são utilizados para reduzir a volatilidade e gerir os riscos em carteiras de investimentos, pois, ao não estarem correlacionados ao restante dos ativos da

---

<sup>70</sup> CBOE VOLATILITY INDEX. **Homepage**. EUA, 2018. Disponível em: <http://www.cboe.com/vix>. Acesso em: 23 nov. 2017.

carteira, permitem uma diversificação que reduz o risco geral da carteira e ajuda a protegê-la contra desvalorizações dos ativos de renda fixa ou variável.

Antes de realizar investimentos em ETFs que adotem essa estratégia, contudo, o investidor deve analisar cuidadosamente os fatores que geram o rendimento desse fundo, bem como os riscos inerentes a esse tipo de investimento, assim como o faria ao investir em um fundo com estratégia de *hedge*. Apesar de os ETFs oferecerem transparência com relação aos ativos da carteira, muitos ETFs alternativos adotam estratégias complexas, que são mais adequadas a investidores sofisticados.

### **1.2.2.2. ETFs Alavancados e Inversos**

Estratégias alavancadas e inversas existem e são utilizadas por fundos mútuos desde meados da década de 1990. No entanto, para muitos investidores, o acesso a algumas das mais interessantes (e controversas) estratégias de investimento só foi possível por meio de ETFs com alavancagem e/ou que entregam resultados inversos ao rendimento de diversas classes de ativos.

A maioria dos ETFs alavancados tem como objetivo obter múltiplos dos rendimentos (antes de taxas e despesas) diários, de modo que os investidores podem ter a expectativa de obter o nível almejado de exposição independentemente do dia em que eles invistam no fundo. Esses fundos tendem a seguir o múltiplo do rendimento diário do índice de referência (*benchmark*), mas, a longo prazo, os rendimentos do ETF podem acabar se desviando do múltiplo objetivado em razão da volatilidade verificada no período.

### **1.2.3. Por Estrutura**

Dado o desenvolvimento dos índices e dos ETFs ao longo do tempo, cada vez mais “ETFs” estão sendo lançados no mercado com estruturas alternativas àquela regulada pela *Investment Company Act* de 1940. Embora muitos investidores e a mídia tratem os

“ETFs” como um monólito, faz-se mister esclarecer que os “ETFs” norte-americanos comportam diversas estruturas, os quais são frequentemente (e indevidamente) agrupados sob a denominação de “ETFs”.

Alguns autores vêm tentando classificar as estruturas como *Exchange-Traded Vehicles*, *Exchange-Traded Securities*, *Exchange-Traded Commodities* ou *Exchange-Traded Notes*. Para estes, os ETFs bem como cada um dos demais produtos supramencionados seriam espécies do gênero *Exchange-Traded Products*.

Nesse sentido, esclarece Melinda Gerber:

“An ETF is a mutual fund that trades on an exchange throughout the day like a stock. Their commonalities with mutual funds include SEC registration as an investment company under the 1940 Act, they hold a portfolio of securities, and enjoy several success factors (explored later in this chapter). From the stock perspective, ETFs are an exchange-listed vehicle. This gives investors trading flexibilities they do not have with mutual funds.

Commodities-based products that don't track a securities index are technically not ETFs. Sometimes referred to as Exchange-Traded Vehicles (ETV), Exchange-Traded Securities (ETS), or Exchange-Traded Commodities (ETC), these products register under the 33 Act instead of the 40 Act as a mutual or exchange-traded fund would. This creates complications for these products.

One of the larger complications, the SEC considers them a continuous offering IPO. This, along with other elements of a 33 Act filing, forces ETS/ETVs into a continual quiet period. They are not allowed to speak about their product. This factor has caused confusion in the marketplace, as fund sponsors cannot address reporters' questions about their funds.

Exchange Traded Notes (ETNs) are also not registered under the 40 Act. They are senior debt notes, issued by Barclays Bank, and are treated as prepaid contracts (the difference between the sale and purchase is classified as capital gains). They have credit risk but not tracking risk, the risk that ETF's returns will differ from its underlying index.

Another non-ETF product is HOLDRS (Holding Company Depositary Receipts). Developed by Merrill Lynch, HOLDRS do not track an underlying index. Instead, they are shares in a grantor trust representing a static basket of stock selected from a particular industry, sector, or group. Because of the grantor trust structure, if a company is removed from the basket, its stock is not replaced. This may result in a very concentrated product over time.



Finally, the term ETP encompasses all those exchange-traded products that are not ETFs (see Table 7.3). These products are not registered under the 1940 Act and as mentioned earlier include ETSs, ETVs, ETCs, ETNs, and HOLDRs.”<sup>71</sup>

À medida que se multiplicam os tipos de ETFs (em classe de ativos, estratégia e estrutura), os investidores podem não estar devidamente familiarizados com os seus ativos subjacentes, os potenciais de rendimento e riscos associados.<sup>72</sup> Por exemplo, vários ETFs alternativos – fundos que dão exposição por meio de futuros, *notes* ou swaps – envolvem estruturas de carteira, riscos de contraparte e tratamentos fiscais desconhecidos, não por causa da natureza das exposições subjacentes, mas por conta dos meios utilizados para acessá-los. ETFs que oferecem exposição a commodities, rendimentos alavancados e inversos, cambial ou à volatilidade estão particularmente sujeitos a essa precaução.<sup>73</sup>

Sendo assim, investidores considerando estratégias de investimento menos convencionais podem precisar analisar mais a fundo as características e estratégias do que o fariam normalmente para investir em ações e títulos de dívida, por exemplo. ETFs trazem inúmeros benefícios, mas investidores precisam estar cientes dos potenciais inconvenientes antes de utilizá-los em suas estratégias de investimento. Nesse quesito, educação é a chave para entender os vários riscos de determinadas classes de ativos, estratégias e estruturas dos ETFs.

---

<sup>72</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 7.

<sup>72</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 7.

<sup>73</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 8.

## 2. O ÍNDICE (*BENCHMARK*)

Uma vez que o desempenho do ETF está estreitamente relacionado à performance do seu índice de referência (*benchmark*), o índice também deve ser analisado para compreender melhor o próprio ETF, objeto dessa dissertação. Adiante, detalharemos o processo de criação dos índices, seu propósito ou utilidade.

### 2.1. Conceito

Os índices são indicadores de desempenho de uma seleção de ativos, ou seja, são um termômetro de determinados mercados, setores ou segmentos ao longo do tempo. Sua precisão depende de sua fórmula, posto que cada índice possui sua própria metodologia de composição e cálculo, determinadas por seu provedor de acordo com seus objetivos. As metodologias de estruturação do índice diferem entre si principalmente quanto à seleção das ações que irão compor o índice e o peso de cada uma delas.

A representatividade de um índice pode ser ampla, de modo a representar uma proporção substancial do valor total de determinado mercado acionário (como é o caso do Russell 3000, nos Estados Unidos), ou específica a um determinado setor ou país (como o índice setorial de Telecomunicações da B3 – ITEL – ou o MSCI Japan, respectivamente).

A maioria dos índices de mercado utilizados e/ou passíveis de utilização por ETFs são desenvolvidos por entidades independentes, normalmente atores privados, tais como agências de *rating* (agências de classificação de risco) e bolsas de valores.

No Brasil, alguns dos provedores que atuam na oferta de índices do mercado de capitais são a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), a B3, a FTSE, a MSCI e a S&P Dow Jones, que, em 2015, celebrou com a B3 um acordo estratégico para a produção de novos índices ao mercado.<sup>74</sup>

---

<sup>74</sup> 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:

## 2.2. Evolução dos Índices

A evolução dos índices anda lado a lado com a evolução dos ETFs. Historicamente, em 1896, a Dow Jones lançou o que é hoje conhecido como Dow Jones Industrial Average, um indicador do mercado acionário norte-americano amplamente monitorado, composto por 30 ações de primeiríssima linha. Desde então, diversas organizações de serviços financeiros, como o Morgan Stanley Capital International (MSCI), Frank Russell Company (Russell), Morningstar, Standard and Poor's (S&P) e a Financial Times Stock Exchange (FTSE) desenvolveram famílias de índices que medem o desempenho de mercados financeiros amplos. Além disso, organizações como a Goldman Sachs, Cohen & Steers, KLD Research & Analytics, Inc., NASDAQ e a NYSE desenvolveram índices que refletem mercados selecionados dentro de suas áreas de especialização.

À medida que a indústria de ETFs ganhou tração no final do século XX, os índices amplos foram rapidamente esgotados por administradores de fundos de investimento. Insatisfeitos, estes estavam sedentos por mais ETFs para engordarem os patrimônios sob gestão (*assets under management*) e isso resultou na criação de centenas de índices, muitos destes com objetivos de investimento razoáveis, mas outros tantos com questionáveis razões de existir.

Um exemplo é a tendência a subdividir o mercado em indústrias e setores, (com ETFs referenciados em cada um deles). Primeiro vieram os segmentos lógicos – por exemplo, tecnologia, gás e petróleo e financeiros. Estes foram seguidos de divisões menores, tais como semicondutores, equipamentos e serviços relacionados ao petróleo, e bancos regionais. Mas essa granularidade não satisfaz a demanda por expansão dos ETFs, então as fatias do mercado ficaram cada vez mais finas.

O resultado: a criação de ETFs que não só investiam no setor da saúde e biotecnologia, mas também no ramo das empresas farmacêuticas especializadas em

medicamentos para o tratamento do câncer e doenças autoimunes. Havia até um ETF para empresas “que estavam a ponto de” ter medicamentos contra o câncer, com 22 (vinte e dois) ativos com capitalização de mercado entre US\$ 583 milhões e US\$ 55 milhões. Como não houve investimento racional (diferentemente do apelo especulativo) em quantidade relevante neste ETF, o fundo foi liquidado em 2008 durante a desaceleração do mercado.<sup>75</sup>

Um outro exemplo da evolução dos índices é a tendência dos “índices de estratégia”, os quais não representam o mercado ou parcelas deste, mas emulam com regras uma estratégia ativa de investimento que visa a “ganhar do mercado”. Há estratégias de crescimento (*growth*) e valor (*value*), de dividendos, *long-short*, e a lista continua.

Algumas pessoas questionam se estes últimos seriam mesmo índices. Tecnicamente, eles são. Um índice é simplesmente um mecanismo estatístico para seguir algo quantitativo – como preços de ativos – ao longo do tempo. Como os componentes são selecionados e os pesos destes no índice são praticamente as únicas variáveis em sua construção.<sup>76</sup>

Contudo, a sua qualificação técnica como índices não significa que os investimentos em produtos que os utilizam como referência resultem em “indexação”. Ainda que esses produtos sejam “passivamente” geridos para seguirem os seus índices subjacentes, eles são, na verdade, veículos de gestão ativa. Uma estratégia ativa gerida de forma passiva (*smart beta*).

Essas distinções são importantes porque investidores menos sofisticados podem ficar confusos, pensando que estão investindo em produtos indexados quando não estão. Ainda, a estratégia ativa gerida passivamente é tão volátil quanto uma gestão ativa qualquer. E fundos setoriais são mais voláteis que fundos amplos de mercado (*broad-market funds*).

Uma verdadeira indexação nunca resulta em resultados melhores ou piores; os rendimentos da indexação estão sempre “médios” e, portanto, são mais estáveis ao longo

---

<sup>75</sup> PRESTBO, John A. Indexes and Indexing. In: MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Approaches**. London: Risk Books, Inc, 2009. p. 9.

<sup>76</sup> “An index is simply a statistical device for tracking something quantitative – such as stock prices – over time. How the components are selected and how they are weighted within the index are about the only variables in index construction.” (PRESTBO, 2009. p. 9).

do tempo. A indexação consiste na crença de que, no longo prazo, o mercado como um todo tem um rendimento superior a qualquer investimento em parcelas específicas do mercado. Ou seja, a indexação é uma ampla e consistente exposição a uma classe de ativos.<sup>77</sup> E, de fato, esta é uma das atratividades para certos investidores de longo prazo (apesar de não o ser para investidores inclinados a gerir ativamente suas carteiras em busca de rendimentos superiores).

Essas distinções indicam que, como muitas coisas, investir tornou-se mais complicado. Hodiernamente, indexação não necessariamente significa gestão passiva de carteira, e um índice poderia tanto estar refletindo uma estratégia ativa como um mercado amplo e diversificado, e essas mudanças exigem uma crescente educação dos investidores a esse respeito.

Com isso, pode-se dizer que, ao longo do tempo, mercados mudam, instituições mudam, estratégias mudam, mas a única coisa que não muda é o bom e velho *caveat emptor*. Enquanto existirem investimentos, essa expressão continuará eterna e universalmente aplicável.

### 2.3. Utilização de índices em ETFs

Uma vez criados, os índices são utilizados como (i) termômetro ou indicador da higidez e direção/tendência do mercado, (ii) referência (*benchmark*) para o desempenho de um gestor de investimentos, e (iii) base para produtos de investimento, como o ETF.

Com relação à primeira função do índice, temos, exemplificativamente, os índices S&P 500 e o Ibovespa<sup>78</sup>, vistos como referências para o desempenho do mercado acionário

---

<sup>77</sup> PRESTBO, John A. Indexes and Indexing. In: MEZIANI, A. Seddik. **Exchange-Traded Funds – Conceptual and Practical Approaches**. London: Risk Books, Inc, 2009. p. 9-10.

<sup>78</sup> O Ibovespa, o mais relevante e tradicional indicador do desempenho médio das cotações do mercado acionário brasileiro, preservou a sua base de sua metodologia desde a sua criação, em 1968. Não obstante, após servir por 45 anos como um dos principais instrumentos para o acompanhamento do mercado nacional, houve a necessidade de reavaliação, à luz da grande evolução do mercado de capitais brasileiro. Tal processo de reavaliação foi iniciado pela BM&FBovespa em 2012 e foi criado um Grupo de Trabalho composto por integrantes dos mais variados segmentos da indústria. O objetivo era aperfeiçoar a metodologia do Ibovespa, tendo em vista a atual realidade econômica, de modo a adequá-lo a este novo cenário. Para mantê-lo como o índice que representa com mais exatidão o desempenho do mercado brasileiro, a BM&FBovespa anunciou,

e da bolsa norte-americana e brasileira, respectivamente. Já a segunda deve-se ao fato de que os gestores são normalmente avaliados por sua capacidade de atingir e/ou superar o *benchmark* que reflete com mais precisão o seu estilo de investimento, ou seja, contra o desempenho de um determinado índice. Geralmente, esse cenário se verifica quando o fundo de investimento adota uma estratégia de gestão ativa da sua carteira, uma vez que o gestor não necessariamente replica a carteira teórica do índice, mas o usa apenas como um referencial, visando a obter um rendimento igual ou superior ao do índice escolhido. Por fim, veículos de investimento podem utilizar o índice como referencial e, nesse caso, o desempenho do índice torna-se o objetivo do gestor de tal produto, porquanto este visará proporcionar ao investidor o retorno auferido pelo seu índice de referência (*benchmark*). Normalmente, ocorre quando a gestão adotada por determinado fundo é passiva, razão pela qual o gestor investe nas ações e/ou demais ativos que compõem a carteira teórica do índice em questão.

Na prática, a réplica exata do índice é muito difícil. Ainda que o fundo adquira os papéis que lhe confirmam o retorno exato do índice de referência (*benchmark*), alguns fatores necessariamente acarretarão a redução da rentabilidade do fundo com relação ao seu índice de referência, impedindo que este tenha o retorno equivalente ao obtido pelo índice utilizado. Alguns desses fatores são (i) os custos inerentes à administração e funcionamento do fundo, os quais são debitados do fundo, (ii) impostos aplicáveis às transações financeiras realizadas pelo fundo ou impostos que recaem sobre o ganho do fundo, (iii) a dinâmica do cálculo da rentabilidade do fundo, e (iv) contabilização a mercado dos preços dos papéis, o que pode gerar uma oscilação no curto prazo, ainda que,

---

em 11 de setembro de 2013, por meio do Ofício Circular 063/2013-DP, a alteração da metodologia do Ibovespa, a qual será implantada em duas etapas. Com tais mudanças, a BM&FBovespa afirma que também alinhou a metodologia do Ibovespa às práticas de outros países e tornou-o mais robusto para o crescimento que se espera para o futuro do país. A nova metodologia do Ibovespa está disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=Ibovespa&Idioma=pt-br>. No artigo “Mudança aproxima Ibovespa da economia brasileira e melhora eficiência”, do Valor Econômico, gestores apontam o ganho de eficiência e a maior representatividade da economia brasileira como sendo as principais vantagens das mudanças na metodologia de cálculo do Ibovespa. Na metodologia original, predominava o critério de liquidez, ou seja, a negociação das ações eram o fator preponderante para a entrada e manutenção das ações no índice e isso gerava distorções. No artigo, Eduardo Roche, chefe de renda variável da Modal Asset, adverte que esse problema não é novo, mas foi enaltecido com o caso OGX, que evidenciou o quão defasada estava a metodologia do Ibovespa. Para tentar corrigir essa realidade, a nova metodologia leva em consideração o valor de mercado do *free float* – ações em circulação e à disposição para negociação no mercado-, embora com um limite, para evitar que uma empresa grande, mas com pouca liquidez, fique com peso desproporcional e dificulte a replicação do índice. Ademais, a nova metodologia também exclui as ações que valem menos de R\$ 1,00 (conhecidas como *penny stocks*), o que pode tornar o Ibovespa menos volátil.

no longo prazo, a replicação seja mais próxima de sua referência.<sup>79</sup>

Sendo assim, para o acompanhamento do índice de referência, os ETFs utilizam basicamente uma das seguintes estratégias:

- (a) replicar o desempenho do índice: a carteira de investimentos detém todos os títulos e valores mobiliários que compõem o índice de referência mediante a alocação de recursos proporcionalmente ao peso de cada ativo no índice de referência; ou
- (b) oferecer exposição aproximada ao desempenho do índice: a carteira de investimentos não detém todos os títulos e valores mobiliários que compõem do índice de referência, mas uma amostra representativa dos títulos e valores mobiliários mais relevantes que o compõem.

A segunda estratégia, de amostragem representativa, mostra-se uma solução prática para ETFs referenciados em índices compostos por centenas ou milhares de títulos e valores mobiliários diferentes.

No mais, as entidades provedoras de índices detêm, sujeitos às disposições aplicáveis da legislação de propriedade intelectual, o direito à exploração comercial dos direitos relativos aos seus respectivos índices. Assim, a utilização de um índice de referência para a criação de um produto com base nele, por exemplo, impõe a obtenção da licença de uso de tal índice junto à entidade que o desenvolve e detém seu direito de exploração, sendo tal relação formalizada por meio de contratos de licenciamento e/ou de sublicenciamento.

A despeito das utilidades dos índices, conforme descritos acima, o estudo realizado pela Ewing Marion Kauffman Foundation questiona: “*Should not listed companies today enjoy a commercial right to be compensated for being included in an ETF or index?*”<sup>80</sup> Em outras palavras, os autores se perguntam se os criadores de índices não estariam “pegando uma carona” (*free riding*) nas companhias abertas e obtendo valor comercial sem compensá-las.

---

<sup>79</sup> LIMA, Iran Siqueira; GALARDI, Ney; NEUBAUER, Ingrid. **Mercados de investimentos financeiros**. 2 ed, 4 reimpressão. São Paulo: Atlas, 2006. pp. 80-81.

<sup>80</sup> BRADLEY, Harold; LITAN, Robert. E. **Choking the Recovery: Why New Growth Companies Aren't Going Public and Unrecognized Risks of Future Market Disruptions**. 2014. p. 39. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1706174](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1706174). Acesso em 14 de junho de 2016.

A esse respeito, vale ressaltar que o provedor de índice não se beneficia da atividade das companhias abertas em si, mas sua remuneração advém estritamente do desenvolvimento de uma metodologia de cálculo do índice, a partir de critérios objetivos (por exemplo, nível de capitalização, setor de atuação da companhia ou grau de liquidez de seus ativos), e sua comercialização (licenciamento e/ou sublicenciamento de uso e divulgação da metodologia, entre outros).



### **3. VANTAGENS DOS ETFs**

Para entender o crescimento do mercado de ETFs – e seu potencial – é necessário entender as vantagens trazidas pelo produto em questão. Por terem suas cotas negociadas em bolsa de valores, os ETFs somam os benefícios da diversificação dos fundos mútuos tradicionais à facilidade de negociação e liquidez diária das ações. Nesse sentido, permitem ao investidor diversificação, eficiência de custos, acesso a mercados que seriam inviáveis no caso de investimento individual, liquidez e transparência, conforme detalhadas a seguir.

#### **3.1. Diversificação**

O risco é elemento essencial no mercado de capitais e agentes econômicos estão em uma constante busca de formas de amenizá-lo. Para tanto, diversas práticas de administração e gestão são implementadas para eliminar ou reduzir as eventuais imperfeições das operações que possam trazer prejuízos aos participantes do mercado e, adicionalmente, novas modalidades de investimento são criadas com vistas a permitir um maior dinamismo e segurança às transações. A criação e crescimento do mercado de fundos de investimento, inclusive, é um exemplo disso.

Investimentos requerem planejamento, paciência, conhecimento e estratégia para que os riscos sejam menores e os ganhos, maiores. E um dos requisitos básicos para redução de riscos e aumento da rentabilidade é a diversificação da carteira. Ao investir somente em duas ou três companhias, o prejuízo pode ser maior do que o investimento em uma carteira diversificada se uma delas apresentar um mau desempenho. Se o investimento for realizado em ações de uma única companhia, o risco é ainda maior, podendo levar à perda total do investimento ou até a situações de endividamento. Isso não significa, contudo, que seja necessário ter ações de uma infinidade de companhias, uma vez que o excesso de diversificação torna difícil a administração da carteira. Em todo caso, independentemente do fato de o investidor ser conservador ou arrojado, a melhor forma de investir é diversificar, pois quanto mais variada for a carteira do fundo de investimento,

mais diluído estará o risco inerente a cada um dos títulos ou valores mobiliários subjacentes.<sup>81</sup>

A diluição do risco se verifica na medida em que fundos de investimento aplicam seus recursos em diversos títulos e valores mobiliários, conforme estabelecido em sua política de investimento. Quanto mais variada for a carteira do fundo de investimento, mais diluído estará o risco inerente a cada um dos títulos ou valores mobiliários subjacentes.<sup>82</sup>

Ao investir em um ETF de renda fixa, por exemplo, os recursos são aplicados em uma cesta de ações de diferentes companhias que, juntas, reproduzem um determinado índice. Reduz-se, dessa forma, a probabilidade e o risco de perda do investidor, pois se uma das companhias vai mal, o bom desempenho dos outros o compensa. Em outras palavras, ao seguir a performance de diversas ações ao mesmo tempo, é possível gerenciar melhor o risco, equilibrando-o ao retorno, já que uma ação com rendimento abaixo do previsto não provocará um grande desequilíbrio no desempenho geral da carteira.

O risco do investidor em uma carteira pode ser diversificado em maior ou em menor grau, dependendo do índice replicado pelo ETF, os quais podem ser amplos, como o Índice Bovespa (“Ibovespa”), ou setoriais e/ou restritos a um nível de capitalização, como o Índice Imobiliário (IMOB) e Índice Small Cap (SMLL). Em ambos os casos, o ETF facilita o investimento nestes papeis por tornar a aplicação mais segura, fazendo com que o investimento seja atrativo até mesmo aos investidores com menos apetite de risco, como investidores pessoas físicas.

Isso porque o investidor consegue diversificar sua carteira e, portanto, reduzir o seu risco de forma bastante eficiente (conforme será abordado no subcapítulo referente à eficiência do ETF): basta uma única transação. Assim, é desnecessária a compra de cada uma das ações das diversas empresas, já que o ETF confere exposição automática a todas as ações que integram a carteira do índice de referência.

Sendo assim, ETFs seriam o instrumento perfeito para impulsionar o crescimento do mercado acionário nacional e abrir espaço para mais pessoas físicas começarem a

---

<sup>81</sup> DINIZ, Rodrigo Pará. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro – Aspectos Tributários e Questões controversas em matéria fiscal**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 11.

<sup>82</sup> DINIZ, Rodrigo Pará. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro – Aspectos Tributários e Questões controversas em matéria fiscal**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 11.

operar no mercado. Não à toa, os ETFs foram parte da estratégia traçada pela B3 para captar 5 milhões de investidores de varejo em 2015.<sup>83</sup>

### 3.2. Eficiência de custos

O ETF conta com simplicidade na movimentação e baixo custo. Com uma única operação, o ETF proporciona ao investidor exposição a diversas ações que compõem um índice, de forma que o custo da operação torna-se menor quando comparado à montagem da mesma carteira de ações por conta própria. De outra forma, para investir nas mesmas ações de um dado índice (com vistas a obter o benefício da diversificação, por exemplo), seria preciso comprar, nas devidas proporções, cada um dos componentes daquele índice, com os respectivos custos de negociação de cada operação. Dessa forma, o ETF permite que o investidor comece a investir em ações – de várias companhias – com pouco dinheiro.

Além disso, nas operações individuais, para manter a mesma posição do índice, o investidor ainda teria que gerir, de forma bastante dinâmica, as proporções dos componentes desse índice. Esse trabalho de gestão dos recursos e ajuste da carteira de investimentos à luz dos rebalanceamentos do índice é realizado por administradores de carteira de valores mobiliários profissionais, devidamente autorizados pela CVM, os quais possuem qualificação para tanto e acompanham o mercado financeiro constantemente.

Como em qualquer outro fundo, o ETF permite que até pequenas aplicações tenham rendimento semelhante ao das grandes, porquanto estão agregadas a um grande patrimônio. O investimento em fundos, justamente por representarem uma comunhão de recursos de diversos investidores, é mais atrativo que uma aplicação individual, pois os valores aplicados podem ser superiores àqueles que uma pessoa física ou jurídica poderia investir e, com isso, o administrador do fundo poderá obter taxas de corretagem mais vantajosas, por exemplo. Ao mesmo tempo, o investidor pode entrar e sair do investimento a qualquer momento mediante operações de compra e venda no mercado secundário, tal como realizados com uma ação.

---

<sup>83</sup> MUTO, Silvio. Piloto Automático. **Revista Capital Aberto**. São Paulo, n. 90, p. 36-40, fev. 2011.

Ademais, a taxa de administração de um ETF é, em geral, menor do que aquela cobrada pelos fundos tradicionais.<sup>84</sup> Tal taxa é debitada proporcional e diariamente pelo tempo em que as cotas são mantidas na carteira de ações, de modo que o investidor só é cobrado pelos dias que ficar com as cotas em sua carteira, como ocorre nos fundos de ações tradicionais.<sup>85</sup> Contudo, por serem fundos de gestão passiva, as taxas de administração de um ETF tendem a ser menores do que as de fundos de gestão ativa, uma vez que demandam relativamente pouca participação humana ativa por parte dos gestores de carteiras<sup>86</sup>. Além disso, os ETFs contam com taxas bastante competitivas mesmo quando comparadas aos fundos tradicionais indexados, também de gestão passiva, sendo em média, 3 (três) vezes menor do que a dos demais fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada (“Instrução CVM nº 555/14”).<sup>87</sup>

A vantagem supramencionada decorre da quantidade de transações realizadas pelos ETFs, que são infinitamente menores que o número de operações que os fundos mútuos (*mutual funds*), por exemplo, são obrigados a realizar em razão de suas características de emissão e resgate de cotas perante investidores. Essas operações acabam por impor custos significativos aos fundos mútuos (*mutual funds*), associados ao registros de cotistas, contas de gestão e outros procedimentos.

Contudo, há certa controvérsia acerca da real eficiência dos custos dos ETFs, uma vez que, muito embora sejam fundos indexados, os ETFs têm suas cotas negociadas em bolsa como se ações fossem e, portanto, estão sujeitos à cobrança de taxas de corretagem, custódia e emolumentos pagos à bolsa em que suas cotas são negociadas, assim como quaisquer outros ativos de renda variável. Assim, dependendo do valor investido e dos custos de corretagem e custódia aplicáveis, a aplicação em um fundo passivo indexado

---

<sup>84</sup> BRASIL. 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](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.

<sup>85</sup> BRASIL. 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](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.

<sup>86</sup> A composição dos índices costuma manter-se inalterada por longos períodos, variando apenas nas raras ocasiões em que o índice adiciona ou remove determinado(s) título(s) ou valor(es) mobiliário(s) de sua composição.

<sup>87</sup> Segundo artigo veiculado na Revista Exame, “[a]s taxas de administração dos ETFs são bem baixas em comparação às dos demais fundos de investimentos em ações. Para o BOVA11 e o BRAX11 é cobrada uma taxa de 0,54% ao ano, enquanto que para o SMAL11, o percentual é de 0,69% ao ano. Na outra ponta, a média das taxas dos fundos de ações costuma girar em torno de 2% ao ano, sendo normalmente um pouco mais baixa para os fundos indexados, algo como 1,5% ao ano.” (WILTGEN, 2012).

“comum” poderia ser mais rentável, ainda que tenha taxa de administração mais alta. Dessa forma, pode-se dizer que quanto maior o valor aplicado, mais vale a pena o investimento em ETFs, em detrimento dos fundos mútuos indexados, já que o volume é capaz de diluir os custos com corretagem e custódia, gerando pouco impacto sobre a rentabilidade da aplicação.<sup>88</sup>

Já a estrutura de *creation units* (bloco de valores mobiliários para emissão e resgate das cotas dos ETFs, conforme estabelecidos em seus respectivos regulamentos) junto a agentes autorizados evita, de certa forma, a realização de inúmeras operações de emissão e resgate de cotas. E soma-se o fato de que as demais operações de disposição e aquisição de cotas dos ETFs ocorrem em bolsas de valores, no mercado secundário, e, destarte, não geram custos e despesas aos ETFs. Muito embora haja cobrança de taxas de corretagem e emolumentos nas operações realizadas no mercado secundário, as corretoras cobram tais taxas diretamente dos investidores, sem gerar impacto algum aos ETFs em si.<sup>89</sup>

Além disso, a taxa de administração do ETF pode ser parcialmente compensada pela receita do aluguel das ações subjacentes e/ou por outras receitas extraordinárias, oriundas, por exemplo, da realização de operações de arbitragem entre os papéis que compõem a cesta e o ETF<sup>90</sup>, a qual é permitida aos seus investidores. Além da arbitragem, investidores domésticos contam também com a possibilidade de realizar *day-trade* – compra e venda de papéis na bolsa de valores no mesmo dia.

As vantagens resultantes das operações de arbitragem, *day-trade* e empréstimo de ações residem no fato de que tais atividades constituem fontes de receita extra ao fundo,

---

<sup>88</sup> 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.

<sup>89</sup> No mesmo sentido, afirmou o grupo do Banco Mundial (THE WORLD BANK, 2012): “Because investors can buy and sell on the exchange without the intervention of the fund manager, investment fees are typically 50 percent lower compared to mutual funds”. Tal excerto é complementado por nota de rodapé, que elucida o seguinte: “For example, the average total expense ratio (TER) for equity ETFs in Europe is 41 basis point (bps) per annum versus 96 bps for the average equity index tracking fund, and 187 basis point for the average active equity fund (“ETF Landscape Q1 2011 Global Handbook”, BlackRock).”

<sup>90</sup> Como o ETF permite a criação de novas cotas mediante a entrega de uma cesta idêntica àquela do ETF, o investidor pode comprar a cesta de ações e solicitar a conversão em cotas de ETF durante um mesmo pregão (arbitragem). Essa operação é vantajosa ao investidor quando há um descolamento entre a cotação do índice e a da cota. Contudo, este recurso é limitado, de certa forma, aos investidores institucionais em razão do lote mínimo, fixado, normalmente, em 100 mil cotas. Tal arbitragem também leva à convergência entre o valor de negociação das cotas do ETF e o seu preço justo, pois a montagem da cesta eleva os preços das ações componentes da cesta, bem como a venda das cotas recém-criadas no mercado secundário provoca a queda do preço da cota do fundo.

que pode ser utilizada para custear seus encargos<sup>91</sup>. De acordo com o artigo 62 da Instrução CVM nº 359/02, o regulamento do ETF pode dispor sobre a possibilidade de os encargos do fundo serem apropriados em conta própria e pagos exclusivamente a partir de recebimentos auferidos pelo ETF através de empréstimo de ações e outras receitas extraordinárias, além da possibilidade de, a critério do administrador, utilizar tais receitas para corrigir eventuais erros de aderência entre o ETF e seu respectivo índice subjacente.

Destarte, não só são permitidas as operações de arbitragem, *day-trade* e empréstimos de ações, mas também suas receitas acabam por beneficiar o ETF e seus investidores na medida em que podem ser aproveitadas para arcar com os encargos do ETF e/ou para conferir maior aderência ao ETF.

Vale destacar, ainda, que o ETF pode realizar o aluguel (i) das ações de sua carteira e também (i) das suas próprias cotas. Enquanto o empréstimo das ações subjacentes ao ETF por parte do gestor resulta em benefício a todos os investidores pelos motivos acima expostos – redução de custos totais e maior aderência ao índice de referência -, o empréstimo das cotas do ETF é realizado pelos investidores e resulta em receitas extras na carteira do próprio investidor.

Na medida em que as cotas dos ETFs também são negociadas em mercado secundário, os ETFs se tornaram um veículo propício a empréstimos no mercado. As cotas do ETF podem ser alugadas pelos investidores como qualquer outro valor mobiliário listado na bolsa e constituem fonte de receita adicional ao investidor.

---

<sup>91</sup> Nos termos da Instrução CVM nº 359/02:

“Art. 61 - Constituem encargos do fundo:

I. taxa de administração, na forma definida pelo regulamento;

II. taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais ou municipais, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;

III. despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e periódicos, previstas nesta Instrução ou na regulamentação pertinente;

IV. despesas com correspondência de interesse do fundo;

V. honorários e despesas do auditor independente;

VI. emolumentos e comissões pagas por operações do fundo;

VII. honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão da defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor de eventual condenação em ação judicial;

VIII. a contribuição anual devida às bolsas de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação;

IX. despesas com custódia e liquidação de operações com ativos financeiros;

X. despesas com fechamento de câmbio para as operações permitidas, ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários, caso tais ativos façam parte do índice de referência; e

XI. "royalties" devidos pela utilização do índice de referência, desde que cobrados de acordo com o contrato estabelecido entre o administrador e a instituição que detém os direitos sobre o mesmo.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 359/02**, de 22. jan. 2002, Rio de Janeiro, RJ).

A esse respeito, a Instrução CVM nº 359/02 estabelece em seu artigo 17, parágrafo 2º, que se aplicam aos empréstimos de cotas do ETF, no que couberem, as normas em vigor para o empréstimo de valores mobiliários. Nesse sentido, aplicam-se a estes casos as mesmas premissas dos empréstimos de ativos: quanto mais “indisponível” o ativo for para empréstimo, maior será a taxa de aluguel cobrada do tomador e, uma vez emprestado, o tomador vende tal ativo na esperança de que seu preço caia o bastante para compensar os custos do empréstimo (operação de *short selling*).

Geralmente, os tomadores apostam na baixa das ações: a ação emprestada é vendida na alta e recomprada a um preço inferior antes do término do empréstimo, gerando lucro. Quando essa queda se concretiza, o lucro final do tomador é justamente a diferença entre o preço de venda e de compra, deduzidas a taxa do aluguel e as despesas operacionais.

Aos titulares dos ativos, principalmente fundos de investimento e pessoas físicas, os empréstimos são interessantes, pois são uma forma de gerar um dinheiro extra com os ativos que estão parados em suas carteiras, e, nesse sentido, as corretoras vêm incentivando seus clientes a emprestar ações. Na ponta tomadora, os interessados são os estrangeiros e os fundos multimercados, que realizam operações de compra e venda de ações. Nesses casos, o empréstimo seria vantajoso, segundo Cesar Castelani, professor da Escola de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas, porquanto o tomador desembolsa apenas a taxa do empréstimo, em vez do valor cheio do papel, ampliando o retorno sobre o capital investido.<sup>92</sup>

Contudo, esse tipo de operação gera preocupação a alguns, conforme o trecho a seguir:

“Na visão de alguns investidores, entretanto, a pujança dos aluguéis de ações está prejudicando o mercado. Além de provocar volatilidade, eles amplificam a queda das cotações, o que é especialmente negativo em tempos de PIB minúsculo, inflação elevada e reversão nos fluxos de capital.”<sup>93</sup>

---

<sup>92</sup> CARO, Luciana Del. Bom para quem?. **Revista Capital Aberto**. n. 119, p. 11, jul. 2013.

<sup>93</sup> CARO, Luciana Del. Bom para quem?. **Revista Capital Aberto**. n. 119, p. 11, jul. 2013.

Em 2009, a SEC discutiu os efeitos do aluguel de ações sobre as cotações em audiência pública e chegou a proibir temporariamente o *short selling* durante a crise financeira mundial. Não obstante, frente às críticas dos investidores, alterou-se a regra para que a operação seja bloqueada apenas quando a ação registrar queda superior a 10% em um dia.

No Brasil, acionistas de longo prazo entendem que o alto limite - de até 50% das ações em circulação<sup>94</sup> - para aluguel, combinado com a inexistência de mecanismos que interrompam os empréstimos de ações como os existentes nos Estados Unidos, impedem a recuperação das ações, gerando vantagens aos especuladores e desvantagens aos pequenos investidores.

Michael Variato, professor de finanças do Insper, no entanto, considera simplista o entendimento de que o aluguel de ações promove a queda das cotações, pois a queda dos preços não só gera uma pressão vendedora por parte dos tomadores, como também se torna um atrativo para novos investidores adquirirem ações. Se o investidor deixa de comprar as ações, deve-se atribuir tal resultado aos fundamentos negativos das empresas. Ademais, em sua opinião, o empréstimo de ações apenas contribui para que os ativos retornem ao seu preço justo quando as perspectivas são ruins.

Não obstante, há outros que acreditam que os empréstimos de ações intensificam a depreciação dos ativos, resultando em sua venda por pequenos investidores, além da retroalimentação da queda dos preços. Ainda que os empréstimos sejam positivos por gerar liquidez, entendem que devem ser realizados com mais restrições para que as operações em bolsa não tenham origem apenas ou majoritariamente em atividades especulativas dos tomadores.

No Brasil, a Instrução CVM nº 359/02 cria ao administrador/gestor de ETFs o dever de divulgar a atualização diária da quantidade de ações objeto de operações de empréstimo, indicando, assim, as informações relativas aos empréstimos para exercício do direito de voto, bem como o percentual do valor das ações em empréstimo em relação ao patrimônio líquido do fundo<sup>95</sup>. Ademais, a regulamentação brasileira permite ao ETF não

---

<sup>94</sup> O Ofício Circular 023/2013-DP da B3, de 15 de março de 2013, aumentou o limite de ações para aluguel, nunca antes alterado, de 20% para 50%. (B3, 2013).

<sup>95</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 359/02**, de 22 jan. 2002, arts. 17, § 2º, e 39, XIX. Rio de Janeiro, RJ.



só definir no regulamento o limite e as condições das operações de empréstimo, na forma regulada pela CVM, como também dispor sobre a possibilidade de as taxas de administração e/ou os “royalties” devidos pela utilização do índice de referência serem apropriados em conta própria e pagos exclusivamente em função das receitas auferidas pelo ETF através de operações de empréstimo de ações ou outras receitas extraordinárias.<sup>96</sup>

Em outras palavras, o empréstimo das ações do ETF por parte do administrador ou gestor, conforme o caso, nos termos definidos no regulamento e amplamente divulgados aos investidores, pode gerar receita adicional dentro do fundo, reduzindo custos totais (a receita líquida é paga dentro dos fundos e todos os investidores beneficiam-se do retorno do aluguel dentro dos fundos em que o aluguel é possível) e aumentando a aderência ao índice de referência. Logo, o aluguel das ações da carteira do ETF pode, além de aumentar a liquidez, gerar receitas adicionais das quais se beneficiam todos os investidores do ETF.

### **3.3. Acesso a Mercados**

Por permitir investimentos a baixo custo, ETFs são considerados instrumentos de verdadeira democratização do acesso ao e das habilidades de investimento. Por meio deles, um investidor individual pode construir uma sofisticada estratégia global em todas as classes de ativos de uma forma que antes só estava disponível a investidores institucionais.

Antes do crescimento dos ETFs, a aquisição de ativos como ouro, títulos de dívida de mercados emergentes, moedas estrangeiras ou volatilidade era difícil e custoso, exceto para investidores institucionais. ETFs tornaram todas as áreas do mercado de capitais acessíveis a qualquer investidor com uma conta de corretagem.<sup>97</sup> Por exemplo, alguns mercados estrangeiros exigem que os investidores tenham o status de investidor não residente, uma conta bancária local e um custodiante local para acessar os seus mercados. Investidores em busca desse tipo de investimento pode superar esses obstáculos adquirindo ETFs que tenham exposição a esse mercado, como eles o fariam com qualquer outro ativo

---

<sup>96</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 359/02**, de 22. jan. 2002, arts. 60 e 62. Rio de Janeiro, RJ, 2002.

<sup>97</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 4.

em bolsa. O ETF ou atende a todos os requisitos ou obtém exposição a esses mercados estrangeiros por meio de outros instrumentos financeiros que normalmente não são acessíveis a investidores de varejo.<sup>98</sup>

Esse último ponto é crucial. Por causa da sua negociabilidade, ETFs fornecem aos investidores, independentemente do tamanho dos seus investimentos ou duração do investimento, acesso a toda a gama de produtos disponíveis no mercado financeiro. Adicionalmente, ETFs podem ser alavancados em estratégias de long/short e, em alguns casos, possuem exposição inversa ao do objetivo de investimento. Essa característica torna o acesso possível àqueles que buscam o lucro em desvalorizações bem como em valorizações.<sup>99</sup>

Ademais, ao investir em um fundo, investidores dispõem de um gestor profissional para realizar a alocação dos recursos entre os diversos títulos e valores mobiliários, de forma que o trabalho dos investidores é simplificado, já que, sem a presença do gestor profissional, teria que realizá-los eles mesmos, sendo que muitas das vezes lhes faltariam a capacidade técnica necessária para tanto.

### **3.4. Liquidez**

O investidor do ETF goza de dois tipos de liquidez: a tradicional, medida pelo volume negociado das cotas em mercado secundário, e aquela dos ativos subjacentes por meio dos processos de integralização e resgate.

No primeiro, o investidor pode, a qualquer momento, resgatar suas cotas, ou retirar seu dinheiro, como se estivesse operando com uma ação, sem perda do rendimento já apropriado. Por serem negociados em bolsa, ETFs podem ser adquiridos e vendidos em mercados secundários em diversos horários ao longo do dia. Eles podem ser utilizados em

---

<sup>98</sup> ANTONIEWICZ, Rochelle e HEINRICHS, Jane. Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work. **ICI Research Perspective**, USA, v. 20, n. 5, set. 2014. p. 4. Disponível em: [www.ici.org/pdf/per20-05.pdf](http://www.ici.org/pdf/per20-05.pdf). Acesso em: 15 abr. 2018.

<sup>99</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 4.

garantia, alavancados em estratégias long/short, entre outros. Tudo o que é passível de ser feito com uma ação qualquer pode ser feito também com a cota do ETF.<sup>100</sup>

É importante ressaltar que o número de negócios não é necessariamente sinônimo de liquidez no caso dos ETFs. Os ETFs podem contar com a ajuda de um formador de mercado, que nada mais é do que uma corretora com a função de fornecer preços justos de compra e venda durante todo o pregão, mediante o isolamento do horizonte de variação do preço de negociação das cotas em relação ao respectivo valor patrimonial.<sup>101</sup> Dessa forma, ainda que o número de negócios de um determinado dia seja baixo, o investidor não terá problema em comprar ou vender a cota a um preço justo de mercado, com comodidade e rapidez. Dito de outra forma, o formador de mercado assegura sempre um *spread* justo.

Nesse sentido, dispõe a Instrução CVM 359/02:

“Art. 25. A bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado na qual as cotas do fundo sejam negociadas pode, observada a legislação em vigor, regulamentar a função de formador de mercado para as cotas do fundo, com o objetivo de fomentar sua liquidez.”  
(grifamos)

Assim, temos que a vocação dos ETFs é reiterada (e incentivada) pela norma, de modo que a liquidez de suas cotas é fomentada através da atuação de formadores de mercado, o que protege os cotistas e atrai potenciais investidores.

Os ETFs não são, certamente, os únicos fundos negociados em bolsa. Muito antes de ETFs se tornarem populares, investidores regularmente compravam e vendiam cotas de fundos de investimento fechados no mercado. O fator distintivo do ETF – e o que os torna tão bem sucedidos – é que, ao contrário dos fundos mútuos fechados, eles possuem um mecanismo de criação e resgate de cotas contínuo que melhora sua capacidade de ser

---

<sup>100</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 5.

<sup>101</sup> Regulado pela Instrução CVM nº 384, de 17 de março de 2003, o formador de mercado (também conhecido como market maker) é uma pessoa jurídica que busca fomentar a liquidez de valores mobiliários nos mercados regulamentados, atuando por conta própria ou mediante contrato com a emissora ou partes a ela relacionadas ou com detentores dos mencionados valores mobiliários (artigos 2º e 7º da Instrução CVM nº 384/03). (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Instrução CVM n. 384/03**, de 17 mar. 2003. Rio de Janeiro, RJ).

negociado, ao longo do dia, em valor próximo ao seu verdadeiro valor patrimonial (net asset value).<sup>102</sup>

O mecanismo de criação e resgate, resumidamente, permite que investidores realizem arbitragens entre a cota do ETF em si e os ativos subjacentes que o compõem ao criar e resgatar cotas do ETF ao final de cada dia por um valor justo. Se o preço do ETF estiver desalinhado com o valor do fundo, os formadores de mercado (*market makers*) irão entrar em ação para ajustar os preços.<sup>103</sup>

Esse aspecto é claramente positivo aos investidores na medida em que ele garante que eles terão um preço justo pelas suas vendas, mas também porque isso facilita o processo de descoberta de preços do ETF. Esse processo é bem desenvolvido e confia nas corretoras que estão constantemente comparando ETFs a seus ativos subjacentes e produtos relacionados.<sup>104</sup>

No que tange ao segundo tipo de liquidez (aquela dos ativos subjacentes), alguns refutam o argumento de que ETFs aumentam a liquidez à negociação das ações destas companhias, alegando que tal afirmação é ilusória. Explicitam que o fato de as ações individualmente ilíquidas estarem contidas em um ETF, cujas cotas se tornam líquidas, não as torna automaticamente líquidas. Muito pelo contrário, defendem que à medida que os investidores vejam o ETF como um substituto das ações individuais, tais ETFs podem efetivamente gerar o efeito reverso, ou seja, reduzir a liquidez de seus ativos subjacentes.

Já Luciana Pires Dias, diretora da CVM, afirmou que, diferentemente de outros países como Austrália, Canadá e Espanha, em que os investidores das pequenas e médias companhias são locais, no Brasil, praticamente não temos investidores locais. E mesmo quando investem, estes preferem investir em grandes companhias porque suas ações têm mais liquidez. Dito isso, explicou que parte do trabalho da CVM envolve propor novos meios de educar os investidores a respeito das companhias de pequeno e médio porte e facilitar a demanda por esse tipo de ações.<sup>105</sup> Dentro desse contexto, os ETFs parecem

---

<sup>102</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 5.

<sup>103</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 5.

<sup>104</sup> HILL, Joanne M.; NADIG, Dave; and HOUGAN, Matt. A comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs). **The CFA Institute Research Foundation**, USA, May 2015. p. 6.

<sup>105</sup> DIAS, Luciana Pires. The CVM's initiative to encourage small companies to make IPOs. **Latin Lawyer**. Brasil, v. 12, n. 5, p. 13-14, jul. 2013.

desempenhar importante papel no sentido de contribuir para o aumento da demanda e da liquidez de ativos menos líquidos, como as ações de *small caps*.

No caso das ações das companhias com baixos níveis de capitalização (*small caps*), produtos como os ETFs, que diversificam os riscos desse tipo de investimento através da exposição do investidor a uma cesta diversificada, são benéficos por trazerem a possibilidade de investimentos antes considerados extremamente difíceis em razão da baixa liquidez desses papéis em mercados secundários.<sup>106</sup>

Ademais, a CVM afirmou, em 27 de setembro de 2012, em manifestação da área técnica, que as operações de arbitragem realizadas com as cotas de ETFs - seja no caso de o preço negociado da cota estar acima do valor justo da cesta e o agente autorizado valer-se dessa discrepância para montar a cesta e entregá-la ao fundo em troca de cotas que possa vender no mercado secundário por um valor maior, seja na situação inversa, no caso do resgate de cotas – são positivas para os mercados dos ativos subjacentes, pois levam excessos de demanda ou oferta pelas cotas dos ETFs<sup>107</sup> à respectiva criação e destruição de cestas. Com isso, resultam na necessidade de compra ou venda das ações componentes do índice pelo agente autorizado, conferindo mais liquidez ao mercado secundário dessas ações.<sup>108</sup> Assim, o mecanismo de criação e resgate contínuos do ETF tende a aumentar a liquidez do seu ativo subjacente nesse processo, principalmente se o ETF exigir *full replication*, caso em que ativos ilíquidos não podem ser substituídos por outros com mais liquidez.

Normalmente, os investidores internacionais não investem em pequenas e médias companhias porque buscam, acima de tudo, liquidez. Ao mesmo tempo, o Brasil ainda não possui uma grande base de fundos de pensão investindo regularmente no mercado de capitais comparado com a América do Norte e países europeus, o que significa que a sua base de investidores ainda é pequena.<sup>109</sup> Portanto, para tentar reverter o cenário da falta de demanda, principalmente por parte de investidores locais, para os papéis da companhias de

---

<sup>106</sup> MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 312/09, de 25 de novembro de 2009, relativo aos processos CVM nº RJ-2009-10070, RJ-2009-10071 e RJ-2009-10072. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2009).

<sup>107</sup> Na mesma manifestação da área técnica, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN destacou que “este 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”. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012).

<sup>108</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 312/09, MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 213/2012, de 27 set. 2012. Rio de Janeiro, RJ.

<sup>109</sup> CRESSWELL, Rosie. A centre for all? *Latin Lawyer*. Reino Unido, v. 12, n. 5, p. 10-12, jul. 2013.

pequeno e médio portes, há que se trabalhar em duas frentes: educação financeira e desenvolvimento de veículos de investimento coletivo (*collective investment schemes*) – como os ETFs –, este último responsável por facilitar e/ou aumentar a demanda por estes ativos.

### **3.5. Transparência**

Nos ETFs, verificam-se dois tipos de transparência: uma relativa à composição de sua carteira e outra acerca do preço de suas cotas.

Com relação ao primeiro destes, as carteiras dos ETFs são completamente transparentes e têm sua composição divulgada em seu *website*. Dessa forma, o investidor sabe exatamente quais ações possui, facilitando o acompanhamento do seu investimento.

Quanto ao segundo, diferentemente de aplicações em *mutual funds*, em que, na solicitação do resgate, leva-se em consideração o valor da cota do dia seguinte, nos ETFs, o investidor tem acesso ao valor de sua cota em tempo real, podendo avaliar se está vendendo com lucro ou não. Assim, os investidores dos ETFs são capazes de reagir a notícias positivas ou negativas durante o dia de negociação mediante a aquisição ou a alienação de cotas, beneficiando-se ao máximo das altas ou baixas imediatas no mercado de ações, ao contrário dos investidores em *mutual funds*, cujas eventuais ordens de compra ou venda seriam processadas e liquidadas somente após do fechamento do pregão.

Além da variação intradiária do preço das cotas do ETF, o investidor também pode acompanhar pela internet as informações sobre a negociação das cotas dos ETFs (*i.e.* cotação, quantidade negociada, volume financeiro transacionado, entre outros) e comparar o valor dos índices com o valor de seus respectivos ETFs.

No Brasil, a transparência é um dos pilares da regulamentação dos ETFs – principalmente da Instrução CVM nº 359/02. Nota-se que o extenso rol de informações e atribuições constantes do Capítulo VIII, seções I, II, III e IV (“*Do endereço do fundo na rede mundial de computadores*”, “*Da divulgação de informações ao mercado e aos cotistas*”, “*Das informações remetidas à CVM*” e “*Da divulgação de informações ao*

*público*”, respectivamente), evidenciam a preocupação e o cuidado da CVM com a transparência dos ETFs brasileiros.

Tendo em vista que ETFs se caracterizam por serem abertos (*open-end*)<sup>110</sup>, permitem a negociação de suas cotas em mercado secundário e têm como vocação a pulverização da base de cotistas, tais dispositivos da Instrução CVM nº 359/02 têm como objetivo proporcionar a transparência e a proteção que o mercado demanda nas negociações dos ETFs.

No Brasil, os ETFs combinam o quesito de transparência ao da segurança, uma vez que a Instrução CVM nº 359/02, limita-se a permitir a criação de ETFs que simplesmente acompanham a composição e performance do índice, sem possibilidade de alavancagem ou de gestão ativa, por exemplo.

Por estas e todas as outras vantagens supramencionadas, a CVM percebe a relevância dos ETFs, atraentes até mesmo aos pequenos investidores, para aumentar a base de investidores nacional, que até meados de 2013 se limitava a menos de 0,5% da população, em contraposição a países como os Estados Unidos, onde os investidores físicos locais totalizavam 5% da população.<sup>111</sup>

Ademais, até o Banco Mundial - que apoia o desenvolvimento dos mercados de títulos domésticos, de forma global, como parte de seu compromisso com a promoção do desenvolvimento econômico e a redução da pobreza - entende que os ETFs podem ajudar a mobilizar financiamentos estáveis e de longo prazo, em moeda local, para investimentos na economia doméstica. Acreditam também que os ETFs constituem um modo de proporcionar uma poupança eficiente para vários tipos de investidores, abarcando os individuais e os institucionais.<sup>112</sup>

Na visão do Banco Mundial, os ETFs podem contribuir para a solução de alguns obstáculos ao desenvolvimento sustentável de mercados de títulos nas economias de

---

<sup>110</sup> O caráter “open-end” (aberto) consiste na possibilidade de emissão e resgate de cotas durante a existência do fundo.

<sup>111</sup> DIAS, Luciana Pires. THE CVM’s initiative to encourage small companies to make IPOs. **Latin Lawyer**. Brasil, v. 12, n. 5, p. 13-14, jul. 2013.

<sup>112</sup> THE WORLD BANK. **Issuer-Driven Exchange Traded Fund Program**. 2012. Disponível em: [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSPContentServer/WDSP/IB/2012/11/08/000333038\\_20121108234502/Rendered/PDF/728510BR0REVIS0Only0900R20120019804.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSPContentServer/WDSP/IB/2012/11/08/000333038_20121108234502/Rendered/PDF/728510BR0REVIS0Only0900R20120019804.pdf). Acesso em: 20 jun. 2016.

mercados emergentes ao (i) consolidar indicadores de referência (*benchmarks*), (ii) melhorar a liquidez do mercado, (iii) aumentar a competitividade na administração de ativos (*asset management*), e (iv) ampliar o acesso ao mercado a novos grupos de investidores. Por esses motivos, o Banco Mundial pretende desenvolver esse produto em mercados de países emergentes, como será tratado mais adiante.

Sendo assim, coadunamos com o entendimento da CVM e do Banco Mundial no sentido de que é desejável a existência e o desenvolvimento dos ETFs no âmbito do mercado de valores mobiliários nacional, especialmente para atrair investidores, incluindo os de varejo.



## 4. EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETFs) NO MERCADO BRASILEIRO

Após o breve estudo acerca da origem e desenvolvimento dos ETFs e das suas características, passaremos, finalmente, ao enfoque dos ETFs sob a ótica do mercado e do ordenamento jurídico brasileiro, a começar pelo breve histórico do produto no Brasil.

### 4.1. Breve Histórico

O presente subcapítulo visa a relatar o contexto do surgimento dos primeiros ETFs no Brasil, fazendo um recorrido histórico que se inicia no ano de 2004, ano do lançamento do primeiro ETF brasileiro, até os dias atuais. A análise incluirá a criação e eventual liquidação de ETFs no Brasil, e evidenciará a expansão do mercado local relativo a esse produto e o respectivo arcabouço jurídico que permitiu tal evolução nesse período, de modo a fornecer um panorama atual dos ETFs no mercado brasileiro.

Nesse sentido, temos que dentro de um contexto de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, em 2004, a estrutura do ETF foi introduzida por meio da constituição e lançamento do PIBB Fundo de Índice Brasil – 50 – Brasil *Tracker* (“PIBB”<sup>113</sup>)<sup>114</sup>. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”), buscando contribuir para uma maior facilidade de acesso ao investimento em ações negociadas em bolsa de valores por parte de investidores pessoas físicas e difundir o conhecimento sobre o mercado de ações no Brasil, patrocinou a estruturação e lançamento do PIBB - um fundo de investimento em índice de mercado que busca refletir, tanto quanto possível, o desempenho do Índice Brasil 50 (“IBrX-50”)<sup>115</sup> –, cuja oferta de distribuição foi estruturada pelo Goldman Sachs & Co e pelo Banco JP Morgan.

---

<sup>113</sup> Ressaltamos que o PIBB é a sigla utilizada para Papeis de Índice Brasil - Bovespa.

<sup>114</sup> Após alterações em seu regulamento, o nome do PIBB atualmente é It Now PIBB IBrX-50 Fundo de Índice.

<sup>115</sup> Segundo informações constantes do website da B3 ([http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-50-ibrx-50-1.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-50-ibrx-50-1.htm)), desenvolvedora do Índice IBrX-50, este é um índice que visa a ser o indicador do desempenho médio das cotações dos 50 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Encontra-se disponível no mesmo website a metodologia completa do IBrX-50.

O PIBB mencionado acima foi constituído de acordo com a Instrução CVM nº 359/02 e, uma vez constituído, suas cotas foram objeto de oferta pública secundária: a BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”), subsidiária integral do BNDES, ofertou ao mercado 22.822.366 cotas do PIBB de sua titularidade, o que equivale a aproximadamente R\$ 600.000.000,00 (seiscentos milhões de reais). Tal oferta secundária deu-se em duas modalidades de esforços de distribuição, uma dirigida a investidores institucionais, qualificados, residentes ou não no Brasil, e outra focada em investidores de varejo, pessoas físicas ou jurídicas.<sup>116</sup>

Ainda, observamos que o PIBB “importou” a estrutura de criação de lotes mínimos de cotas junto a agentes autorizados (corretoras e distribuidoras) na qual somente eles podem trocar cestas de títulos e valores mobiliários por lotes mínimos de cotas, as quais são listadas para negociação na B3 para aquisição por parte dos investidores (público em geral) no mercado secundário.

No entanto, para cumprir todas as exigências da Instrução CVM nº 359/02, o PIBB ficou sujeito a limites demasiado rígidos (conforme serão tratados mais adiante), o que elevou os custos e esforços de adequação operacional por parte de seu administrador/gestor. Ademais, seja pela novidade ou pela imaturidade do mercado brasileiro à época da oferta, o PIBB não foi capaz de atrair tantos investidores de varejo como fora almejado, ficando o seu mercado secundário concentrado em grandes investidores; tampouco o seu mecanismo de emissão e resgate de cotas do PIBB em lotes (*creation units*)<sup>117</sup> foi bem recebido pelos grandes atores do mercado.

Ainda assim, o PIBB foi muito relevante por ser pioneiro em transpor esse tipo de produto ao nosso mercado e, com isso, trazer às terras tupiniquins a discussão e a prática

---

<sup>116</sup> Nesse aspecto, pode-se afirmar, com base no prospecto de distribuição secundária das cotas do PIBB, que o BNDES patrocinou, junto a diversas instituições financeiras, uma complexa estrutura para viabilizar o acesso de pequenos investidores ao ETF. Foram constituídos, por exemplo, diversos fundos de investimento e clubes de investimento (satélites) destinados a agregar pequenos investidores para a aquisição de cotas do PIBB. Adicionalmente, a BNDESPAR (ofertante) outorgou opção de venda das cotas do PIBB objeto da oferta a tais fundos de investimento e clubes de investimento (satélites), de modo a estimular a aquisição das cotas por pequenos investidores, ainda que de forma experimental: observadas certas limitações e condições, os pequenos investidores tinham a chance de voltar atrás em suas decisões de investimento no PIBB.

<sup>117</sup> O Artigo 19 da Instrução CVM nº 359/02 estabelece a possibilidade de serem instituídos lotes mínimos e máximos de valores mobiliários para a emissão e resgate de cotas. Tal dispositivo basicamente transpõe à regulamentação brasileira o conceito de “cestas de ativos” para integralização e resgate (*creation units*). (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 359/02**, de 22 jan. 2002. Rio de Janeiro, RJ).

de como lidar com um produto que vinha (e ainda vem) crescendo exponencialmente no mundo.

Tendo em vista o precedente do PIBB, a CVM emitiu um Comunicado ao Mercado em 31 de julho de 2008 expressando que a comissão procuraria analisar, caso a caso, a outorga de dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 359/02 para fins de constituição de ETFs no Brasil. Nele, declarou que:

*“A CVM entende que os ETFs podem ser produtos de grande interesse para o mercado de valores mobiliários brasileiro porque, de um lado, proporcionam ao investidor a possibilidade de aplicar em um fundo de ações diversificado com custo, em geral, menor que o dos fundos de investimento tradicionais; de outro lado, há evidência de que produtos como os ETFs ajudam a aumentar a liquidez dos ativos que compõem os índices por eles seguidos. No entender desta Comissão, produtos como os ETFs podem contribuir para a diversificação de riscos dos investidores e para o aumento da competição entre produtos de investimento e, por isso, são desejáveis.”*

Dada esta abertura ao diálogo por parte da CVM, o Citibank, na qualidade de administrador dos iShares<sup>118</sup> brasileiros, pleiteou junto à CVM a dispensa de certos requisitos da Instrução CVM nº 359/02 (a serem abordados nos subcapítulos subsequentes) para o registro e funcionamento de 3 (três) novos ETFs no Brasil (a saber, iShares Ibovespa Fundo de Índice, iShares BM&Fbovespa Small Cap Fundo de Índice e iShares BM&Fbovespa Mid Large Cap Fundo de Índice), de forma a lhes conferir mais flexibilidade.

Em 2009, o Citibank apresentou à CVM uma comparação entre a evolução dos ETFs locais e outros no exterior, a fim de demonstrar o sucesso que o iShares brasileiro já obteve nesse momento inicial. Comparando-se a introdução do iShares Ibovespa com outros negociados no exterior, tais como o iShares Large Cap Total Return Trac (ETF mexicano) e o iShares MSCI All Peru Capped Fundo de Índice (ETF peruano), ficou

---

<sup>118</sup> iShares é uma marca de produtos estruturados pelo Barclays Global Investors - que, em 2008, já era um dos atores mais experientes no mercado de ETFs. No dia 1º de dezembro de 2009, BlackRock, Inc e Barclays Global Investors (incluindo os fundos de índice iShares, referência em ETFs) uniram-se para criar uma das maiores gestoras de investimentos do mundo.

evidente a existência de um volume de negociação inicial para as cotas do ETF brasileiro substancialmente superior aos fundos tomados como exemplos.<sup>119</sup>

A partir dessa flexibilização inicial da norma vigente pela CVM, novos ETFs de renda variável foram criados e o mercado de ETFs cresceu ao longo dos anos. Mais recentemente, a CVM deu abertura também para a criação de ETFs de renda fixa e internacionais por meio, respectivamente, de alteração à Instrução CVM nº 359/02 e análise caso a caso de pedidos de dispensa. Com isso, 2 (dois) ETFs atrelados a índices internacionais foram constituídos e há uma expectativa de que os primeiros ETFs de renda fixa sejam lançados em breve, ampliando ainda mais o mercado e as estratégias utilizadas pelos ETFs locais.

Atualmente, o mercado brasileiro conta com 15 (quinze) ETFs, quais sejam: (i) BB ETF S&P Dividendos Brasil Fundo de Índice, (ii) Caixa ETF Ibovespa Fundo de Índice, (iii) iShares BM&FBOVESPA Small Cap Fundo de Índice, (iv) iShares Ibovespa Fundo de Índice, (v) iShares IBrX – Índice Brasil (IBrX-100) Fundo de Índice, (vi) iShares Índice Carbono Eficiente (ICO2) Brasil Fundo de Índice, (vii) iShares S&P 500 Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Índice – Investimento no Exterior, (viii) It Now Ibovespa Fundo de Índice, (ix) It Now IDIV Fundo de Índice, (x) It Now IFNC Fundo de Índice, (xi) It Now IGCT Fundo de Índice, (xii) It Now IMAT Fundo de Índice, (xiii) It Now ISE Fundo de Índice, (xiv) It Now PIBB IBrX-50 Fundo de Índice, e (xv) It Now S&P 500 TRN Fundo de Índice.

## **4.2. Natureza Jurídica**

No Brasil, os ETFs são constituídos na forma de “condomínios”. Tal figura encontra-se prevista na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada (Código Civil), aplicada a todos os fundos de investimento brasileiros.

Fundos de investimento são entidades de investimento coletivo que correspondem a uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, cujo objetivo principal é investir

---

<sup>119</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 312/09, de 25 nov. 2009. Rio de Janeiro, RJ.

no mercado financeiro e de capitais. Trata-se de uma forma de investimento bastante atrativa do ponto de vista comercial, já que permite a diluição do risco, reduz custos e simplifica o trâmite das operações.<sup>120</sup>

Muito embora constituam o principal instrumento de investimento coletivo, fundos de investimento não são regulados por lei específica e tampouco são tidos como um instituto jurídico próprio. Não há definição em lei acerca da natureza jurídica e de seu funcionamento, razão pela qual quaisquer discussões a seu respeito devem ser necessariamente antecedidas por uma análise da regulação infralegal e do contexto da criação dessas normas.

A origem dos atuais fundos de investimento brasileiros remete às sociedades de crédito, financiamento ou investimento, as quais, apesar de terem sido mencionadas no artigo 1º do Decreto Lei nº 7.583, de 25 de maio de 1945, foram efetivamente reguladas por meio da Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda, de 30 de novembro de 1959.

Tal portaria instruíra que as sociedades de crédito, financiamento ou investimento deveriam ser constituídas como sociedades por ações ou sociedades em conta de participação, estabelecendo também que tais sociedades poderiam administrar recursos de terceiros, inclusive por meio da “constituição de fundos em conta de participação ou em condomínio”. Dessa forma, ainda que outras formas jurídicas pudessem ser utilizadas com vistas ao desenvolvimento das atividades de administração de recursos de terceiros e realização de investimentos, a Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda inovou ao permitir a constituição de “fundos em condomínio”.

Mesmo sem definição clara de sua natureza jurídica, a partir da flexibilidade regulatória trazida pela supramencionada portaria, os chamados “fundos em condomínios” foram a estrutura mais utilizada para o exercício das atividades de gestão de recursos de terceiros, uma vez que não possuía os mesmos entraves impostos pela legislação societária, tal como a exigência de capital mínimo.<sup>121</sup>

---

<sup>120</sup> DINIZ, Rodrigo Pará. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro – Aspectos Tributários e Questões controversas em matéria fiscal**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 10-11.

<sup>121</sup> 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.

Posteriormente, os “fundos em condomínio” foram objeto de regras específicas no âmbito das Leis Federais nº 3.470, de 28 de novembro de 1958, e nº 4.728, de 14 de julho de 1965. A primeira delas estabeleceu, em seu artigo 82, as condições nas quais os referidos fundos não seriam considerados como pessoas jurídicas para fins de tributação de imposto de renda, enquanto a segunda, em seu artigo 49, atribuiu ao Banco Central do Brasil a competência para autorizar o funcionamento das sociedades que os administram. Nenhuma delas, portanto, veio a definir qual seria a natureza jurídica dos tais “fundos em condomínio”.

Posteriormente, a Resolução do Banco Central nº 131, de 28 de janeiro de 1970, estabeleceu a prévia autorização do BACEN para a constituição dos “fundos mútuos de investimento”. Logo depois, a Resolução do BACEN nº 145, de 14 de abril de 1970, elencou os requisitos para a constituição e principais características desses fundos.

De acordo com esta última, os fundos mútuos de investimento deveriam ser constituídos sob a forma de condomínio aberto e “[a]s quotas de Fundo Mútuo de Investimento corresponde[riam] a frações ideais do mesmo Fundo”<sup>122</sup>. Dessa forma, os cotistas – e não o administrador – seriam os proprietários dos ativos do fundo”.<sup>123</sup>

Tal modelo prevaleceu nos atos normativos posteriores emanados pelo BACEN até 2001, quando a Lei Federal nº 10.303 alterou a redação da Lei Federal nº 6.385, de 1976, ampliando o conceito de valor mobiliário. Com tal alteração, as cotas de fundos de investimentos, bem como, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (art. 2º, inciso IX, da Lei Federal nº 6.385, de 1976) foram abarcados pelo conceito de valores mobiliários. A partir desse momento, portanto, a CVM passou a ser competente para regulamentar e monitorar os fundos de investimento.<sup>124</sup>

---

<sup>122</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n. 145**, de 14 abr. 1970, Brasília, DF.

<sup>123</sup> 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: Editora Lumen Juris, 2016. p. 242.

<sup>124</sup> 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: Editora Lumen Juris, 2016. p. 242.

A CVM, então, editou a Instrução CVM nº 409, em 18 de agosto de 2004, posteriormente revogada e substituída pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, regulamentando a constituição, funcionamento e procedimentos relativos aos fundos de investimento.<sup>125</sup>

Não obstante a edição de regulamentações específicas, a autarquia, também devido às limitações de seu mandato legal, não chegou a alterar a natureza jurídica nem as principais características dos fundos de investimento, que se mantiveram tal qual disposto nas resoluções do BACEN e sujeitas, portanto, às regras gerais de direito civil acerca dessa matéria.<sup>126</sup>

De forma coerente, foi atribuída ao ETF – uma modalidade específica de fundo de investimento – a mesma natureza jurídica adotada para os demais fundos regulados pela Instrução CVM nº 555/2014 e a regulamentação própria dos ETFs é clara nesse aspecto: “[o] fundo deve ser constituído sob a forma de condomínio aberto”.

Apesar do acima exposto, o legislador pátrio não definiu o que é um condomínio, limitando-se a disciplinar o condomínio geral e o condomínio edilício em dois capítulos separados do Código Civil. Condomínio é um direito real que incide sobre determinados bens e representa uma ideia de copropriedade, apesar de não ser um termo utilizado pelo legislador. Para Caio Mário da Silva Pereira, “*dá-se condomínio quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes.*”<sup>127</sup>

O condomínio geral é tratado pelos artigos 1.314 e seguintes do Código Civil, o qual estabelece que cada condômino pode usar a coisa conforme sua destinação, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse, alhear a respectiva parte ideal ou gravá-la, concorrer às despesas de conservação ou divisão da coisa, contrair dívidas em proveito da comunhão e eximir-se do pagamento das despesas e dívidas, renunciando à parte ideal,

---

<sup>125</sup> 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: Editora Lumen Juris, 2016. p. 243.

<sup>126</sup> 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: Editora Lumen Juris, 2016. p. 243.

<sup>127</sup> 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. p.175.

entre outros. O condomínio, por se tratar de direito real, faculta aos condôminos o direito de uso, gozo e de disposição sobre a respectiva parte ideal.

Essas características, contudo, não se coadunam à estrutura e lógica dos fundos de investimento na medida em que as cotas destes representam uma fração ideal do patrimônio do respectivo fundo, não sendo possível ao cotista requerer efetivamente a divisão de sua participação do total. Nesse aspecto, nota-se que mesmo o resgate não consiste na divisão do patrimônio comum, mas uma porcentagem da significação econômica deste. Tanto é assim que o valor do resgate, em regra geral, é pago em dinheiro.

Ainda, a única pessoa apta para representar e contrair obrigações em nome do fundo é o administrador e não há a possibilidade de os cotistas escusarem-se de aportar recursos adicionais em caso de patrimônio líquido negativo sob alegação de renúncia aos direitos provenientes de suas cotas.

Por mais que a CVM se refira expressamente ao fundo de investimento como “comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio”, a essência desse investimento coletivo não parece ser a de um condomínio, conforme previsto no Código Civil. Isso porque os investidores, ao adquirirem participação em um fundo de investimento, tornam-se titulares de um valor mobiliário (a cota) representativo de uma fração ideal do patrimônio do fundo.

Portanto, não há, efetivamente, direitos de copropriedade sobre o patrimônio do fundo. Nesse sentido, Ricardo de Freitas aponta que:

“(…) o que se depreende do conjunto de regras que o disciplinam é que ao investidor não são atribuídos os direitos garantidos a um condômino na acepção legal. Tanto se lhe tolhe que a expressão condômino perde o sentido. Em verdade, os ordenamentos legais, de forma geral, explicitam claramente que ao “condômino” é atribuído tão somente o direito a uma “cota”, que representa uma fração ideal do fundo. Se assim o é, o próprio legislador retira do investidor a condição de condômino, restando-lhe apenas o nomen iuris.”<sup>128</sup>

---

<sup>128</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 161.



De fato, a condição de cotista não permite o exercício direto dos direitos de condomínio previstos no Código Civil sobre o patrimônio de um fundo de investimento. A cota, na verdade, é que consiste no bem, móvel e incorpóreo, de titularidade dos cotistas. Destarte, cotistas podem exercer integralmente todos os seus direitos relativos às cotas, que são bens próprios e exclusivos.

Ademais, não poderia a CVM dispor que se trata de um condomínio e contradizer uma série de normas imperativas que dispõem acerca deste instituto. Vale destacar que, ao tratar de agências reguladoras, Maria Sylvia Zanella de Pietro deixa claro que:

“(…) a função normativa que exercem não pode, sob pena de inconstitucionalidade, ser maior do que a exercida por qualquer outro órgão administrativo ou entidade da Administração Indireta. Elas nem podem regular matéria não disciplinada em lei, porque os regulamentos autônomos não têm fundamento constitucional no direito brasileiro, nem podem regulamentar leis, porque essa competência é privativa do Chefe do Poder Executivo e, se pudesse ser delegada, essa delegação teria que ser feita pela autoridade que detém o poder regulamentar e não pelo legislador. As normas que podem baixar resumem-se ao seguinte: (a) regular a própria atividade da agência por meio de normas de efeitos internos; (b) conceituar, interpretar, explicitar conceitos jurídicos indeterminados contidos em lei, sem inovar na ordem jurídica.”<sup>129</sup>

Nesse diapasão, a CVM não teria competência para criar um condomínio *sui generis*, de forma que a instrução normativa contrariasse a legislação vigente.

Não obstante, a doutrina nacional entende que os fundos de investimento possuem natureza condominial, em grande parte devido à nomenclatura utilizada pela CVM em suas instruções normativas. Entre os autores que defendem essa natureza condominial temos Fernando Gaggini<sup>130</sup>, Nelson Eizirik<sup>131</sup> e Arnaldo Wald<sup>132</sup>.

---

<sup>129</sup> DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 19 ed. São Paulo: Atlas, 2006. p. 462.

<sup>130</sup> “Isto posto, e sem prejuízo do acima demonstrado, concluímos ser o fundo de investimento, perante o direito brasileiro, uma forma de ‘condomínio’ de natureza especial, com regras próprias e específicas, distintas das descritas no Código Civil. De fato, a utilização do termo ‘condomínio’ mostra-se um tanto imprecisa, por tratar-se esse instituto de situação diversa daquela apresentada no Código Civil pátrio. Embora se tenha desejado, com a utilização da terminologia, representar a ideia de propriedade fracionada em partes ideais, não se averiguou a existência fática do instituto do condomínio tradicional, e sim a existência de instituto jurídico diferenciado.” (GAGGINI, 2001, p. 53.)

Na essência, contudo, há, nos fundos de investimento, um intuito de se participar de um projeto comum mediante a reunião de capitais para o desenvolvimento de uma atividade singular, com o objetivo de se obter maior rentabilidade para todos os participantes. Por isso, outros autores reconhecem que os fundos de investimento, muito embora sejam designados pela CVM como condomínios, receberiam tratamento mais adequado ao serem regulados pelo regramento das sociedades. Alguns dos defensores deste ponto de vista são Pontes de Miranda<sup>133</sup>, Rachel Sztajn<sup>134</sup> e Mário de Carvalho<sup>135</sup>.

O Código Civil estabelece três requisitos essenciais para a configuração de uma sociedade: (i) contribuição em bens ou serviços, (ii) o desempenho de uma atividade econômica e (iii) divisão, entre os sócios, dos resultados auferidos.<sup>136</sup>

Nos fundos de investimento, observa-se a necessidade de contribuição em bens – regra geral, moeda corrente nacional<sup>137</sup> e, especificamente no caso dos ETFs, de ativos<sup>138</sup> –

---

<sup>131</sup> “Assim, os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado.” (EIZIRIK, Nelson; et. al., 2011, p. 77.)

<sup>132</sup> “Os fundos de mercado de capitais não têm personalidade jurídica e os de direito público podem tê-la ou não conforme determinar o diploma legal que os constitui. Mas já existe ampla regulamentação que, nos últimos vinte e cinco anos, admitir, tanto no Brasil como no exterior, que os fundos do mercado de capitais tivessem patrimônio e capacidade processual, sem atribuir-lhe, todavia, personalidade jurídica, constituindo, assim, uma forma especial de condomínio, diferente do comum previsto pelo Código Civil.” (WALD, 1990, p. 352)

<sup>133</sup> “A forma societária é a mais simples e a aquela a que melhor se adapta a porta aberta, principalmente se se constitui sociedade por ações. Isso não afasta a juridicidade da forma condominial, fiduciária, de comunhão, pro diviso, ou outra que o sistema jurídico contenha.” (PONTES DE MIRANDA, 1966, p. 352.)

<sup>134</sup> “Pergunta-se, ao invés de definir o fundo como “condomínio fechado” não teria sido mais próprio defini-lo como uma sociedade aberta, não personificada, com organização igual a das companhias. A adoção de uma estrutura organizacional conhecida facilitaria a aplicação, mesmo subsidiária, das normas da Lei nº 6404/76, evitando-se a necessidade de maiores construções teóricas para se chegar a esse resultado. (SZTAJN, 1994, p. 108)

<sup>135</sup> “Contudo, depreende-se que a real essência dos fundos de investimento não se coaduna com o condomínio, tampouco com os demais institutos supramencionados. Os fundos, em verdade, possuem natureza de sociedade.” (CARVALHO, 2012, p. 192.)

<sup>136</sup> Art. 981 do Código Civil: “*Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.*”

<sup>137</sup> Art. 27 da Instrução CVM nº 555/2014: “*A integralização do valor das cotas do fundo deve ser realizada em moeda corrente nacional, ressalvada a hipótese do art. 125, inciso I e art. 129.(...)*”

Art. 125: “*O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode: I – admitir a utilização de ativos financeiros na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos; (...)*”

Art. 129: “*O fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais pode, desde que previsto em seu regulamento, utilizar-se das faculdades descritas nos incisos do art. 125 (...);*”

<sup>138</sup> Instrução CVM nº 359/02 (redação atual): “*Art. 18. Observados o regulamento do fundo e os procedimentos específicos previstos nesta seção, a carteira estabelecida para a integralização ou resgate das cotas do fundo, poderá conter: I - ativos financeiros que componham o índice de referência; II - moeda corrente nacional; III - parcela não superior a 5% (cinco por cento) do montante envolvido na operação,*

, assim como normalmente exigidos de sociedades limitadas<sup>139</sup> e sociedades por ações<sup>140</sup>. Dessa forma, pode-se dizer que, ao aportarem os respectivos recursos, os cotistas dos fundos de investimento estão voluntariamente celebrando um negócio jurídico, relevando o compromisso de todos na realização de um fim comum.

O ato de aportar recursos para, juntos, obter maior rentabilidade e diminuir custos evidencia e consubstancia a *affectio societatis* que, nos fundos de investimento, mais se assemelha àquela verificada nas companhias abertas, em que prevalece o *intuitu pecuniae*, e não o *intuitu personae*. A *affectio societatis* de um fundo de investimento consiste, portanto, na congregação de recursos para aquisição e gestão de uma carteira de ativos financeiros, nas melhores condições jurídicas, técnicas e econômicas, para partilhar entre os cotistas os lucros e vantagens atribuídos à propriedade desses valores.

Quanto à atividade econômica, é inconteste que fundos de investimento a exerçam. Aos que questionam essa afirmação, temos, a título de comparação, a sociedade *holding* pura, que tem como objeto exclusivamente participar de outras sociedades.<sup>141</sup> Poder-se-ia discutir se se trata de sociedade empresária ou de sociedade simples, mas não se essa atividade é econômica ou não. A circulação de bens, a participação por si só em outras sociedades e/ou a administração/gestão de patrimônio desempenhadas por fundos de investimento são atividades econômicas.

Vide que a estrutura dos fundos de investimento é criteriosamente organizada a fim de desempenhar uma série de atos que possam atingir sua finalidade. Temos, portanto, escolha dos ativos em que investirão, prestação de contas e contratação de terceiros prestadores de serviço, além de diversos órgãos e agentes com competências próprias, que, sistematicamente organizados, claramente desempenham atividade visando à obtenção de resultados econômicos.

---

*contemplando ativos financeiros que não façam parte do índice de referência; e 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 emissões, somente no caso de fundos que busquem refletir as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa.”*

<sup>139</sup> Ver artigo 1.055, parágrafo 2º, do Código Civil.

<sup>140</sup> Ver artigo 7º da Lei nº 6.404/76.

<sup>141</sup> Art. 2 da Lei nº 6404/76: “Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes. (...)§ 3º A companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.”

Já no que diz respeito à divisão dos resultados, a presença desse elemento nos fundos de investimentos é evidente. Em fundos abertos, os resultados são automaticamente incorporados ao valor da cota, podendo ser apurados no momento do resgate; nos fundos fechados, a partilha dos resultados ocorre no momento de liquidação do fundo ou mediante distribuições intermediárias previstas no regulamento do fundo. De uma forma ou de outra, há partilha de resultados.

Assim, presentes os três elementos caracterizadores das sociedades, poder-se-ia considerar que os fundos de investimento possuem natureza societária.

E, em se tratando de uma sociedade, o tipo societário mais próximo parece ser o de uma sociedade em comum, uma vez que fundos de investimento não possuem personalidade jurídica. Assim, bens e dívidas formariam um patrimônio especial, ou seja, um conjunto de relações econômicas de cunho econômico dos cotistas, em comum. Por mais que o fundo de investimento seja dotado de certos direitos e capacidades, os próprios cotistas são, em última análise, os titulares do patrimônio do fundo, tendo em vista a ausência de personalidade jurídica. Outrossim, o exercício dos direitos inerentes à disposição, ao uso e à fruição dos bens aportados estariam previstos no respectivo regulamento, principal documento que baliza e orienta a relação societária, e nos atos normativos vigentes.

#### **4.2.1. Responsabilidade dos Cotistas**

A estrutura “condominial” estabelecida pela legislação e regulamentação pátrias, ou, melhor, a de sociedade não personificada, conforme definida acima, não confere aos fundos de investimento em geral, incluindo, sem limitação, os ETFs, uma personalidade jurídica própria, apartada da figura dos seus cotistas.

Muito embora fundos de investimento sejam inscritos no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), tal inscrição tem fins meramente fiscais e não é sinônimo de existência de personalidade jurídica. Sendo assim, a responsabilidade dos investidores não é restrita aos valores efetivamente subscritos e integralizados; estes podem ter que aportar recursos adicionais caso o fundo de investimento em que investiu venha a apresentar

patrimônio líquido negativo. Inclusive, a instrução CVM nº 555/2014, cuja aplicação é subsidiária aos ETFs, é explícita nesse sentido:

“Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.”<sup>142</sup>

Nesse aspecto, o ETF brasileiro se distancia do ETF norte-americano, preponderantemente organizado sob a forma de *open-end investment company*, pois neste último há a personificação do ETF. A estrutura personificada utilizada nos Estados Unidos oferece ao investidor mais conforto no momento da aplicação dos seus recursos em fundos de investimento, uma vez que limita a responsabilidade do cotista ao montante que ele se comprometeu a aportar ao fundo.

Vale destacar que a responsabilidade ilimitada dos cotistas decorrente da natureza jurídica dos fundos de investimento brasileiros é um problema institucional que inibe o desenvolvimento desse tipo de produto e, por conseguinte, do mercado de valores mobiliários brasileiro. Sendo assim, o Brasil poderia ter se inspirado no modelo norte-americano para oferecer aos investidores locais uma limitação de responsabilidade, tornando os investimentos em fundos de investimento (entre eles, os ETFs) mais atrativos aos investidores, especialmente os de varejo.

### **4.3. Características Gerais**

Este subcapítulo analisará as características do ETF brasileiro. Assim, tendo em vista o intuito de criticar e sugerir aprimoramentos à regulamentação brasileira nos capítulos subsequentes, a referida análise é crucial para fornecer os fundamentos que

---

<sup>142</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 555/14**, de 17 dez. 2014. Rio de Janeiro, RJ.

embasarão a regulação mais adequada ao contexto nacional, ou seja, aquela que enderece questões específicas aos ETFs locais no âmbito de um mercado de capitais em desenvolvimento.

#### **4.3.1. Fundo de Investimento Aberto**

Adotando a distinção entre fundos de investimento abertos (correspondentes aos *open-end funds* no modelo americano) e fundos de investimento fechados (*closed-end funds*), o art. 5º da Instrução CVM nº 359/02 estabelece que “[o] fundo deve ser constituído sob a forma de condomínio aberto”.

Fundos de investimento abertos permitem o resgate de cotas a qualquer momento, sujeito apenas à liquidez dos ativos do fundo. Contudo, as cotas de fundos abertos não podem ser objeto de cessão ou transferência, exceto por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal. Em outras palavras, o cotista de um fundo de investimento aberto não pode transferir cotas de sua titularidade a um terceiro, de modo que a única forma de o investidor “sair” do fundo é via resgate das cotas.

Já no caso dos fundos de investimentos fechados, o resgate, como regra geral, não é permitido, ocorrendo apenas no momento da liquidação do fundo. Ou seja, não é possível realizar o resgate a qualquer momento, por iniciativa do cotista, como ocorre nos fundos abertos. Não obstante, as cotas dos fundos de investimento fechados são passíveis de alienação a terceiros mediante termo específico assinado pelo cedente e pelo cessionário ou por meio da bolsa ou entidade de balcão organizado, caso sejam negociadas nesses mercados (embora, considerando as características de diversos fundos, talvez não haja um mercado líquido para eventual negociação de cotas). Na prática, essa modalidade é mais frequente em veículos de investimento com finalidades específicas e prazo de duração definido, como é o caso dos Fundos de Investimento em Participações e dos Fundos de Investimento Imobiliário.<sup>143</sup>

---

<sup>143</sup> 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.

Vale lembrar que alguns fundos têm a faculdade de serem abertos ou fechados, como no caso dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e dos fundos de investimento classificados como “Fundos de Ações – Mercado de Acesso”, nos termos da Instrução CVM nº 555/2014. Outros fundos devem necessariamente ser constituídos sob uma forma ou outra: Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Fundos de Investimento Imobiliário (FII) devem ser fechados, enquanto que Fundos de Índice (ou ETFs) devem ser abertos, conforme estipulado pela CVM na respectiva regulamentação aplicável.

O caráter aberto (*open-end*) dos ETFs brasileiros, plasmado no artigo 5º e reiterado pelo artigo 8º, inciso VI, da Instrução CVM nº 359/02, os assemelha aos ETFs norte-americanos, os quais são organizados preponderantemente como *open-end investment companies*.

Ao mesmo tempo, ao determinar que os ETFs sejam constituídos sob a forma de condomínios abertos e tenham suas cotas admitidas à negociação no mercado secundário mediante listagem em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, a CVM reitera a vocação do ETF como um veículo de dispersão junto ao mercado ao público investidor geral, seja pessoa física ou jurídica, qualificado ou de varejo.

#### **4.3.2. Acompanhamento da Performance do Índice**

Segundo a Instrução CVM 359/02, o ETF é uma comunhão de recursos destinado à aplicação em carteira de ativos financeiros que visa refletir as variações de rentabilidade de um índice ao qual a política do fundo está atrelada, por prazo indeterminado.<sup>144</sup>

Dessa forma, o ETF permite aos investidores investir em ativos financeiros, de acordo com a composição do índice. O administrador (mediante instrução do gestor, conforme aplicável) é responsável por rebalancear a composição da carteira do ETF, que é o investimento subjacente representado pelas cotas, de tempos em tempos, de modo a

---

<sup>144</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 359/02**, de 22. jan. 2002. Rio de Janeiro, RJ, art. 2.

refletir, na medida do razoavelmente possível, as mudanças da composição do índice sem qualquer ação ou investimento adicional por parte dos cotistas.

Para seguir determinado índice, contudo, o ETF deve ter prévia autorização para a utilização do respectivo índice de referência e, nessa linha, a declaração de não objeção à constituição do ETF por parte da instituição responsável pelo cálculo do índice consiste em um dos documentos exigidos pela CVM no momento do pedido de autorização para funcionamento do ETF.

Além disso, deve ser celebrado um contrato de licenciamento ou de sublicenciamento do índice, conforme o caso, para que o fundo possa utilizá-lo. Em alguns casos, o licenciamento ou sublicenciamento do índice é a única forma de se obter acesso à metodologia do índice e, com isso, definir a carteira do fundo. Mas, ainda que a metodologia em si esteja disponível para consulta do público em geral, faz-se necessária a permissão quanto à sua utilização como *benchmark* do ETF e, ainda, pode ser relevante à medida que o provedor do índice consegue estabelecer ali um período de exclusividade para uso daquele índice para o produto nele referenciado.

Em todo caso, a denominação do ETF deve identificar o índice de referência, não podendo a denominação do fundo ser acrescida de nomes ou expressões que induzam a uma interpretação indevida quanto a seus objetivos, a sua política de investimento ou a seu público alvo. A ideia é que o investidor, ao ver a denominação do ETF, identifique facilmente a estratégia de investimento adotada por aquele fundo.

### **4.3.3. Listagem e Negociação na B3**

Por se tratar de fundo de investimento aberto, as cotas dos ETFs são aprovadas para listagem e negociação na B3, podendo ser adquiridas e vendidas em qualquer dia de pregão<sup>145</sup>, da mesma forma que qualquer ação listada para negociação na B3. Como valores mobiliários listados na B3, as cotas propiciam aos investidores benefícios que não estão disponíveis a investidores em fundos de investimento não listados. Por exemplo, as

---

<sup>145</sup> Entende-se por dia de pregão qualquer dia em que a bolsa de valores esteja aberta para negociações.



cotas podem ser usadas pelos cotistas como margem para operações realizadas na B3, da mesma forma que outros valores mobiliários listados na B3. Além disso, as cotas podem também ser dadas em empréstimo em operações de mercado, conforme permitido pela regulamentação da CVM e da B3.

#### **4.3.4. Emissão e Resgate de Cotas**

O regulamento do ETF pode estabelecer lotes mínimo e máximo de cotas para emissão e resgate. Um lote corresponde ao número de cotas que deve ser emitido e entregue nos termos de uma ordem de integralização ou ordem de resgate devidamente apresentada por um agente autorizado (corretora que tenha firmado um contrato de agente autorizado), conforme determinado no respectivo regulamento do fundo.

O lote de cotas só pode ser emitido e entregue mediante a entrega de uma cesta de ativos (tendo por base a carteira estabelecida pelo gestor do ETF) pelo agente autorizado ao fundo. Da mesma forma, os lotes só podem ser resgatados e entregues mediante a entrega de uma cesta ao respectivo agente autorizado do Fundo. Dessa forma, a emissão e o resgate de cotas de ETFs são realizadas somente através de agentes autorizados, mediante a entrega ou recebimento de cestas de ativos, conforme definidos pelo gestor. As cotas dos respectivos lotes mínimos ou máximos, por sua vez, serão listadas para negociação na B3 e poderão ser adquiridas ou vendidas em bolsa por qualquer investidor, por meio de qualquer corretora.

Para fins de emissão e resgate das cotas, deve ser utilizado o valor patrimonial das cotas (valor resultante da divisão do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas em circulação, sendo calculado ao final de cada dia de pregão) apurado no fechamento do dia em que sua solicitação foi processada. Com relação aos prazos, temos que o valor das cotas na integralização e resgate de cotas é, portanto, auferido na data da ordem de integralização ou resgate (D0) e a liquidação das cotas ocorre 3 (três) dias após a data da ordem de liquidação (D+3), conforme estipulado pela B3.

Por fim, o regulamento do ETF pode prever e dispor sobre os procedimentos a serem adotados em caso de suspensão da integralização das cotas por prazo determinado,

entre cinco dias úteis antes e cinco dias após a data de rebalanceamento do índice (i.e., mudança na composição do índice), e o administrador tem a faculdade de suspender a integralização de cotas sempre que houver a suspensão da negociação da cota no mercado secundário, sendo as suspensões consideradas fatos relevantes.

#### **4.3.5. Divulgação da Carteira e das Cestas**

A composição da cesta a ser entregue por ocasião da execução de uma ordem de integralização e de uma ordem de resgate deve ser divulgada na página do fundo na rede mundial de computadores após o encerramento do pregão da B3 em qualquer dia de pregão e antes da abertura da B3 para operações no próximo dia de pregão. Sendo assim, tal composição da cesta valerá para ordens de integralização e para ordens de resgate recebidas após a sua divulgação e até o próximo horário de corte para ordens.

Segundo a redação vigente da Instrução CVM nº 359/02, a carteira estabelecida para a integralização ou resgate das cotas do fundo pode conter: (i) ativos financeiros que componham o índice de referência; (ii) moeda corrente nacional; (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 (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 emissões, somente no caso de fundos que busquem refletir as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa.

#### **4.3.6. Arbitragem**

Assim como nos ETFs norte-americanos, os mecanismos de emissão e resgate de cotas podem, de forma geral, ajudar a manter o preço de negociação das cotas do ETF próximo do seu valor patrimonial. Isso porque os investidores, via de regra, têm um

incentivo para solicitar a integralização e o resgate de cotas sempre que o preço de negociação das cotas desviar significativamente do seu valor patrimonial.

Qualquer investidor que desejasse realizar arbitragens entre o valor de mercado e o valor patrimonial normalmente solicitaria a integralização de cotas e venderia tais cotas no mercado quando o seu valor patrimonial estivesse abaixo do preço de negociação das cotas ou compraria cotas no mercado e resgataria tais cotas quando o seu valor patrimonial estivesse acima do preço de negociação destas.

Quando realizadas em larga escala, integralizações de cotas (quando o preço de negociação das cotas for maior que o seu valor patrimonial) e resgates de cotas (quando o preço de negociação das cotas for menor que o seu valor patrimonial) podem manter o preço de negociação e o valor patrimonial das cotas bastante próximos.

#### **4.4. Regulamentação do ETF pela Instrução CVM N° 359/02**

A dissertação, neste tópico, abordará especificamente a regulamentação do ETF nacional pela Instrução CVM n° 359/02, bem como suas alterações e flexibilizações ao longo de sua existência. Buscar-se-á evidenciar o desenvolvimento da regulamentação local de ETFs, com ênfase nas dispensas concedidas pela CVM e na alteração, em 2013, de sua redação original.

##### **4.4.1. Redação Original**

A redação original do artigo 2° da Instrução CVM n° 359/02 estabelecia que o ETF 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”*. O problema, contudo, residia na definição desse índice de referência.

Em primeiro lugar, o parágrafo único desse dispositivo estabelecia que o índice de referência do ETF deve ser um “*índice de mercado específico reconhecido pela CVM*”, o que gerava muita dúvida, porquanto era obscuro o que seria o “*reconhecimento*” do índice pela CVM e/ou os critérios adotados para tanto.

Contudo, havia mais um requisito:

“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.”

Da leitura conjunta do artigo 2º e do artigo 58, *caput*, concluía-se que o ETF só poderia seguir índices de renda variável, ficando excluídos índices de renda fixa, commodities, internacional e cambiais, alavancados, inversos e sintéticos.

Outrossim, tal redação vedava a utilização de técnicas de amostragem ou otimização ao ETF brasileiro, uma vez que determinava que este deve deter todas as ações na exata proporção em que eles compõem uma determinada cesta (*full replication*).

O artigo 59 estabelecia o investimento dos recursos excedentes da aplicação prevista no artigo 58 (ou seja, de até 5% do patrimônio do fundo) em (i) títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil; (ii) títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras; (iii) cotas de fundo de investimento financeiro (FIF); (iv) operações compromissadas, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional; e (v) operações com derivativos distintas da prevista no *caput* do artigo 58, realizadas em bolsa de valores, em bolsa de mercadorias e de futuros ou em mercado de balcão organizado, exclusivamente para administração dos riscos inerentes à carteira do fundo ou dos valores mobiliários subjacentes à mesma, observado o limite fixado no parágrafo 5º do artigo 58. Sendo um rol taxativo, não havia a possibilidade de investir em outros ativos não pertencentes ao índice.

Uma vez definidos os investimentos do ETF nos artigos 58 e 59, a Instrução CVM nº 359/02 utilizou-se da mesma lógica para estabelecer, em seu artigo 18, que 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, podendo ser acrescidos 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. Ademais, o regulamento do fundo poderia prever hipóteses em que, na integralização e no resgate de cotas, pudesse 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.

Devido ao fato de as carteiras dos ETFs serem compostas preponderantemente de ações subjacentes ao índice de referência seguido, o regulador estipulou que o regulamento do fundo deveria estabelecer a política deste em relação ao direito de voto nas assembleias gerais dos títulos e valores mobiliários pertencentes à carteira, devendo tal política e o efetivo exercício do direito de voto servir aos objetivos e interesses do fundo.

Ao mesmo tempo, a CVM também estabeleceu que o direito de voto pode ser exercido pelos próprios cotistas do ETF, caso assim o desejem. Neste último caso, caberia ao administrador providenciar o empréstimo de ações aos cotistas, de forma gratuita, isento de cobrança de taxa de aluguel, mediante caução das cotas do fundo de propriedade do referido cotista. O número de cotas mutuadas deve ser calculado com base na proporção das cotas detidas pelo cotista requerente em relação às ações de titularidade do fundo ao final do dia da manifestação do interesse em exercer o voto e as cotas a serem devolvidas ao fundo em até 1 (um) dia útil após a realização da assembleia da companhia, não podendo o cotista alienar as suas cotas dadas em garantia.

As cotas do ETF, assim como qualquer outro valor mobiliário, podem ser objeto de garantia e de empréstimo. Com relação ao último, a instrução normativa estabelecia que se aplicavam as normas em vigor para o empréstimo de ações.

Além das deliberações da assembleia geral de cotistas acerca das matérias de sua competência privativa, conforme arroladas artigo 30 da Instrução CVM nº 359/02, a assembleia geral também deveria ser convocada pelo administrador e às suas expensas

sempre que (i) verificar-se erro de aderência, calculado como o desvio padrão populacional das diferenças entre a variação percentual diária do fundo e a variação percentual do valor de fechamento do índice de referência nos últimos 60 (sessenta) pregões, superior a 2 (dois) pontos percentuais; (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 (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.

Nesses cenários de “descolamento” do fundo do seu índice de referência, o administrador deve explicar as razões que, no seu entendimento, motivaram o erro de aderência ou a diferença de rentabilidade e a assembleia geral de cotistas deverá deliberar acerca da extinção ou não do fundo bem como a substituição ou não do administrador, item sobre o qual não podem votar pessoas ligadas ao administrador.

No mais, o administrador do fundo tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração da carteira do fundo, bem como para exercer todos os direitos inerentes aos ativos que a integrem, inclusive a contratação de terceiros devidamente habilitados para prestação de serviços diretamente relacionados às atividades do fundo, incluindo as de gestão da carteira, a execução dos serviços de tesouraria, a escrituração da emissão, resgate e negociação das cotas, distribuição das cotas do fundo e a prestação de serviços de custódia dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, se não as quisesse exercer diretamente.

Entre as responsabilidades do administrador estão a manutenção do endereço do fundo na rede mundial de computadores, em língua portuguesa, no qual devem constar as seguintes informações: (i) política de investimento, público alvo, metas e objetivos de gestão do fundo; (ii) principais direitos e responsabilidades dos cotistas e do administrador; (iii) apresentação do administrador, seu telefone de contato e sua experiência; (iv) seção que permita que o cotista cadastre o seu endereço de correspondência eletrônico para receber informações sobre o fundo, bem como disponibilização de um endereço de correspondência eletrônico do fundo que permita a comunicação entre o administrador e os cotistas; (v) íntegra dos contratos estabelecidos entre o fundo e terceiros prestadores de

serviço e, se for o caso, contratos de swap<sup>146</sup>, cuja existência deve ser destacada na página inicial do portal do fundo na rede mundial de computadores; (vi) identificação das sociedades corretoras autorizadas a operar para o fundo, bem como as taxas de corretagem mínima, máxima e média cobradas ao fundo; (vii) especificação, em destaque e de forma clara, das taxas e demais despesas do fundo; (viii) o telefone de contato e o endereço de correspondência eletrônico da CVM; (ix) condições atualizadas e detalhadas de integralização e resgate de cotas, compreendendo limites mínimos e máximos de investimento ou desinvestimento, bem como valores mínimos para permanência no fundo; (x) de forma destacada, as condições para realização do empréstimo de ações para fins de exercício do direito de voto nas companhias investidas pelo fundo, incluindo informações sobre prazos e custos; (xi) política de distribuição de resultados, compreendendo os prazos e condições de pagamento; (xii) riscos envolvidos; (xiii) se aplicável, especificação sobre pagamentos de remuneração à instituição proprietária do índice, incluindo cópia integral do contrato; (xiv) tributação aplicável ao fundo e a seus cotistas; (xv) composição da carteira do fundo, diariamente atualizada; (xvi) metodologia de cálculo do índice subjacente, critérios de seleção e exclusão dos ativos que o compõem, bem como sua composição atualizada; (xvii) uma seção contendo a íntegra da Instrução CVM nº 359/02, do regulamento do fundo e de outras normas legais pertinentes; informações relativas a empréstimos de ações, bem como o percentual do valor das ações em empréstimo expresso em relação ao patrimônio líquido do fundo; (xix) demonstrativo contendo a relação não identificada dos cotistas que detenham mais de 5% (cinco por cento) das cotas do fundo, bem como o respectivo percentual detido por cada um, devendo esse quadro ter atualização mensal, com base na posição do último dia útil de cada mês; (xx) percentual detido em conjunto, refletindo-se a posição no último dia útil de cada mês, por: a) investidores institucionais domésticos; b) pessoas físicas residentes ou domiciliadas no País; c) instituições financeiras constituídas no País; d) pessoas jurídicas não financeiras constituídas no País; e e) investidores estrangeiros; (xxi) lista das operações de integralização e resgate de cotas realizadas nos últimos 30 (trinta) dias que, individualmente, hajam ultrapassado 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, ou que tenham sido realizadas mediante aceite ou entrega de valores mobiliários individuais, com vistas a ajustar a carteira ao índice de referência, nos termos permitidos

---

<sup>146</sup> Nos termos do parágrafo 6º do artigo 58 da Instrução CVM nº 359/02, contratos de swap são contratos a termo de troca de rentabilidade, com cláusula de liquidação por ajuste financeiro diário, que tenha como objeto de negociação a diferença de variação da rentabilidade entre o fundo e o índice de referência.

pelo regulamento do fundo; (xxii) informações sobre distribuições secundárias em curso; (xxiii) relação dos formadores de mercado autorizados a operar com as cotas do fundo; (xxiv) uma seção específica para dados estatísticos, acessível a partir da página inicial do portal do fundo na rede mundial de computadores, que deve conter, no mínimo: a) tabela comparativa da evolução diária do valor patrimonial da cota, dos valores médio e de fechamento de negociação no mercado secundário, do patrimônio líquido do fundo, bem como do valor em pontos do índice subjacente desde a data de início de funcionamento do fundo até a data da última cota disponível, acompanhada de colunas contendo o valor percentual do ágio ou deságio com que o fundo foi negociado com relação ao valor médio do índice subjacente e ao valor teórico de sua carteira; b) tabela comparativa contendo o volume diário negociado das cotas do fundo e do índice de referência, bem como o percentual do primeiro em relação ao segundo, desde a data da criação do fundo até a última data disponível. c) tabela contendo a rentabilidade mensal do fundo comparado ao índice subjacente, contendo pelo menos os últimos 24 (vinte e quatro) meses; d) gráfico da evolução da rentabilidade acumulada do fundo comparado ao índice subjacente, desde a admissão para negociação em bolsa ou mercado de balcão organizado até a última cota disponível; e e) as informações relativas ao erro de aderência, calculado como o desvio padrão populacional das diferenças entre a variação percentual diária do fundo e a variação percentual do valor de fechamento do índice de referência nos últimos 60 (sessenta) pregões, e a diferença entre a rentabilidade acumulada do fundo e do valor de fechamento do índice de referência, em um período de 60 (sessenta) pregões, indicando-se junto a essa informação a possibilidade de realização de assembleia geral em caso de erro de aderência excessivo.

Fica evidente que a página do fundo na rede mundial de computadores é o principal meio de divulgação de informações a respeito do ETF aos investidores, devendo lá constar também quaisquer atos ou fatos relevantes, de modo a garantir a todos os cotistas acesso a informações que possam, direta ou indiretamente, influenciar suas decisões quanto à permanência no fundo ou, no caso de outros investidores, quanto à aquisição das cotas. Nesse sentido, a CVM substituiu a exigência da elaboração do prospecto pelos deveres de divulgação, de forma eletrônica, das informações elencadas acima, de modo que a página do fundo na rede mundial de computadores pode ser considerada análoga a um “prospecto eletrônico”, tendo, ainda, a vantagem de estar em (ou pelo menos ser passível de) constante atualização.



Ainda no que tange à divulgação de informações, o administrador deve divulgar, diariamente, à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado na qual as cotas do fundo estejam listadas, o valor patrimonial da cota, a composição da carteira do fundo e o valor do seu patrimônio líquido.

Outrossim, à CVM, o administrador deve remeter as seguintes informações: (i) diariamente: a) valor patrimonial da cota; b) patrimônio líquido do fundo; e c) valor das emissões e resgates de cotas efetuados no dia; (ii) mensalmente: a) demonstrativo sintético, conforme modelo definido pela CVM, até o quinto dia útil após o encerramento do mês a que se referir; e b) balancete, demonstrativos da composição e diversificação de carteira e demonstrativos de fontes e aplicações de recursos, até 15 (quinze) dias após o encerramento do mês a que se referirem; (iii) anualmente, no prazo de até 60 (sessenta) dias, contados a partir do encerramento do exercício a que se referirem: a) relatório anual do fundo; b) parecer do auditor independente, relativo às demonstrações contábeis; e c) relação das demandas judiciais ou extrajudiciais, quer na defesa dos direitos dos cotistas, quer desses contra a administração do fundo, indicando a data do seu início, o estágio em que se encontram e a solução final, se houver.

Por fim, a Instrução CVM nº 359/02 elencou um rol taxativo de encargos do fundo, o que representa uma forma de proteção aos cotistas do ETF, uma vez que somente as despesas ali previstas serão custeadas pelo fundo. Os encargos incluem tão somente (i) taxa de administração; (ii) taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais ou municipais, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; (iii) despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e periódicos, previstas na Instrução CVM nº 359/02 ou na regulamentação pertinente; (iv) despesas com correspondência de interesse do fundo; (v) honorários e despesas do auditor independente; (vi) emolumentos e comissões pagas por operações do fundo; (vii) honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão da defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor de eventual condenação em ação judicial; (viii) a contribuição anual devida às bolsas de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação; (ix) despesas com custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; (x) despesas com fechamento de câmbio para as operações permitidas, ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários,

caso tais ativos façam parte do índice de referência; e (xi) “royalties” devidos pela utilização do índice de referência, desde que cobrados de acordo com o contrato estabelecido entre o administrador e a instituição que detém os direitos sobre o mesmo. Qualquer outra despesa não mencionada nessa lista não constituirá encargo do fundo e, portanto, deverá ser paga pelo administrador do fundo.

#### **4.4.2. Dispensas**

Como abordado no subcapítulo anterior, a Instrução CVM nº 359/02 disciplinou a constituição e o funcionamento dos ETFs. No entanto, sua redação original, apesar de pioneira em termos de regulamentação específica voltada a regular os ETFs, não favorecia o desenvolvimento pleno do produto no Brasil por gerar elevados custos e inadequação operacional. Inclusive, a própria CVM concluiu nesse sentido em 30 de julho de 2008, ao expressar seu 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.”<sup>147</sup>

Isso sem contar com o fato de que os fundos de índice representam uma alternativa aos fundos tradicionais, como citado naquele próprio Comunicado, ao mencionar a "possibilidade de aplicar em um fundo de ações diversificado com custo, em geral, menor que o dos fundos de investimento tradicionais".

Os fundos de índice eram 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

---

<sup>147</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Comunicado ao Mercado**, de 30 jul. 2008. Rio de Janeiro, RJ.

integrem o índice de referência, ou em posições compradas do índice de referência. Sem levar em consideração a dificuldade para replicar o índice em sua totalidade, especialmente quando os ativos da carteira eram menos líquidos, tal dispositivo impedia que as carteiras dos ETFs fossem otimizadas por meio da manutenção dos ativos integrantes em proporção distinta da presente no índice de referência (incluindo a possibilidade de não se investir em determinado ativo integrante do índice) e da flexibilização das cestas utilizadas para fins de integralização ou resgate de cotas.

Em complemento ao artigo 58, o artigo 59 determinava que os restantes 5% do patrimônio dos fundos de índice deveriam ser investidos em títulos públicos, títulos de renda fixa, operações compromissadas e operações com derivativos exclusivamente para proteção da carteira. Com o mesmo raciocínio e fundamentos desenvolvidos no pedido de flexibilização do artigo 58, o pedido de dispensa desse requisito pretendia viabilizar estratégias de otimização da carteira com ativos de renda variável que usualmente apresentam elevada correlação com as ações do índice de referência, por meio da inclusão, naquele limite de 5%, de ações não integrantes do índice e cotas de outros fundos de índice. A justificava para tanto era o de que o investimento em ativos não compreendidos no índice de referência (mas com maior liquidez e elevada correlação com os ativos do índice) pode diminuir os custos de transação do fundo e facilitar o acompanhamento do desempenho do índice, o que resultaria em maior eficiência ao fundo.

O artigo 18 da Instrução CVM nº 359/02, por sua vez, determinava 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. Também sob a justificativa de otimização das carteiras dos fundos, o pedido de dispensa deste artigo solicitava que as cestas de integralização e resgate pudessem ser constituídas por ativos em proporção distinta da presente no índice de referência, ou mesmo por parcela maior em moeda corrente nacional, de modo que, em situações excepcionais de baixa liquidez de uma ou mais ações previstas no índice, moeda corrente nacional ou outros ativos, componentes ou não da cesta, pudessem ser utilizados, em substituição, nas cestas de integralização e resgate das cotas do ETF. Nesse sentido, participantes do mercado solicitaram o aumento do limite máximo de 0,2% do montante da operação de integralização ou resgate em moeda corrente nacional para 5%, parcela em que seriam incluídos também eventuais ativos não previstos no índice de referência.

Destarte, os pedidos de dispensa solicitados às restrições dos artigos 18, 58 e 59 da Instrução CVM nº 359/02 decorrem da mesma preocupação: a possibilidade de permitir ao fundo a otimização da gestão de sua carteira, em busca de reduções de custos desproporcionais que lhe poderiam ser impostos pela existência de ações ilíquidas na composição do índice de referência.

Ainda, apesar de não mencionado no Comunicado da CVM, o artigo 35, com vistas a conferir aos cotistas do ETF um efetivo poder de fiscalização sobre o fundo, determinava a convocação de assembleia geral de cotistas em três hipóteses específicas de divergência do comportamento do fundo em relação ao do índice, quais sejam o (i) erro de aderência, calculado como o desvio padrão das diferenças entre a variação diária do fundo e do índice, nos últimos 60 (sessenta) pregões, superior a 2 (dois) pontos percentuais; (ii) a diferença entre a rentabilidade acumulada do índice e a do fundo nos últimos 60 (sessenta) pregões superior a 2 (dois) pontos percentuais; e (iii) a diferença entre a rentabilidade acumulada do fundo e o valor de fechamento do índice nos últimos 12 (doze) meses superior a 4 pontos percentuais. O problema é que a norma não levava em conta a possibilidade da concessão de prazos para a correção de eventuais distorções.

Em atendimento aos referidos pedidos, formulados inicialmente pelo Banco Barclays S.A. para o registro e funcionamento de 3 (três) ETFs – iShares Ibovespa Fundo de Índice, iShares BM&Fbovespa Small Cap Fundo de Índice e iShares BM&Fbovespa Mid Large Cap Fundo de Índice –, a CVM, em 2008, permitiu o abrandamento de alguns dispositivos da Instrução CVM nº 359/02, conforme destacados abaixo:

(i) artigo 58: dispensa de observação, tal qual exigido pelo art. 58, da exata proporcionalidade encontrada no índice de referência, para os ativos representativos de 95% do patrimônio líquido do fundo, mantida a proibição de inclusão, nesta parcela, de ativos não incluídos no referido índice.

A CVM, mediante a concessão de dispensa, alterou o modelo de replicação integral dos respectivos índices de referência (*full replication*), eximindo o ETF de contemplar em sua carteira de investimentos, de forma rigorosa, os ativos subjacentes ao índice

No entanto, a CVM não acatou o pedido do participante do mercado relativa à permissão para a aplicação em ações não pertencentes ao índice de referência por entender

que essa possibilidade já era prevista dentro do limite de 5% do patrimônio do fundo, conforme previsto no artigo 59, e que, dado o caráter excepcional dessa flexibilização (otimização da carteira em cenários em que haja ações ilíquidas na composição do índice de referência), não deveria ser aplicado à totalidade do patrimônio do fundo.<sup>148</sup>

(ii) artigo 59: permissão para que, na parcela representativa de, no máximo, 5% do patrimônio líquido do fundo, sejam admitidos, além dos ativos previstos no art. 59, ações não incluídas no índice de referência, desde que sejam líquidas, e cotas de outros fundos de índice.

A CVM concordou com a retirada da imposição da replicação exata da proporção encontrada no índice, nos termos sugeridos pelos participantes do mercado, mediante a condição de que tais ativos não pertencentes ao índice de referência tenham liquidez.

Tal condição parece ser razoável, uma vez que a ideia é justamente a de usar técnicas de otimização da gestão da carteira que utilizem amostragem seletiva baseada em estudos de correlação para substituir componentes pouco líquidos.

(iii) artigo 18:

(a) permissão para que as cestas de integralização e resgate possam, à semelhança do fundo, ser constituídas por ativos que não correspondam integralmente à composição do índice de referência, mantida a obrigatoriedade de 95% destas serem representadas por ativos integrantes do índice;

(b) permissão para que o limite máximo das cestas de integralização e resgate que poderão ser constituídas em moeda corrente nacional, previsto no art. 18, parágrafo 9º, seja alterado de 0,2% para 5%, podendo, também, as cestas ser compostas, dentro de tais limites, por investimentos permitidos no regulamento.

(c) permissão para que, em situações excepcionais de iliquidez de uma ou mais ações integrantes do índice de referência, e desde que objeto do devido destaque na página da internet do fundo, essas possam ser substituídas nas cestas de integralização e resgate por moeda corrente nacional no limite máximo de 5% do valor dessas cestas.

---

<sup>148</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 312/09, de 25 nov. 2009. Rio de Janeiro, RJ.

A CVM permitiu que, na cesta de integralização definida pelo gestor, os ativos pertinentes ao índice não estejam na mesma proporção da carteira teórica do índice. Tampouco a carteira de integralização precisa ser idêntica à carteira do ETF.

(iv) artigo 35:

(a) concessão, nos termos solicitados, de um período de tolerância, de 15 (quinze) dias úteis, para reenquadramento do fundo nas hipóteses previstas nos incisos I e II, do referido dispositivo.

(b) concessão de um período de tolerância de 30 (trinta) dias úteis para reenquadramento do fundo na hipótese no inciso III do referido dispositivo.

O artigo 35 versa sobre os limites de erros de aderência e de diferença de rentabilidade do ETF, os quais acarretam a obrigatoriedade de convocação de uma assembleia geral para deliberar, por exemplo, sobre a substituição do administrador ou até mesmo a extinção do ETF. Tal redação é mais adequada ao caso de índices que contêm somente ativos bastante líquidos, o que poderia estar impedindo a criação de ETFs que visem acompanhar índices cujos componentes tenham menos liquidez.

Razoável e admissível, portanto, o pleito para inclusão de previsão de certo prazo para que o administrador possa tomar providências para reenquadrar o ETF aos parâmetros da regulamentação da CVM nas hipóteses do artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02. Os períodos propostos de 15 (quinze) ou 30 (trinta) dias úteis, conforme o caso, ainda mais se considerado o tempo ordinariamente consumido para a convocação e realização de uma assembleia de cotistas, pode ser útil para evitar os custos decorrentes de uma assembleia em casos onde ela pode tratar de um tema que já tenha perdido a relevância em razão de uma solução ulterior tempestiva adotada pelo gestor dos fundos.

Aliás, nesse contexto, também parece realmente apropriado que a CVM tenha proposto um prazo maior, de 30 (trinta) dias úteis, para o reenquadramento da diferença entre a rentabilidade acumulada do fundo e a rentabilidade do índice em 12 (doze) meses (hipótese do artigo 35, inciso III, da Instrução CVM nº 359/02), dada a maior dificuldade que se pode esperar de um processo de readequação de uma rentabilidade que carrega um histórico acumulado de 12 (doze) meses.

O prazo de 30 (trinta) dias úteis indicado no item “b” acima, portanto, leva o maior peso relativo de uma base de dados de rentabilidades acumuladas de 12 (doze) meses em consideração e a sua conseqüente maior dificuldade de reenquadramento, se comparado aos filtros dos incisos I e II daquele artigo, em um período de apenas 15 (quinze) dias.

Além das dispensas supramencionadas, a CVM exigiu que (i) as dispensas concedidas, bem como as características, riscos e diferenças do produto em relação ao modelo até então adotado de *full replication* fossem objeto de devido destaque no material de comunicação com o investidor do fundo e (ii) quaisquer alterações feitas pelo participante do mercado nas matérias objeto dessas dispensas fossem submetidas à CVM.<sup>149</sup>

Na mesma ocasião, o requerente havia afirmado que não haveria, no lançamento dos 3 (três) fundos em questão, oferta de cotas diretamente ao mercado de varejo. Após o registro dos fundos, somente agentes autorizados (corretoras e distribuidoras), em número limitado e mediante contrato, poderiam trocar cestas de ativos por lotes mínimos de cotas, nos termos do regulamento proposto, as quais seriam listadas para negociação na bolsa de valores para, então, serem adquiridas pelo público em geral. Para tanto, o requerente vinha organizando os primeiros aportes de cestas de integralização por meio de consultas anteriores ao lançamento do fundo com cada agente autorizado, contatando potenciais investidores em reuniões educativas a respeito dos fundos de índice de modo geral com vistas a verificar a viabilidade de seu lançamento. Em todo caso, tais reuniões seriam dirigidas exclusivamente a investidores qualificados e limitadas a 20 (vinte) potenciais investidores, de acordo com "critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo aplicáveis", e não haveria nenhuma 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.

Ademais, o requerente informa que não haveria, no lançamento dos fundos, oferta pública secundária de cotas, mas reconhece que eventual oferta pública secundária futura de cotas deveria ter seu registro previamente solicitado à CVM na forma da

---

<sup>149</sup> 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](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2008/20080930_R1/20080930_D16.html). Acesso em: 22 mar. 2016.

regulamentação aplicável. O requerente informou também que o contrato deste com os agentes autorizados conteria cláusula que vincule a utilização de qualquer material publicitário à prévia aprovação do administrador e da gestora, bem como a prévia submissão à CVM.

Quanto à distribuição dos ETFs a CVM entendeu que, dado que o artigo 8º da Instrução CVM nº 359/02, que regula a autorização para funcionamento do fundo, não prevê a necessidade de registro da oferta primária de cotas, tal exigência estaria dispensada nos termos do inciso I do parágrafo 5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76<sup>150</sup>, ainda que possa configurar-se como oferta pública de valores mobiliários.

Ato contínuo, a oferta secundária de cotas, conforme prevista no artigo 28 da Instrução CVM nº 359/02, também foi dispensada pela CVM por não restar claro, no processo sob a análise da SIN (referente ao pedido de dispensa aos fundos iShares Ibovespa Fundo de Índice, iShares BM&Fbovespa Small Cap Fundo de Índice e iShares BM&Fbovespa Mid Large Cap Fundo de Índice, especificamente), a previsão de utilização de atos de distribuição pública, conforme definidos no artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003. Ademais, a decisão também se baseou na impossibilidade do cumprimento pelo Banco Barclays S.A., nesse caso, das exigências dos incisos I, II e IV do artigo objeto da dispensa (i.e., a declaração do ofertante de que o contrato com instituição integrante do sistema de distribuição foi firmado e se encontra à disposição da CVM, quando for o caso; o material de divulgação a ser utilizado durante a oferta pública secundária das cotas; e a justificativa para o preço utilizado na distribuição) por serem inaplicáveis à operação submetida à análise da CVM.

Não obstante a decisão acima, a CVM determinou que a sua área técnica examinasse o material de divulgação a ser utilizado na operação de lançamento do produto, nos termos do artigo 50 da Instrução CVM nº 400/2003. A divulgação do produto na mídia deveria, ainda, apresentar linguagem clara e moderada, advertindo os investidores para os riscos do investimento em ETFs.

---

<sup>150</sup> Art. 19 da Lei nº 6,385/769: “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. (...)§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor; (...)”



A CVM esclareceu, ainda, que, apesar de a utilização de publicidade ser um típico ato de distribuição pública, conforme definido no artigo 3ª da Instrução 400/03, o mero procedimento de divulgação neste caso não é o suficiente para exigir o registro da oferta. Deliberou, todavia, que devem ser aplicados à distribuição de cotas desses 3 (três) fundos os demais aspectos da Instrução CVM nº 400/2003, tais como aqueles relativos às responsabilidades pelas informações e às normas de conduta, salvo se expressamente dispensado pela autarquia.

Essas dispensas foram inicialmente concedidas a apenas 3 (três) fundos: (i) iShares Ibovespa Fundo de Índice, (ii) iShares BM&Fbovespa Small Cap Fundo de Índice e (iii) iShares BM&Fbovespa Mid Large Cap Fundo de Índice. Contudo, o precedente foi estabelecido e, a partir disso, vieram pedidos idênticos de outros participantes do mercado, de modo que tais dispensas foram também concedidas, posteriormente, aos fundos (a) iShares IBrX – Índice Brasil (IBrX-100) Fundo de Índice, (b) iShares Índice Bm&FBovespa de Consumo Fundo de Índice, (c) iShares Índice BM&FBovespa Imobiliário Fundo de Índice<sup>151</sup>, (d) IT Now IFNC Fundo de Índice, (e) IT Now IGCT Fundo de Índice, (f) IT Now IMAT Fundo de Índice, (g) IT Now IDIV Fundo de Índice, (h) PIBB Fundo de Índice Brasil-50 – Brasil Tracker (que, apesar de já estar em funcionamento, solicitou as mesmas dispensas alegando vantagem em se “conferir um tratamento simétrico em relação ao dado pela CVM a outros tipos de fundos existentes na indústria”<sup>152</sup>), (i) iShares Índice Utilidade Pública (UTIL) BM&FBovespa Fundo de Índice, (j) iShares Índice Carbono Eficiente (ICO2) Brasil Fundo de Índice (exceto no que tange ao pedido relativo à distribuição de cotas do referido fundo<sup>153</sup>) e (k) Caixa ETF Ibovespa Fundo de Índice.

---

<sup>151</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 312/09, de 25 nov. 2009. Rio de Janeiro, RJ.

<sup>152</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 202/2011, de 15 dez. 2011. Rio de Janeiro, RJ.

<sup>153</sup> No lançamento do iShares Índice Carbono Eficiente (ICO2) Brasil Fundo de Índice, houve efetiva distribuição pública primária e secundária das cotas do fundo na forma da Instrução CVM nº 400/03. A primeira emissão compreendeu a quantidade de cotas correspondente ao montante total da oferta dividido pelo Preço de Distribuição (conforme determinado no Procedimento de Bookbuilding), que iria ser informado no Aviso ao Mercado, perfazendo o montante total inicial previsto de R\$ 1.500.000.000,00 (um bilhão e quinhentos milhões de reais). A oferta foi estruturada a investidores institucionais e também ao varejo. Para esse segundo segmento, os investidores puderam adquirir cotas diretamente (entre R\$ 1 mil e R\$ 300 mil), ou também indiretamente, através da aplicação em fundos de investimento em cotas regulados pela Instrução CVM nº 409/04 (no caso, entre R\$ 300 e R\$ 25 mil) e constituídos pelas instituições participantes especialmente para aplicação nas cotas objeto de oferta pública. Ainda para o segmento de varejo, tanto no investimento direto quanto no indireto, foi oferecida uma "Opção de Venda", que consistia em mecanismo oferecido pela BNDESPAR de recompra das cotas objeto de oferta pelo valor original aplicado no âmbito da

Considerando a recorrência dos pedidos de dispensa e a razoabilidade de seus fundamentos, a área técnica da CVM já havia sugerido, em 2009<sup>154</sup>, que fosse avaliada a possibilidade de incorporação dos requisitos objeto dos pedidos de dispensa à Instrução CVM nº 359/02. Alternativamente, sugeriram ao Colegiado a edição de deliberação com delegação de competência à SIN para que, quando cumpridas as condições descritas naqueles memorandos anteriores, sejam concedidas as dispensas solicitadas.

Não obstante a colocação da área técnica da CVM, nada se alterou até 2012, quando a CVM publicou o Edital de Audiência 08/12.

#### **4.4.3. Instrução CVM nº 537/13**

Estando a CVM ciente da inadequação da Instrução CVM nº 359/02, bem como em atendimento a pleitos de participantes do mercado no sentido de se permitir novas estratégias, incluindo a aplicação dos ETFs em carteiras de ativos de renda fixa, em 1º de outubro de 2012, foi publicado o Edital de Audiência Pública 08/12, propondo alterações à Instrução CVM nº 359/02. Foi então colocada em pauta não só a incorporação das dispensas já concedidas de praxe, como também a possibilidade de aplicação de recursos dos ETFs em novas estratégias de investimento que utilizem como base os índices de ativos de renda fixa.

Nesse sentido, a minuta de instrução (“Minuta”), além de incorporar as dispensas, trouxe, principalmente, as seguintes alterações:

(i) possibilidade de constituição de carteiras que apliquem em títulos públicos ou privados de renda fixa: a alteração do artigo 58 da Instrução CVM 359/02 vai suprimir a exigência de exclusividade da renda variável na definição da natureza dos ativos aceitos na carteira do ETF, admitindo índices baseados em carteiras de valores mobiliários ou outros

---

oferta pública e sem acréscimo de correção monetária e juros, descontado ainda de todos os tributos e encargos aplicáveis. Sendo assim, o Citibank DTVM S/A (requerente) solicitou pedidos de dispensa específicos para este caso, os quais decorrem das particularidades da operação pretendida. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 56/12, de 23 mar. 2012. Rio de Janeiro, RJ.)

<sup>154</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 312/09, de 25 nov. 2009. Rio de Janeiro, RJ.

ativos de renda variável autorizados pela CVM, valores mobiliários ou outros ativos de renda fixa autorizados pela CVM, e títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional<sup>155</sup>;

(ii) definição dos critérios objetivos para a autorização dos índices: a ausência de critérios para que a CVM reconheça o índice de mercado ao qual a política de investimento do ETF esteja atrelada, que gera imprevisibilidade para o mercado de ETFs, seria sanada mediante uma lista de critérios balizadores no artigo 2º;

(iii) permissão de *cash creation* e cobrança de taxa diretamente dos cotistas demandantes de operações via moeda corrente nacional: permitidas as operações de integralização e resgate em moeda corrente nacional (*cash creation*) em prol da otimização da gestão da carteira, haveria despesas adicionais oriundas de custos de corretagem e da diferença de preço de compra ou venda de um determinado ativo durante o dia em relação ao preço utilizado pelo administrador do fundo para contabilizar o valor daquele ativo no cálculo do valor da cota (i.e., valor de fechamento do ativo). Assim, pela nova redação do artigo 49, incisos V e VI, será permitida a cobrança de uma taxa diretamente do investidor que solicitar tal operação de *cash creation*, de forma a não prejudicar os demais cotistas do fundo; e

(iv) aumento da transparência na página do fundo na rede mundial de computadores: dado que a carteira do índice pode não ser uma réplica integral da carteira do índice por serem permitidas as técnicas de otimização da gestão da carteira do fundo que utilizam a substituição de componentes pouco líquidos (cuja negociação pode ser custosa para o fundo e com pouco benefício em termos de manutenção da aderência ao índice) por outros mais líquidos que gerem a performance desejada, a CVM reforça o dever de informação aos investidores ao exigir que seja dada a devida transparência acerca da utilização dessas técnicas na página do ETF na rede mundial de computadores. A despeito do histórico de comprovada eficiência dessa prática no mercado de ETFs, os riscos aumentam e o investidor, portanto, deve ser informado a esse respeito.

No mesmo diapasão, a CVM exigiu que os fatores que possam afetar a aderência do fundo ao do índice estejam claros aos investidores, tais como custos adicionais de transação relacionados aos spreads, presença de ativos ilíquidos no índice e reinvestimento

---

<sup>155</sup> Permitir-se-ia, por exemplo, a criação de ETFs de índices que acompanham o desempenho dos títulos públicos como o IMA-B, que reflete o retorno dos papéis indexados à inflação, ou o IRF-M, que segue a variação dos títulos prefixados.

de cupons ou dividendos, além de sugerir também mais transparência com relação aos efeitos dos períodos de rebalanceamento no desempenho do fundo, a mudanças de tecnologia de cálculo do índice ou ao número de dias corridos do desenquadramento do fundo.

A ANBIMA mostrou-se a favor da autorização da CVM relativa a ETFs de renda fixa, manifestando-se no sentido de que o ETF poderia trazer ao mercado de renda fixa, tradicionalmente um mercado de negociações em balcão não organizado, as vantagens de maior liquidez e transparência inerentes ao ETF, cujas cotas são negociadas em bolsa de valores com valor baseado em uma carteira amplamente conhecida.

Participantes do mercado, enviaram seus comentários à Minuta à CVM, dentre as quais destacamos as seguintes:

(i) de forma geral, participantes do mercado enfatizaram que veem a diversificação do rol de opção do investidor brasileiro mediante a introdução dos ETFs de renda fixa de forma bastante positiva e elogiaram também a redação sugerida pela CVM acerca da possibilidade de integralização e resgate em moeda corrente nacional, pois permite a redução do custo operacional e a individualização das despesas;

(ii) houve manifestações de participantes do mercado contra a disponibilização da metodologia do índice de forma gratuita ao público em geral, especialmente investidores e potenciais investidores, alegando que (a) tal disponibilização gratuita da metodologia poderia inibir a constituição de novos índices no longo prazo (uma vez que o provedor de índices não teria interesse em desenvolvê-los sem poder preservar para si a metodologia criada), e (b) alternativamente, a relação entre o administrador do fundo e o provedor de índices é bilateral, de forma que não deveria haver restrições a eventuais pagamentos exigidos pelo provedor de índice ao administrador pelo acesso à metodologia e direito de exploração do índice para criação de produto nele referenciado, desde que o administrador providencie o acesso gratuito ao investidor e este último não seja onerado por esse custo. A CVM, contudo, discordou das manifestações recebidas, alegando que o pleno entendimento da metodologia do cálculo do índice é essencial para a realização de arbitragem pelos investidores, sendo a arbitragem uma das características fundamentais dos ETF. Nesse sentido, o acesso gratuito garantiria o amplo acesso por parte de qualquer investidor, independentemente de sua capacidade econômica. Um detalhe que a CVM

parece esquecer, com relação a esse ponto, é que a metodologia do índice, mesmo quando divulgada, contém fórmulas e linguagem complexas e, portanto, não é uma informação passível de ser processada pelos investidores, especialmente os de varejo. De qualquer forma, a CVM insistiu em manter a redação nesse sentido, de forma a se ter transparência da metodologia e do desempenho do índice a todos, investidores ou não (potenciais investidores), por meio da página do fundo na rede mundial de computadores, para que estes possam avaliar se tal índice é o mais adequado para os seus objetivos de investimento;

(iii) ainda quanto ao índice, a CVM não aceitou a flexibilização da redação da Minuta no que diz respeito à vedação do uso de índices cujo provedor seja parte relacionada ao administrador ou ao gestor, com vistas a evitar conflitos de interesse e incentivos para a manipulação no processo de determinação do índice;

(iv) apesar da flexibilização com relação ao uso de índices de renda fixa, a CVM aproveitou a ocasião para reforçar que não serão admitidos índices que representem múltiplos de outros índices, o inverso desses índices ou, ainda, múltiplos do seu inverso. Assim, a CVM mantém a restrição às estratégias beta aos ETFs brasileiros;

(v) comentários foram enviados no sentido de se flexibilizar a cesta de ativos financeiros para integralização e resgate de cotas do ETF, de modo que, a critério do gestor, seja possível entregar ativos financeiros que não componham o índice, desde que sejam da mesma natureza (i.e., semelhantes quanto à remuneração, risco de crédito, risco de liquidez e data de vencimento ou *duration*), embora de diferentes emissões. A CVM acatou tal pedido de alteração do artigo 18 da Instrução CVM 359/02, limitando, contudo, a 20% do montante envolvido na operação, entendendo que eventuais riscos decorrentes desse abrandamento estariam cobertos pelas exigências referentes ao erro de aderência e diferença de rentabilidade entre o fundo e o índice subjacente;

(vi) a redação inicialmente proposta pela CVM para o artigo 35 da Instrução CVM nº 359/02, relativa ao erro de aderência e diferença de rentabilidade entre o fundo e o índice subjacente, só incluía os prazos para reenquadramento concedidas até então nos pedidos de dispensa. A esse respeito, a ANBIMA encaminhou à CVM um estudo realizado com fito de estimar o erro de aderência para o Índice de Mercado ANBIMA (IMA) e seus subíndices para possíveis ETFs referenciados em tais índices de renda fixa, no qual se

concluiu que, apesar de os limites estabelecidos pela CVM serem adequados de modo geral, haveria índices que, em cenários de alta volatilidade, não conseguiriam atender aos parâmetros estabelecidos. No entendimento da ANBIMA, tendo em vista que ETFs de renda fixa são inéditos no Brasil, a CVM deveria monitorar o comportamento do retorno e do erro de aderência destes fundos ao longo do tempo para se certificar que os limites propostos no artigo 35 da referida instrução são adequados. Ponderando tais argumentos, a CVM resolveu adotar margens de erro de aderência e de diferença de rentabilidade distintas para ETFs referenciados em índices de renda fixa e de renda variável. No entanto, a CVM decidiu pela redução do limite para o que o gestor proporcione a rentabilidade mais próxima possível da do índice (em contrapeso à flexibilização do artigo 58, que permitiu à carteira do fundo deter ativos em proporção diferente da do índice – otimização da carteira do ETF), de forma que os limites para ETFs de renda fixa correspondem à metade dos valores indicados para índices de renda variável. Como ainda não existem ETFs de renda fixa no mercado brasileiro, a análise da adequação dos limites sugeridos pela CVM na prática resta prejudicado. Em todo caso, a flexibilização da CVM no que tange à otimização das carteiras dos ETFs pode, de fato, vir a mitigar esse risco de “descolamento” do fundo ao seu índice de referência;

(vii) apesar de não fazer parte do edital, a ANBIMA sugeriu a alteração do artigo 8º para prever que a declaração da bolsa de valores ou da entidade de balcão organizado comunicando o deferimento do pedido de admissão à negociação das cotas do ETF (um dos documentos exigidos no pedido de autorização de funcionamento do fundo) seja enviada diretamente pela bolsa de valores ou mercado de balcão organizado à CVM, sem qualquer intervenção do administrador, tendo em vista que é o que se tem verificado na prática, ao que a CVM ajustou o referido artigo nesse sentido;

(viii) também foi deixada de fora a alteração do artigo 28 da Instrução CVM nº 359/02 para incluir, expressamente, que a oferta primária de cotas do ETF independe do prévio registro na CVM e que não haverá oferta pública secundária de cotas quando não restar clara a utilização de atos de distribuição pública, em linha com as dispensas concedidas reiteradamente pela CVM aos participantes do mercado. A CVM, no entanto, entendeu que a interpretação do Colegiado já havia exaurido a matéria e não viu necessidade de ajustes à regulação. Perdeu-se, assim, a oportunidade de consolidar os entendimentos e práticas relativas ao ETF na instrução normativa, o que facilitaria a

consulta por (novos) participantes de mercado e afastaria quaisquer dúvidas quanto à aplicação do *caput* do artigo 28; e

(xix) bastante útil a inserção de novo parágrafo no artigo 30 da instrução normativa, mediante solicitação de participante do mercado, acerca da aprovação automática das demonstrações contábeis do fundo bem como da mudança do endereço do fundo na rede mundial de computadores se, após a terceira convocação da assembleia geral não houver quórum para a deliberação das matérias supramencionadas. A redação incluída é uma solução operacional à realidade, visto que ainda é bastante incipiente a participação de cotistas nas assembleias dos fundos de investimento no mercado brasileiro.

Incorporadas as alterações, a Minuta culminou na Instrução CVM nº 537, editada em 16 de setembro de 2013 (“Instrução CVM 537/13”). Para facilitar a análise, destacamos no Anexo II à presente dissertação as principais alterações às redações da Instrução CVM nº 359/02, comparando-as às suas respectivas redações originais.

#### **4.4.4. ETFs de Renda Fixa**

Quanto à possibilidade de constituir ETFs de renda fixa, devemos destacar que, para além da análise da CVM, o ministro da Fazenda (Guido Mantega) e o presidente do Banco Mundial (Jim Yong Kim) assinaram em 2013 um memorando de entendimento com vistas a apoiar estudos para desenvolvimento de novos ETFs no país.<sup>156</sup>

O Brasil fora selecionado pelo Banco Mundial para a implementação pioneira do programa “*Issuer-Driven ETF*” – ETF conduzido pelo emissor -, elaborado para fomentar o desenvolvimento do mercado de títulos públicos em países emergentes, de modo a ampliar a estabilidade financeira das economias de mercados emergentes. Nesse contexto, o *Issuer-Driven ETF* seria o instrumento pelo qual se dariam a democratização do acesso a produtos de poupança eficientes e o aumento da competitividade no que tange a serviços

---

<sup>156</sup> 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.

financeiros, e sua experiência no país poderá ser utilizada como paradigma para, no futuro, expandi-la a outros países.

A Fazenda explicou que o projeto consiste em avaliar o lançamento de um ETF vinculado a um índice de títulos públicos com a participação do emissor no processo de lançamento, para aumentar a liquidez desses ativos.<sup>157</sup> No modelo em estudo, a instituição privada que emitirá o ETF de renda fixa poderá buscar os títulos da carteira inicial junto ao Tesouro. A União efetuará a venda direta a preço de mercado, conforme o índice de referência do ETF, não havendo subsídios de qualquer tipo. O Tesouro Nacional, por sua vez, desempenhará papel relativo na seleção do gestor e na emissão dos títulos públicos em favor do administrador para o aporte inicial do ETF, e aí reside a inovação do programa: a participação ativa do emissor – o Tesouro – reduziria os principais obstáculos ao produto, tais como restrições à liquidez dos ETFs tradicionais, havendo possibilidade também de redução de custos de administração.

O ministro manifestou em nota que iniciativas desse tipo são boas, pois “o mercado de capitais é fundamental para financiar a expansão da economia”<sup>158</sup>. Nesse diapasão, o desenvolvimento do *Issuer-Driven ETF* vinculado a títulos do governo deverá servir de complemento aos atuais esforços para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. Além de criar uma nova modalidade de fundo de investimento com cotas negociadas em bolsa de valores e propiciar a diversificação da base de investidores dos fundos de índice, o ETF de Renda Fixa tem o potencial de promover o desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro, figurando como mais uma ferramenta para concretizar a agenda governamental de estímulo à desindexação financeira dos ativos atrelados à SELIC<sup>159</sup>. Dessa forma, índices de referência como o Índice de Mercado ANBIMA – IMA e seus subíndices, referenciados em títulos públicos, passam a poder ser utilizados como parâmetro de rentabilidade de cotas de ETFs de Renda Fixa.

---

<sup>157</sup> 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.

<sup>158</sup> 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.

<sup>159</sup> Taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC). Cabe a ressalva, entretanto, de que os ETFs de Renda Fixa podem ser igualmente referenciados em índices cujas carteiras de ativos estejam atreladas à SELIC.



Lembrando que os principais desafios do mercado de títulos públicos são a desindexação, transparência, liquidez e diversificação, o objetivo é que o ETF se torne um dos instrumentos de consolidação de *benchmarks* prefixados e vinculados a preços no mercado brasileiro, contribuindo para o processo de desindexação em linha com os objetivos do Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal (PAF). Ademais, as oportunidades de arbitragem entre os preços dos títulos subjacentes ao índice e o preço da cota em bolsa podem contribuir para o aumento da liquidez dos títulos públicos. Da mesma forma, espera-se que o ETF contribua para a ampliação da base de investidores e maior disseminação de preços, estimulada pela busca por referências de preço intradiárias dos títulos públicos para a precificação das cotas do ETF em negociação.

Todavia, a despeito do interesse no ETF de renda fixa, em discussão no país desde 2013, ainda não foi criado nenhum fundo dessa modalidade. A discussão acerca do ETF de renda fixa chegou a voltar à pauta em 2016, com o lançamento de um índice vinculado à inflação – o índice S&P/BM&F Inflação NTN-B – e com as regulamentações do Ministério da Fazenda e da Receita Federal, em maio daquele ano, relativas à tributação do produto, mas o ETF de renda fixa continua sendo uma promessa.

#### **4.4.5. ETFs Internacionais**

A despeito da boa vontade demonstrada pelo regulador por meio da Minuta, que resultou na Instrução CVM nº 537/13, as alterações ali previstas limitaram-se a ampliar as estratégias de investimento aos ativos financeiros de renda fixa, nada prevendo a respeito dos ETFs atrelados a índices estrangeiros (ETFs internacionais). Muito embora haja uma crescente busca de oportunidades no exterior por parte de gestores de recursos brasileiros e a ampliação da compra de ativos no exterior por parte de fundos, a CVM, no Edital de Audiência Pública 08/12, apenas esclareceu aos eventuais participantes do mercado interessados na criação de ETFs internacionais que a CVM teria, sim, interesse na viabilização de tais produtos.

Por entender que a discussão dos ETFs internacionais seria mais extensa que a dos ETFs de renda fixa, a autarquia optou por liberar apenas o último naquela ocasião para,

depois, discutir o primeiro. Sendo assim, as discussões e reformas da Instrução CVM nº 359/02 foram divididas em duas etapas, havendo previsão de que, uma vez finalizada a alteração para viabilizar os ETFs de renda fixa, a CVM deveria abrir, em 2014<sup>160</sup>, uma nova rodada de discussões acerca da autorização dos ETFs internacionais no Brasil (o que acabou não se concretizando até o presente momento).

Logo depois, diante da insistência de participantes do mercado, a CVM publicou o Ofício Circular/CVM/SIN nº 5, de 7 de novembro de 2012<sup>161</sup>, para comunicar que ela analisaria caso a caso os pedidos de registro de ETFs que repliquem índices internacionais, para então conceder as dispensas específicas necessárias para sua viabilização, para além daquelas que a CVM já vinha concedendo aos produtos existentes. Nessa ocasião, a autarquia já “adiantou” aos participantes de mercado quais seriam, no mínimo, as dispensas a serem solicitadas, bem como as características e garantias por ela exigidas para a concessão da autorização de funcionamento do ETF internacional.

As “dispensas específicas necessárias” consistiriam, basicamente, na (i) possibilidade de o ETF possuir como ativo elegível à aquisição também as cotas de outros ETFs negociados em outras jurisdições (tendo em vista que ETFs internacionais devem ter suas carteiras compostas por cotas de ETFs estrangeiros, permitindo a exposição dos investidores brasileiros a índices de referência internacionais (*e.g.* S&P 500, Dow Jones, QQQ, Eurostoxx) por meio do mercado local); (ii) possibilidade de integralizar e resgatar em moeda corrente nacional ilimitadamente; e (iii) previsão de cobrança de taxas de ingresso e de saída de modo a repassar os custos de criação ou destruição da cesta, respectivamente, ao cotista solicitante da aplicação ou resgate. Quanto às dispensas, vale ressaltar que os itens (ii) e (iii) referiam-se a questões que já estavam sendo debatidas para ETFs de renda fixa, no contexto da Audiência Pública 08/2012, cuja discussão ocorria em paralelo às considerações acerca da criação de ETFs internacionais.<sup>162</sup>

---

<sup>160</sup> 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.

<sup>161</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 5/2012**, de 7 nov. 2012. Rio de Janeiro, RJ.

<sup>162</sup> Apenas para referência, a Audiência Pública 08/12 foi publicada em 1º de outubro de 2012 e recebeu manifestações dos participantes do mercado até 31 de outubro de 2012. O Ofício-Circular/CVM/SIN nº 5/12, relativo às dispensas específicas adicionais a ETFs internacionais, foi publicado em 7 de novembro de 2012. A Audiência Pública 08/12 culminou na Instrução CVM nº 537/2013 apenas em 16 de setembro de 2013 e ETFs internacionais foram criados no início de 2014, mediante a concessão das dispensas adicionais elencadas pela CVM no Ofício-Circular supramencionado.

Além disso, os ETFs internacionais deveriam (i) adotar índices compatíveis com as exigências regulatórias brasileiras – restando, portanto, proibidos os ETFs alavancados, inversos ou sintéticos –, e (ii) ser destinados exclusivamente a investidores antes denominados “superqualificados”<sup>163</sup>, ou seja, investidores pessoas físicas ou jurídicas que invistam no mínimo R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Vale mencionar que este último requisito visava a minimizar potenciais assimetrias entre a possibilidade de investimento no exterior por meio do ETF em relação às 2 (duas) modalidades mais conhecidas e comuns à época de investimento no exterior (exceto hipóteses de investimento direto no exterior por iniciativa do próprio investidor, sem qualquer esforço de colocação no Brasil), quais sejam: os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04 (regulamentação vigente na época) e os *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), em regra, não patrocinados. O grau de acesso a esses produtos era levemente distinto: enquanto os BDRs exigiam que o investidor tivesse R\$ 1 milhão investidos no mercado financeiro<sup>164</sup>, os fundos então regulados pela Instrução CVM nº 409/04 com investimento de até 100% no exterior necessitavam que o investidor tivesse aplicação mínima de R\$ 1 milhão no fundo específico constituído para esse fim<sup>165</sup>.

---

<sup>163</sup> Em 2012, ainda vigoravam os conceitos de investidor qualificado, nos termos definidos pelo artigo 109 da Instrução CVM nº 409/04 (i.e., (i) instituições financeiras; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (v) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; (vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; ou (vii) regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios) e de investidor “superqualificado” (investidores com investimentos financeiros de, no mínimo, R\$ 1 milhão).

<sup>164</sup> Art. 3 da Instrução CVM nº 332/00 (redação vigente à época): “*Poderão ser instituídos programas de BDRs, patrocinados ou não pela companhia aberta, ou assemelhada, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, os quais deverão ser previamente registrados na CVM.*”

§1º *O programa de BDR patrocinado caracteriza-se por ser instituído por uma única instituição depositária, contratada pela companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, podendo ser classificado nos seguintes níveis: I - BDR Patrocinado Nível I - caracteriza-se por: (...)*

*d) aquisição exclusiva por: (...)*

*6. pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).”*

<sup>165</sup> Art. 85 da Instrução CVM nº 409/04 (conforme vigente à época): “*O fundo deve manter seu patrimônio aplicado em ativos financeiros, conforme definição do art. 2º, nos termos estabelecidos em seu regulamento, observados os limites de que trata esta Instrução.*”

§ 1º *Observado o disposto nos §§ 5º e 6º do artigo 2º, o fundo poderá manter em sua carteira ativos financeiros negociados no exterior, nas seguintes condições: I – ilimitadamente, para os fundos classificados como “Dívida Externa” e para os fundos de qualquer classe que atendam o disposto no artigo 110-B; (...)*”

Levando isso em consideração, a CVM entendeu por bem estabelecer que o investimento em ETFs internacionais só poderia ser realizado por pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000,00.

Apesar de ser um processo lento e discricionário, tendo a CVM se mostrado, novamente, disposta a analisar a concessão de dispensas adicionais para permitir a criação, registro e funcionamento de ETFs internacionais, em 6 de agosto de 2013 (pouco antes da publicação da Instrução CVM nº 537/13), o Citibank DTVM S/A apresentou pedido de registro do iShares S&P500 Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Índice – Investimento no Exterior (“iShares S&P 500”).

O objetivo do fundo era “buscar retornos de investimento que correspondam de forma geral à performance do Índice S&P 500”, um índice composto por ações de emissão de companhias negociadas nos Estados Unidos. O iShares S&P 500 teria como ativo preponderante de sua carteira as cotas do “iShares Core S&P500 ETF”, um ETF registrado, constituído e organizado de acordo com as leis dos Estados Unidos, cujas cotas estão listadas para negociação na *New York Stock Exchange* (NYSE) sob o código “IVV”.

O fundo permitiria a realização de operações de arbitragem por parte de agentes autorizados, como em qualquer outro ETF previamente autorizado pela CVM, e, apesar de as cotas do fundo estarem sujeitas a risco cambial devido ao fato de as cotas do fundo alvo (IVV) terem valor de negociação apurado em dólares norte-americanos, tal risco era devidamente informado ao investidor nos documentos do fundo. Além disso, atendendo a exigências, o iShares S&P 500 seria destinado somente a pessoas com investimentos superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Tendo em vista que a CVM deliberou acerca do pedido de registro do referido ETF internacional em 24 de fevereiro de 2014, a Instrução CVM nº 359/02 já havia sido alterada pela Instrução CVM nº 537/13 e, portanto, vários dos pedidos de dispensa solicitados (incluindo a permissão para integralizar e resgatar em moeda corrente nacional ilimitadamente e a possibilidade de cobrança de taxas de ingresso e de saída de modo a

---

Art. 110-B: “Os regulamentos dos fundos de que trata este Capítulo que exijam investimento mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderão prever: I – a não observância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro estabelecidos nos artigos 86 e 87; e II – a aplicação ilimitada de recursos no exterior, hipótese em que o fundo deverá acrescentar à sua denominação a expressão “Investimento no Exterior.”

repassar os custos de criação ou destruição da cesta, respectivamente, ao cotista solicitante da aplicação ou resgate, conforme sugeridas no Ofício-Circular/CVM/SIN/nº 5/2012) se tornaram desnecessários, porquanto a CVM já se baseou na nova redação da instrução normativa para avaliar os pedidos do requerente.

As discussões referentes a tópicos não tratados pela Instrução CVM nº 537/13 (especialmente no que diz respeito a flexibilizações dos artigos 18, 35 e 59 da Instrução CVM nº 359/02) diziam respeito ao (i) reconhecimento do índice S&P 500 pela CVM, (ii) reconhecimento de que o fundo de índice investido (IVV) está sujeito a exigências e restrições compatíveis com as previstas na regulamentação brasileira, e (iii) dispensa para que o iShares S&P 500 possa adquirir cotas de fundo de índice que se baseie no índice de referência e seja negociado em outra jurisdição, conforme abordaremos a seguir:

(i) Segundo as informações disponibilizadas pelo MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 21/2014, o índice S&P500 tem como característica medir o retorno de investimento em uma carteira teórica calculada pela S&P voltado aos setores do mercado americano de grande capitalização e define a composição do índice por meio dos seguintes critérios: (a) a capitalização de mercado do ativo deve ser maior que US\$ 4,6 bilhões; (b) o ativo deve apresentar liquidez adequada, entendidos como limites mínimos (x) que a razão entre o valor anual negociado em dólares e a capitalização ajustada do mercado<sup>166</sup> deve ser maior ou igual a um; e (y) tenham ocorrido negócios no montante de no mínimo 250.000 (duzentas e cinquenta mil) ações nos seis meses anteriores à data da avaliação; (c) o emissor do ativo deve ter como mercado principal de negociação de suas ações ordinárias a NYSE ou a *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* ("NASDAQ"); e (d) o emissor deve possuir em poder do público ("*free float*") pelo menos 50% das ações de sua emissão. A reavaliação da composição do índice pela S&P é realizada trimestralmente, e a composição e pesos atribuídos a cada ativo do índice são divulgados de forma retroativa, até o dia anterior ao rebalanceamento periódico posterior do índice. Ademais, embora seja considerado apenas o valor de capitalização de mercado não ajustado para fins de admissão de um ativo ao índice, o peso dos ativos na composição

---

<sup>166</sup> De acordo com a CVM, “[a] capitalização ajustada de mercado é o free float ponderado pelo Fator de Peso Passível de Investimento (“IWF”). Para se chegar ao IWF, é calculado o montante de ações efetivamente disponíveis ao público, que será o somatório de todas as ações free float da companhia menos (i) aquelas detidas por blocos de controle com participação superior a 5% e (ii) as detidas pelos diretores e administradores da companhia. Assim, o IWF será a razão entre as ações efetivamente disponíveis ao público e o free float, o que resultará, sempre, em um valor compreendido entre 0 e 1.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 21/2014, de 21 fev. 2014. Rio de Janeiro, RJ.)

da carteira do índice é ponderado pelo uso do Fator de Peso Passível de Investimento ("IWF"), de forma de que o índice seja composto com maior peso por ações efetivamente à disposição dos investidores para negociação, e não por todas aquelas integrantes do "*free float*" da companhia.

A CVM analisou tais características e concluiu que elas atendem ao disposto no artigo 2º, parágrafo 2º, da Instrução CVM nº 359/02, com a redação que lhe foi recentemente conferida pela Instrução CVM nº 537/13. Ainda, foi comprovado pela autarquia a ampla publicidade à metodologia, pesos e rebalanceamentos do índice, os quais já se encontravam disponíveis no site do provedor na rede mundial de computadores<sup>167</sup>, além de terem sido traduzidas e disponibilizadas em português no site do iShares S&P 500 na rede mundial de computadores. Inclusive, por solicitação da área técnica da CVM, o administrador já havia incluído tanto no site como no próprio regulamento do ETF em questão uma descrição mais detalhada acerca da metodologia e da fórmula para a definição dos pesos de cada ativo que compõe o índice do que aquela encontrada no site da S&P, com vistas a assegurar a clareza e objetividade exigida pela Instrução CVM nº 359/02. Com isso, a CVM reconheceu o índice S&P 500 como índice elegível a ser perseguido por ETFs regulados pela Instrução CVM nº 359/02.

(ii) além do reconhecimento do índice, era necessário também que a CVM reconhecesse que o fundo de índice investido (IVV) está sujeito a exigências e restrições compatíveis com as previstas na regulamentação brasileira, de modo que este fosse passível de investimento pelo iShares S&P 500 como meio para obter exposição (indireta) aos ativos que compõem o índice S&P 500.

Ao analisar o fundo de índice investido, a CVM entendeu que o IVV não configura fundo de índice alavancado, inverso ou sintético, conforme vedações expressas da nova redação do artigo 2º, parágrafo 5º, da Instrução CVM nº 359/02, e que a única diferença possivelmente relevante em relação às exigências regulatórias brasileiras reside no fato de o IVV ser obrigado a investir no mínimo 90% de seu patrimônio em títulos ou valores mobiliários que componham o índice S&P 500 (enquanto que, no caso brasileiro, o percentual mínimo exigido é de 95%, nos termos do artigo 58 da Instrução CVM nº 359/02).

---

<sup>167</sup>Para mais detalhes acerca do índice S&P 500, ver <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500>.

Apesar de nem o administrador nem o gestor possuírem formas de garantir que o IVV seguirá a limitação da regulação brasileira, o requerente alegou que, do ponto de vista prático e histórico, tal fundo sempre possuiu mais de 95% de seu patrimônio líquido investido em ativos pertencentes à carteira teórica do S&P500, ao que a CVM, considerando a proximidade entre os valores mínimos de investimento nos ativos da carteira do índice bem como o comportamento histórico e de performance do fundo IVV (o qual se mostrou sempre aderente ao desempenho do índice S&P 500<sup>168</sup>), concluiu que tal diferença de limites não seria grande o suficiente para torná-lo incompatível com as exigências regulatórias brasileiras.

(iii) por fim, dada a estrutura proposta do iShares S&P 500, a CVM dispensou o cumprimento dos limites e restrições de investimento previstos no artigo 58 da Instrução CVM nº 359/02 – o qual prevê apenas o investimento de até 95% do patrimônio líquido do fundo em “ativos financeiros que integram o índice de referência” – a fim de que o iShares S&P 500 possa adquirir cotas de fundo de índice que se baseie no índice de referência e seja negociado em outra jurisdição (no caso, o IVV) e, assim, viabilizar a replicação indireta do índice de referência sob uma estrutura de *fund of funds* (fundo de investimento em cotas de fundo de investimento).

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

Há que se mencionar que, em um curto intervalo de tempo, outro participante do mercado solicitou o registro para funcionamento de um ETF internacional. O pedido do Itaú Unibanco S.A, de 29 de novembro de 2013, era relativo ao It Now S&P500 TRN Fundo de Índice, fundo de índice que busca retornos de investimento que correspondam de forma geral à performance do Índice S&P 500 TRN. O fundo teria como ativo preponderante de sua carteira as cotas do “SPDR S&P 500 ETF Trust”, fundo de índice

---

<sup>168</sup> Segundo apurado pela área técnica da CVM, o erro de aderência histórico no fundo IVV nos dois últimos anos não havia ultrapassado 0,03%, um valor muito inferior, inclusive, àquele obtido pelos ETFs nacionais.

registrado e constituído de acordo com as leis dos Estados Unidos e cujas cotas estão listadas para negociação na NYSE, sob o código “SPY”.

Visto que a estrutura utilizada era a mesma daquela do iShares, a CVM concedeu ao It Now S&P500 TRN Fundo de Índice, em 15 de julho de 2014, as mesmas dispensas concedidas ao iShares. Dessa forma, os primeiros (e únicos) ETFs internacionais foram constituídos em 2014.

Não obstante as dispensas concedidas, a BM&FBOVESPA (designação da B3 vigente à época) formulou uma consulta à CVM acerca da possibilidade de flexibilização da restrição à negociação de cotas de fundos de índice referenciados em índices estrangeiros (ETF Internacionais), até então restrita a investidores com aplicação inicial mínima de R\$ 1 milhão, de modo a permitir a negociação desse tipo de valor mobiliário por quaisquer investidores.

Para a BM&FBOVESPA, o ETF seria "por excelência, um produto voltado a permitir a diversificação dos riscos associados aos investimentos em mercado de capitais" ao viabilizar a exposição a um determinado índice de referência "composto por um amplo conjunto de valores mobiliários, por meio de um produto simples e a partir de aplicações financeiras de baixo valor".<sup>169</sup> E o fato de o ETF estar atrelado a um índice estrangeiro (ainda mais quando observados os critérios rigorosos de seleção dos índices impostos pela CVM, respeitada a regulamentação aplicável e em se tratando do índice S&P 500), não teria o condão alterar a vocação dos ETFs à distribuição ao investidor de varejo.

Ademais, a evolução do panorama regulatório aplicável à possibilidade de exposição dos investidores de varejo ao risco de investimentos no exterior após o advento da Instrução CVM nº 555/14 seria mais um importante elemento a apontar para a necessidade de flexibilização do público alvo acessível a esses investimentos. Isso porque a referida instrução, que revogou e substituiu a Instrução CVM nº 409/04, passou a admitir o investimento em fundos cuja carteira é composta por BDR Nível 1 Não Patrocinados (Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I) por investidores em geral, sem contar que os investidores já podem ter acesso a exposição econômica idêntica a dos ETF internacionais por meio de Certificados de Operações Estruturadas oferecidos pelas

---

<sup>169</sup>COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 27/2016, de 14 jun. 2016. Rio de Janeiro, RJ.



tesourarias de instituições financeiras e por meio de outros produtos referenciados em índices estrangeiros cujo perfil de risco é significativamente superior aos ETF internacionais, como os contratos futuros de S&P500 e de FTSE/JSE Top 40.

Assim, haveria uma distorção na restrição atualmente imposta à negociação dos ETFs internacionais, razão pela qual solicita que o limite anteriormente imposto seja eliminado.

A CVM, ao analisar a consulta formulada pela BM&FBOVESPA, evidencia o processo progressivo, no qual, gradualmente, foi-se permitindo o investimento no exterior e conclui que, de fato, as alterações regulatórias trazidas especialmente no contexto da Instrução CVM nº 555/14, resultaram em uma assimetria de tratamento aos ETFs internacionais. De fato, os investidores de varejo já tinham acesso à exposição de outras jurisdições por meio de COEs de instituições financeiras, contratos futuros de índices de mercados estrangeiros, ou mesmo nos fundos de BDR, de modo que não havia razão para a manutenção da restrição ao acesso ao ETF internacional.

Tal análise, provocada pela consulta da BM&FBOVESPA, resultou no Ofício-Circular nº 5/2016/SIN/CVM, de 12 de julho de 2016, no qual a CVM consolidou o entendimento de que, diante do novo contexto regulatório para investimentos no exterior pelos fundos de investimento, passaria a avaliar a possibilidade de conceder dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 359/02 para fins de constituição, registro, emissão, distribuição e negociação de cotas de fundos de índice de mercado no Brasil baseados em índices de outras jurisdições (ETFs internacionais), mesmo que destinados ao público em geral. Da mesma forma, os fundos de índice já constituídos também poderiam se adaptar para serem ofertados ao público em geral, desde que manifestassem tal intenção em pedido a ser formulado à CVM nesse sentido.

Em todo caso, manteve-se, infelizmente, a dinâmica de concessão de dispensas, a respeito do qual a CVM entende que:

“Como, de qualquer forma, e apesar do crescimento recente desse mercado, os ETFs Internacionais ainda representam um produto inovador no mercado de capitais brasileiro, a interpretação desta área técnica é a de que ainda se mostra conveniente manter a dinâmica atualmente ainda prevista para a aprovação desses fundos, qual seja, a necessidade de que

contem com a prévia avaliação da CVM como condição para sua oferta ao mercado, o que garantirá uma análise mais próxima e preventiva da área técnica para sua evolução, até que, se for o caso e se chegue a tanto, tal dinâmica possa ser rediscutida no futuro.”<sup>170</sup>

---

<sup>170</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 27/2016, de 14 jun. 2016. Rio de Janeiro, RJ.

## 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

índice<sup>171</sup> 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.

---

<sup>171</sup> 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 investidor 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](http://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](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\\_YLH00nBdrDMSXAS9wXDSf-w833--oLvbxvz7eOBfv9d-AiEKyeWrsVuzREUAUT7niSu\\_UiLO2rZsnDTXs-14XUoqC60dZ6kxp-Fcrk00L0VUY4nGqfXPLfgk7IEBOOe8\\_ZMIhrpVM84LvurKk6jx5I0m6Y\\_uaQGxYzkSajCo-6ws\\_yKuZrW043PtZl\\_toCPjhgbKBSyE9u4vFL\\_te0FQ!/#Z7\\_OQ2QO7H200G2502NH1F4H018U4](https://www.mfs.com/wps/portal/mfs/us-advisor-pub/products/mutual-funds!/ut/p/a1/jY5BT4NAFIR_Sw8c5T2wFOqNRAsqik1TC3sxu2VZSIAIC5SUXy9walKb-m7zzUzeAIEISEVPuaBtLitaTJqsfsKtuQ1t30T0TAvNT9_YLH00nBdrDMSXAS9wXDSf-w833--oLvbxvz7eOBfv9d-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](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/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/11/08/000333038\\_20121108234502/Rendered/PDF/728510BR0REVIS0Only0900R20120019804.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/11/08/000333038_20121108234502/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](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](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](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](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](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/decisooes/2008/20080930\\_R1/20080930\\_D16.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/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

<b>Parcela do Patrimônio do ETF por Tipo de ativo (31 de março de 2014)</b>				
<b>Tipo de Ativo</b>	<b>Patrimônio sob Gestão (AUM) (\$ bilhões)</b>	<b>% do Total do Patrimônio sob Gestão</b>	<b>Quantidade de Fundos</b>	<b>Proporção média dos encargos do Fundo</b>
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
<b>Total</b>	<b>1.736,2</b>		<b>1.568</b>	<b>0,63%</b>

## ANEXO II

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

<b>Redação original da Instrução CVM nº 359/02</b>	<b>Nova redação, nos termos da Instrução CVM nº 537/13</b>
<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;</p> <p>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>devido 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>devido 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>
---	--