



# Textos para Discussão

A experiência do Tesouro Nacional na criação  
do ETF de Renda Fixa no Brasil

Keiti da Rocha Gomes  
Leandro Puccini Secunho  
Márcia Paim Romera

TD Nº 34  
2021



**MINISTRO DA ECONOMIA**

Paulo Roberto Nunes Guedes

**SECRETÁRIO-EXECUTIVO**

Marcelo Pacheco dos Guarany's

**SECRETÁRIO ESPECIAL DE FAZENDA**

Waldery Rodrigues Junior

**SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL**

Bruno Funchal

**SUBSECRETÁRIOS DO TESOURO NACIONAL**

Adriano Pereira de Paula  
Gildenora Batista Dantas Milhomem  
José Franco Medeiros de Moraes  
Paula Bicudo de Castro Magalhaes  
Pedro Jucá Maciel  
Pricilla Maria Santana  
Waldeir Machado da Silva

**CONSELHO EDITORIAL**

Acauã Brochado  
Diego Rodrigues Boente  
Lena Oliveira de Carvalho  
Marcelo de Sousa Teixeira  
Marcelo Estrela Fiche  
Rafael Cavalcanti de Araújo  
Mario Augusto Gouvêa de Almeida  
José Luis Serafin Boll

**SUPLENTE**

Paulo Ernesto Monteiro Gomes  
Edécio de Oliveira  
Luis Felipe Vital Nunes Pereira  
Rafael Rezende Brigolini  
Antonio José da Silva Barros  
Guilherme Ceccato  
Francisco Onivaldo de Oliveira Segundo  
Liliana de La Piedra Correa

A Série de Textos para Discussão do Tesouro Nacional destina-se à publicação de artigos técnico-científicos, com permissão de acesso aberto e gratuito por meio do sítio da Secretaria na internet, admitindo-se também a divulgação impressa destinada a centros de pesquisas, bibliotecas e universidades do país. **As opiniões expressas nesses trabalhos são exclusivamente dos autores e não refletem, necessariamente, a visão da Secretaria do Tesouro Nacional, da Secretaria Especial de Fazenda ou do Ministério da Economia.**

## Sumário

1. Introdução .....	5
2. O ETF no Mundo e no Brasil.....	5
2.1. Notas sobre o mercado internacional de ETF .....	7
2.2. Notas sobre as características e imperfeições do mercado financeiro brasileiro .....	8
2.3. Primórdios do ETF no Brasil.....	11
3. Passos da Experiência do Tesouro Nacional no Apoio ao ETF de Renda Fixa .....	12
3.1. Assinatura do Memorando de Entendimento.....	13
3.2. Previsão legal para emissão direta do Tesouro Nacional ao fundo .....	13
3.3. Regulamentação do ETF de renda fixa pela CVM .....	14
3.4. Desenho do modelo tributário .....	15
3.5. Adaptação do sistema envolto à negociação em bolsa .....	17
3.6. Alteração da política de investimento das entidades e regimes de previdência .....	18
3.7. Revisão do acordo com a Anbima para adequação dos índices IMA .....	20
3.8. Acordo de Colaboração entre o Ministério da Fazenda e o Banco Mundial .....	21
3.9. Elaboração do Edital .....	21
3.10. O Processo Seletivo.....	25
3.11. O It Now ID ETF IMA-B ou IMAB11.....	25
4. Considerações Finais.....	27
Bibliografia.....	27

## A experiência do Tesouro Nacional na criação do ETF de Renda Fixa no Brasil

Keiti da Rocha Gomes  
Leandro Puccini Secunho  
Márcia Paim Romera

**Resumo:** Em 2019, o mercado brasileiro assistiu a concretização de importante iniciativa do Tesouro Nacional para o desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro: o lançamento do IMAB11, o primeiro ETF de renda fixa lastreado em títulos públicos do país, concebido no âmbito do projeto ID ETF do Banco Mundial. O fato consolidou um longo trabalho que permitiu construir as estruturas regulatórias, tributárias e de mercado necessárias para que a indústria de ETF de renda fixa fosse possível no Brasil. Esse artigo narra os passos dessa experiência e mostra como parte da história do ETF no Brasil se tornou interligada ao histórico de ações do Tesouro Nacional para o desenvolvimento do mercado de renda fixa nacional.

**Palavras-Chave:** ETF; fundos de índice; mercado financeiro; dívida pública.

**Abstract:** In 2019, the Brazilian market witnessed the main outcome of an important National Treasury initiative for the development of the domestic fixed income market: the IMAB11 launch, the first fixed-income ETF backed by government securities in the country, conceived under the World Bank's ID ETF project. This transaction has consolidated a lengthy journey that aimed at creating the needed regulatory, tax and market structures for the launch of any fixed income ETF in Brazil. This article describes the steps of this experience and shows how part of the ETF's history in Brazil has become connected with National Treasury's endeavors to develop the domestic fixed-income market.

**Keywords:** ETF; index funds; financial market; public debt.

## 1. Introdução

O Tesouro Nacional, dentro de seu objetivo de administrar a Dívida Pública Federal, tem um compromisso histórico com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, mais especificamente o mercado primário e secundário de títulos públicos federais. Deste compromisso resultaram diversas iniciativas que trouxeram melhorias para o mercado de capitais e para sociedade brasileira, tais quais a criação do Tesouro Direto e a concepção em parceria com a Anbima dos primeiros índices de renda fixa lastreados em títulos públicos.

Em 2019 o Tesouro voltou a celebrar a conclusão de mais uma iniciativa: o lançamento do IMAB11, o primeiro ETF de renda fixa lastreado em títulos públicos no mercado brasileiro, ação concebida no âmbito do projeto ID ETF do Banco Mundial, que escolheu o Brasil para implementá-lo de forma pioneira. O fato concretizou um longo trabalho do Tesouro Nacional que permitiu construir a infraestrutura regulatória, tributária e de mercado necessárias para que a indústria de ETF de renda fixa fosse possível no Brasil. Antes disso, o mercado brasileiro exibia obstáculos que impediam tanto a criação isolada de qualquer ETF de renda fixa, como a oferta dessa modalidade de investimento em larga escala.

O presente artigo narra os passos percorridos pelo Tesouro Nacional na execução deste projeto. O texto se divide em duas partes, além desta introdução e da conclusão. A primeira apresenta o produto ETF, algumas notas sobre o mercado internacional e as principais características do mercado financeiro brasileiro que explicam a motivação do Tesouro Nacional no desenvolvimento do ETF de renda fixa. A segunda descreve a execução do projeto, detalhando as etapas percorridas e o resultado alcançado, terminando por expor como parte da história do ETF no Brasil se tornou interligada ao histórico de ações do Tesouro Nacional.

## 2. O ETF no Mundo e no Brasil

Os *Exchange Traded Funds* (ETF), são fundos de investimentos frequentemente passivos que se diferenciam por terem suas cotas negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. No Brasil, denominado Fundo de Índice, as cotas de ETF são negociadas no pregão da B3 (antiga BMF&Bovespa), combinando características dos tradicionais fundos mútuos passivos referenciados em índices, com aquelas observadas nos ativos negociados em bolsa.

Um dos aspectos mais exclusivos dos ETFs é o mecanismo de criação e/ou resgate de cotas que permite a integralização e/ou destruição contínua de cotas e sua transformação direta na cesta de ativos que compõem a carteira. Trata-se do modelo *In Kind* (ou em espécie) de ETF, no qual o processo de criação ou integralização de cotas prevê a entrega ao gestor de uma cesta de ativos ou títulos financeiros que replicam o índice de referência, em troca de um lote mínimo de cotas do ETF. De forma similar, o processo de resgate ou destruição de cotas requer a entrega de pelo menos um lote mínimo de cotas ao gestor em troca de uma cesta de ativos financeiros que também compõem o índice de referência do fundo<sup>1</sup>. Esse processo é realizado

---

<sup>1</sup> Há também o modelo *In Cash* no qual a integralização e o resgate ocorrem via a entrega ou recebimento de moeda corrente nacional (e não de ativos), em troca do lote mínimo das cotas do ETF. Independente do modelo do fundo (*In Cash* ou *In kind*), a todo o momento é possível comprar e vender cotas do ETF no mercado secundário - bolsa de valores.

por um grupo específico de investidores institucionais, chamados de ‘participantes autorizados’, constituídos por corretores e/ou *dealers*<sup>2</sup>, frequentemente ‘formadores de mercado’ (*market maker*)<sup>3</sup>, credenciados na bolsa de valores e autorizados pelo gestor do fundo a fazer tais operações. Para que o modelo *In Kind* funcione, o gestor do ETF publica diariamente a chamada ‘cesta de criação’, que consiste na lista de títulos que objetiva receber e que replica parcial ou integralmente os ativos que compõem o índice de referência do fundo.

Para monitorar se o preço das cotas de ETF está refletindo corretamente o preço do conjunto de ativos do fundo, os investidores contam com a publicação do *Indicative Optimized Portfolio Value* (IOPV), ou Valor Indicativo Intradiário, em português, além de valor real ou justo dos ativos. Este indicador reflete o valor teórico da cota de ETF em um determinado instante, calculado de acordo com as quantidades dos ativos em carteira, multiplicadas pelos respectivos preços obtidos nas negociações mais recentes<sup>4</sup>. Sempre que o preço de negociação das cotas de ETF for superior ao seu IOPV abre-se uma oportunidade para explorar essa diferença (arbitragem entre o valor dos ativos subjacentes ao ETF e o da própria cota do fundo<sup>5</sup>), o que tem-se revelado crucial para manter o preço das cotas em um intervalo de variação estreito em torno do valor dos títulos subjacentes à carteira do fundo, facilitando o processo de descoberta de preços tanto para as cotas dos ETFs como para os ativos subjacentes (Hill, et al, 2018).

Esta mecânica, associada à diversificação das classes de ativos alvos do ETF, tornam esse tipo de fundo altamente flexível aos variados objetivos e estratégias de gestão, permitindo aos investidores alterarem rapidamente sua exposição à setores, países, *duration*, riscos de crédito e/ou de mercado. O leque de uso vai desde ajustes táticos e transitórios de carteira, como: adaptação a mudanças repentinas nas condições de mercado, equalização de caixa, transição entre gestores ou de estrutura de gerenciamento, processo de rebalanceamento comum aos fundos que replicam índices; até exposições centrais de longo prazo em ativos ou setores, além de usos mais avançados com a finalidade de *hedge* ou de posições ativas, em complemento ou substituição a derivativos. No exterior, tal gama de possibilidades tem gerado externalidades no ambiente financeiro que despontam como potencialmente benéficas também para o aperfeiçoamento do mercado brasileiro. Dentre aquelas, destacam-se<sup>6</sup>:

- **Incentivo natural ao processo de descoberta de preço:** a possibilidade de arbitrarem e a divulgação do IOPV incentivam a interação contínua entre investidores, abrindo espaço para um ambiente de negociação dinâmico e ideal para a determinação dos preços dos ativos.

- **Promoção da Liquidez:** por serem listadas em bolsa, as cotas dos ETFs são facilmente negociadas inúmeras vezes durante o horário do pregão, podendo ser vendidas a descoberto, combinadas com derivativos (opções), entre outros recursos usualmente disponíveis no universo das ações. Com isso, os ETFs exibem a chamada ‘camadas de liquidez’ representadas pela

<sup>2</sup> *Dealers* são: a) instituições financeiras que compram e vendem valores mobiliários para sua carteira própria; b) instituições financeiras selecionada pelo Banco Central do Brasil para participar de leilões de câmbio e operações compromissadas com vista a regular a liquidez do mercado; e/ou credenciada pelo Tesouro Nacional para atuar nas emissões primárias de títulos públicos e no mercado secundário. Ver Rudge (2003), Downes e Goodman (1993) e STN (2019a).

<sup>3</sup> Formador de Mercado ou *Market Maker* é profissional contratado que mantém oferta firme de compra e venda de determinado valor mobiliário negociado em mercado de balcão ou eletrônico para promover sua liquidez. *Dealer* é conhecido como *Market maker* no mercado de balcão e *specialist* na bolsa de valores. Ver Rudge (2003), Downes e Goodman (1993).

<sup>4</sup> Detalhes sobre o IOPV na página da B3 na internet (B3,2019).

<sup>5</sup> No modelo *In Cash*, semelhante aos fundos mútuos tradicionais, o mencionado processo de arbitragem é prejudicado.

<sup>6</sup> Para uma discussão mais detalhada ver, por exemplo, Hill et al (2018), Tucker e Laipply (2013) e Abner (2013).

liquidez das próprias cotas do fundo, num primeiro nível, e dos ativos subjacentes às cotas, num segundo nível, ambas constituindo canais de saída para o investidor.

- **Transparência:** nos principais mercados, as carteiras de ETF são publicadas diariamente em suas páginas na internet, além de perseguirem na sua maioria gestão passiva e aderente a um índice de referência<sup>7</sup>. Esse preceito é seguido no Brasil, onde a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) exige a publicação diária da composição da carteira do fundo<sup>8</sup>. Também por serem listados em bolsa, os ETFs são submetidos ao cumprimento de regras de divulgação e transparência inerentes a essa plataforma eletrônica de negociação.

- **Democratização:** as cotas de ETF em bolsa de valores coloca diferentes classes de investidores, independente do volume e/ou do horizonte de investimentos, sujeitos às mesmas taxas de administração e *spread* de compra e venda, aos mesmos preços, democratizando, portanto, o acesso ao fundo e, indiretamente, aos ativos subjacentes.

- **Baixo Custo:** os ETFs costumam apresentar custos mais baixos em relação aos fundos mútuos tradicionais, de estratégias ativas e aos *hedge funds*, diferença notadamente significativa para os investidores do grande varejo. Dentre as razões está o mecanismo de integralização e destruição de cotas que retira do gestor a necessidade de ir a mercado para adquirir ou se desfazer de ativos em função da entrada e saída de investidores. Com o menor giro dos ativos na carteira do fundo, menores os custos de gestão assumidos e socializados pelos investidores.

Essas características tornam o ETF um fator transformador do ambiente financeiro mundial e particularmente alinhado às demandas por transparência e flexibilidade que vêm norteando os principais mercados no período recente, pós crise de 2008. Isso tanto em resposta às novas exigências regulatórias quanto aos desafios trazidos pela conjuntura inaugurada de juros baixos e negativos em meio ao uso ampliado das políticas de *quantitative easing* no mundo<sup>9</sup>. Os números que apoiam a trajetória do ETF no plano internacional parecem corroborar esta visão.

## 2.1. Notas sobre o mercado internacional de ETF

O primeiro ETF foi lançado em 1993 pelo State Street Global Advisors com o nome de Standard&Poor's Depositary Receipts (SPDR), ou '*spider*', referenciado no índice Standard&Poor's 500. No início, a eficiência tributária representou uma das vantagens do ETF quando comparado aos fundos ativos<sup>10</sup> nos Estados Unidos (EUA), porém, o crescimento expressivo desse mercado se deu após a eclosão da crise de 2008, quando o aumento das

---

<sup>7</sup> Embora essa seja a política mais praticada no mercado de ETF, as legislações dos países diferem no tocante às exigências de publicação da carteira dos fundos. Nos Estados Unidos, por exemplo, a lei obriga os gestores de ETF ativos a divulgar suas carteiras completas todos os dias, o que faz deles um dos produtos mais transparentes do mercado. Ver Hill et al (2018).

<sup>8</sup> Ver Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002.

<sup>9</sup> A análise sobre as implicações da conjuntura global de juros em patamares historicamente baixos e até negativos em algumas nações, embora de suma importância e, por certo, com impactos cruciais para o mercado de ETF e o ambiente econômico-financeiro como um todo, extrapola o escopo e os objetivos deste artigo. Trata-se de uma discussão relevante e que merece ser explorada num trabalho com tal finalidade. Como sugestão de leitura, ver Praet (2018).

<sup>10</sup> Nos EUA, os ETFs são "eficientes em termos fiscais" porque em média distribuem menos ganho de capital do que os fundos mútuos, dado que a maioria tem gestão passiva e são *In kind*, logo, com menores compras e vendas de ativos em sua carteira.

exigências regulatórias e os custos de acessar o mercado de balcão motivaram os investidores a direcionarem seus investimentos para produtos com maior liquidez e transparência<sup>11</sup>.

Atualmente, essa modalidade de investimento representa, no mundo, dados de dezembro de 2019, US\$ 6,2 trilhões distribuídos em mais de 7,9 mil fundos. Nos EUA, os ETFs alcançaram quase US\$ 4,4 trilhões de ativos sob gestão, enquanto na Europa somam cerca de US\$ 1 trilhão. A taxa de crescimento anual global dos ativos sob gestão em ETF é de mais de 20% desde 2008 (ETFGLI, 2020 e ETFGLI, 2019a,b,c).

**Gráfico 1. Patrimônio Total Anual de ETF nos EUA e Europa (US\$ bi)**



Fonte: ETFGLI (2019 a,b e c) e ETFGLI (2020). Reprodução dos autores. \*Taxa de crescimento anual composta.

Com forte atração de fluxos financeiros, os ETFs têm alterado o ambiente de negociação de ativos e avançado sobre modelos consolidados de distribuição de fundos modificando o setor de investimento no mundo. Desde 2008, por exemplo, o crescimento do patrimônio global alocado em ETF tem superado o do investido em *hedge funds* - enquanto os primeiros atingiram US\$ 5,6 trilhões em ativos em 2019, os *hedge funds* somaram US\$ 3,2 trilhões ETFGLI (2019c). Na comparação com os fundos mútuos nos EUA, apesar do predomínio destes, a representatividade dos ETF não é desprezível - cerca de 22% do total de ativos da indústria de fundos, o qual alcança quase US\$ 20 trilhões (ICI, 2019a,b e 2020).

Em relação aos custos, cerca de 72% dos ativos em ETF nos EUA estão alocados em fundos com taxas anuais de administração abaixo de 0,7%. Na média, enquanto os fundos mútuos de ações cobram 1,42% ao ano, a taxa dos ETF é de 0,53% (ETF.com, 2020) e, segundo Weinberg (2019), esse menor custo dos ETF já ressoa nos demais mercados de fundos. De acordo com a ICI (2017), a taxa anual de administração média dos fundos mútuos de ações reduziu de 0,91% em 2005 para 0,63% em 2016 e, no caso dos fundos de renda fixa, de 0,69% para 0,51%.

Esse potencial transformador do ETF na direção de auxiliar na transparência do mercado, no processo de formação de preços e de incremento da liquidez dos ativos, no estímulo à concorrência da gestão de carteiras e na redução dos custos dos produtos de investimento orientou o interesse do Tesouro Nacional em promover essa inovação no mercado de renda fixa brasileiro e, assim, endereçar alguns das imperfeições do nosso mercado.

## 2.2. Notas sobre as características e imperfeições do mercado financeiro brasileiro

Quatro características marcam o mercado financeiro brasileiro: 1) preferência por ativos de renda fixa, em especial títulos públicos; 2) predomínio de instrumentos pós-fixados; 3)

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, BIS (2017) e a US Congress (2010).

popularidade dos fundos de investimento como canal de inversão de custo elevado; 4) baixa liquidez e fraca transparência do mercado secundário de ativos.

Analisando o estoque nacional de ativos financeiros, de um total de R\$ 8,9 trilhões, cerca de 74%, o equivalente a R\$ 6,6 trilhões, é composto por instrumentos de renda fixa, dentre os quais os títulos públicos predominam com 61% do estoque<sup>12</sup>. No tocante ao indexador, estima-se que, dentre os títulos privados, em média 86% dos títulos de emissão bancária e corporativos sejam referenciados na taxa dos Certificados de Depósito Interfinanceiro, ou taxa CDI<sup>13</sup>. No âmbito dos títulos públicos, o estoque de títulos pós-fixados responde por parcela relevante da dívida pública federal, qual seja, 38% indexada à taxa Selic<sup>14</sup> (STN, 2020).

Em relação ao canal de investimento, 54% dos investimentos do varejo ocorrem via fundos de investimentos, ao passo que 46% são aplicados diretamente em ativos mobiliários. A indústria de fundos administra próximo de R\$ 5,1 trilhões, sendo que os veículos de renda fixa representam a maior parcela do patrimônio total, 58%, cerca de R\$ 2,9 trilhões. Desse último, aproximadamente R\$ 1,03 trilhão (20% do total), estão reunidos em fundos de “duração baixa”<sup>15</sup> que englobam as estratégias de gestão baseadas em ativos de curtíssimo prazo e remunerados à taxa flutuante, CDI ou Selic. Em seguida, tem-se os fundos previdenciários de renda fixa que reúnem quase 16% daquele total, em torno de R\$ 797,1 bilhões (Tabela 1).

Sobre o perfil dos investimentos, os instrumentos de renda fixa representam o maior destino da indústria de fundos, quase 89% do patrimônio líquido (PL) sob gestão, ao passo que os ativos de renda variável respondem por 11%. Em detalhe, mais de 70% dos recursos em renda fixa são aplicados em títulos da dívida pública, sendo 22,7% via operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais, e 47,6% via aquisição direta<sup>16</sup> (Tabela 1).

<sup>12</sup> Elaboração dos autores a partir de dados da Anbima (2019c) e B3.

<sup>13</sup> O Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI) é título emitido por instituições financeiras para captar recursos de outras instituições financeiras. No jargão do mercado, diz-se taxa CDI ou apenas CDI à taxa de juros que remunera tais títulos. Ver Rudge (2003). Estimativas realizada pelos autores a partir de dados da Anbima (2019b). Dados de 2015 apontavam ainda o predomínio de 89% do estoque total de títulos privados indexados ao CDI (Anbima, 2015a).

<sup>14</sup> Selic - Sistema Especial de Liquidação e Custódia. A taxa Selic representa a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Selic para os títulos federais. Ver Circular Bacen nº 3.587, de 26 de março de 2012.

<sup>15</sup> Os fundos classificados como ‘Renda Fixa Duração Baixa’ buscam retornos investindo em ativos de renda fixa com *duration* média ponderada da carteira inferior a 21 dias úteis e/ou remunerados à taxa flutuante CDI ou Selic (Anbima, 2015b).

<sup>16</sup> Notar que as operações compromissadas oferecem retorno pós-fixado (risco juros de um dia) ou prefixado de curtíssimo prazo, ao passo que a maioria dos títulos públicos adquiridos diretamente são negociados em conjunto com contratos futuros de DI, a chamada ‘operação casada’, convertendo aqueles em LFTs sintéticas também de risco pós-fixado. Trata-se de uma prática comum na gestão de carteira no mercado brasileiro.

**Tabela 1. Patrimônio líquido (PL) dos Fundos de Investimento (FI) por classe/categoria de FI e Ativos**

PL Fundos por classe e categoria de FI	R\$ milhões	%	PL Fundos por Ativo	%
<b>Renda Fixa</b>	<b>2.962.787</b>	<b>58%</b>	<b>Renda Fixa</b>	<b>89%</b>
Renda Fixa Duração Baixa	1.031.139	20,1%	Tít. públ. federais	47,6%
Previdência Renda Fixa	797.117	15,6%	Op. Compromissada - lastro tít. públ. federais	22,7%
Renda Fixa Duração Livre	665.487	13,0%	Letras financeiras	6,7%
Renda Fixa Simples e Indexados	183.901	3,6%	Debêntures	4,3%
Outras categorias	161.991	5,6%	Direitos creditórios	1,9%
<b>Multimercados</b>	<b>1.086.033</b>	<b>21%</b>	CDB/RDB	1,4%
<b>Estruturados</b>	<b>536.053</b>	<b>10%</b>	Títulos imobiliários	1,1%
<b>Ações</b>	<b>417.460</b>	<b>8%</b>	Outros renda fixa	2,9%
<b>Outros*</b>	<b>117.164</b>	<b>2%</b>	<b>Renda Variável</b>	<b>11%</b>
<b>Total</b>	<b>5.119.497</b>	<b>100%</b>	<b>Total</b>	<b>100%</b>

\*Outros: Previdência Balanceados, Previdência Data-Alvo, Previdência Multimercados, Cambial e Offshore. Fonte: Anbima (2019b). Elaboração dos autores.

Na ótica de custo, analisando a taxa anual de administração dos fundos de renda fixa para os diferentes tíquetes mínimos de aplicação (gráfico 2), aqueles destinados ao público com faixa de aplicação mais baixa exibem custos significativamente mais elevados, com tais taxas historicamente superiores a 2,3%, enquanto nas demais faixas, as taxas oscilam em torno de 1%. Mesmo considerando apenas os fundos destinados ao público de maior renda, com aplicação mínima superior a R\$ 100 mil, tem-se taxas médias anuais próximas de 0,53%. Já os fundos com aplicações inferiores a R\$ 1 (um) ou livres, classificado como “relacionamento” no gráfico 2, a taxa de administração média superou o patamar de 3% ao ano em junho/2019. No universo dos fundos de ações, as médias das taxas anuais de administração gravitam em torno de 1,77% e 2,58%, de acordo com a aplicação mínima.

**Gráfico 2. Taxa de Administração Média por Tíquete de Entrada (% anual)**



Fonte: Anbima (2019d). Elaboração dos autores.

Obs.: Segundo a Anbima, ‘fundos de relacionamento’ são aqueles cujo valor mínimo de aplicação inicial é menor a R\$ 1 ou não possuem restrições.

Por fim, dados sobre a liquidez do mercado secundário de renda fixa no Brasil mostram que, no universo dos títulos públicos<sup>17</sup>, 14%, em média, do estoque de tais títulos, cerca de R\$ 577 bilhões, é negociado mensalmente no mercado secundário<sup>18</sup>, o chamado giro sobre o estoque, com padrões distintos entre os papéis prefixados. As Letras do Tesouro Nacional (LTN) exibem giro diário médio mais elevado, média de 2,4%, quando comparadas às Notas do Tesouro Nacional (NTN-F) e as Notas do Tesouro Nacional - Série B (NTN-B), média de 1,1% e 1,2% respectivamente, sendo os dois últimos títulos tradicionalmente emitidos como referência de

<sup>17</sup> Dados elaborados pelos autores a partir de dados do Banco Central do Brasil (BCB, 2020) - média 12 meses.

<sup>18</sup> Dados do secundário extragrupo, que reúne as negociações realizadas entre instituições não pertencentes ao mesmo conglomerado financeiro.

prazos mais longos pelo Tesouro Nacional. No quesito transparência, apesar de avanços recentes, atualmente apenas 8% do volume financeiro total transacionado mensalmente é negociado via plataforma eletrônica de negociação, comumente chamada de ambiente de negociação em tela. O volume majoritário das negociações continua a ocorrer no formato tradicional, via balcão, no qual a descoberta de preços é mais opaca.

### 2.3. Primórdios do ETF no Brasil

Os ETF constituem uma categoria ainda pequena no mercado brasileiro, com participação próxima de 0,4% do PL total da indústria de fundos, o equivalente a 3,9% do PL dos fundos de ações e apenas 0,1% dos fundos de renda fixa (Anbima, 2019b). A história dessa categoria pode ser dividida em duas etapas: uma primeira fase marcada pela concepção do produto limitado aos ativos de renda variável e pelo incentivo proporcionado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ao criar o primeiro fundo dessa natureza no país; uma segunda fase caracterizada pela extensão do produto ao segmento renda fixa, processo no qual o Tesouro Nacional exerceu papel-chave.

A primeira regulamentação do ETF no Brasil ocorreu em 2002 com a publicação pela CVM da Instrução Normativa nº 359, de 22 de janeiro de 2002, que disciplinou o ETF restrito ao segmento de renda variável. Dois anos mais tarde, em agosto de 2004, o lançamento do PIBB (Papéis de Índice Brasil Bovespa), resultado de uma parceria entre o Banco Itaú (atual Itaú Unibanco) e o BNDES, marcou o início da comercialização desse produto no país com um fundo referenciado no índice de ações IBrX-50 da B3.

Após o sucesso do PIBB, o volume de ativos sob gestão em ETF somente voltaria a crescer nos anos seguintes a 2008, com a entrada no Brasil de uma das maiores gestoras de ETF do mundo, a BlackRock, e a subsequente criação de três fundos de índices de renda variável, dentre os quais, o BOVA11, de maior sucesso, que replica o Índice Bovespa (Ibovespa) da B3 e que se tornou um dos maiores ETF do país com mais de R\$ 6 bilhões em ativos em 2019<sup>19</sup>.

A expansão dessa indústria nos anos seguintes permaneceu limitada ao segmento renda variável com a oferta de 14 novos fundos pelos gestores BlackRock, Itaú Unibanco, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil. Conforme será detalhado adiante, entre 2013 e 2018 várias ações coordenadas pelo Tesouro Nacional concorreram para mudar esse quadro e permitiram criar as bases para que o ETF de renda fixa pudesse ser operacionalizado no país. Com isso, o ano de 2018 testemunhou dois marcos: a escolha pelo Tesouro Nacional do gestor do que viria a se tornar o primeiro ETF lastreado em índice de títulos públicos e o lançamento, pela Mirae Asset Global Investment, do primeiro ETF de renda fixa no país. Ambos os fundos marcaram o início da comercialização de cotas de ETF de renda fixa na bolsa doméstica, estabelecendo um elo entre o mercado de renda fixa e o ambiente de negociação de ações - uma das maiores mudanças na história da indústria brasileira de fundos. Como se processou essa evolução é o tema das seções seguintes.

<sup>19</sup> Endereço eletrônico do BOVA11 na internet (BlackRock, 2019) - média dos últimos 60 dias apurados em 30/08/2019.

### 3. Passos da Experiência do Tesouro Nacional no Apoio ao ETF de Renda Fixa

O apoio do Tesouro Nacional ao mercado de ETF de renda fixa no Brasil se deu ao longo da execução do projeto *Issuer-Driven* ETF, ou ID ETF, do Banco Mundial. Concebido como uma iniciativa global, o projeto consiste em assegurar que a instituição responsável pela emissão de determinado conjunto de títulos (emissor) apoie a estruturação de ETF, de forma a aliviar as restrições de liquidez e a necessidade de alocação de capital inicial no momento da criação do fundo, melhorando assim a relação custo-eficiência e a viabilidade do produto. Cabe ao emissor, no âmbito do programa: (i) escolher o índice a ser perseguido pelo ETF; (ii) selecionar o gestor do ETF; (iii) emitir montante suficiente e predeterminado dos títulos subjacentes ao índice quando do lançamento do fundo; e (iv) apoiar a liquidez do mercado secundário de títulos<sup>20</sup>. O ID ETF foi implantado de forma pioneira no Brasil com o Tesouro Nacional na figura de emissor de títulos públicos e deve ser replicado em outras economias emergentes<sup>21</sup>. Antes de avançar, segue um breve relato do contexto que antecede este projeto.

Visando garantir suficiente foco para as ações voltadas ao desenvolvimento do mercado de títulos públicos, ao incentivo à liquidez dos papéis e à diversificação da base de investidores, objetivos calcados no Plano Anual de Financiamento (PAF) desde 2001, a Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública (CODIP) da Subsecretaria da Dívida Pública (SUDIP) promoveu, em 2003, um rearranjo institucional em sua estrutura criando a Gerência de Estratégia da Dívida Pública e Mercado Financeiro. Nesse contexto, e desde então, a SUDIP estreitou o relacionamento com outras áreas governamentais cujos objetivos abarcavam o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e a busca por uma distribuição mais eficiente dos recursos. Dentre as áreas governamentais pode-se mencionar a Receita Federal do Brasil (RFB), a Secretaria de Política Econômica (SPE) e a Secretaria Executiva (SE) do então Ministério da Fazenda, atual Ministério da Economia - (ME), o Banco Central do Brasil (Bacen), a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), a Superintendência de Seguros Privados (Susep) e a CVM, compondo o Grupo de Trabalho Mercado de Capitais (GTMK).

Como resultante, a SUDIP cumpriu ao longo da última década papel fundamental na apresentação e discussão de propostas sobre diferentes aspectos do mercado financeiro, com posterior compartilhamento e debates com participantes do mercado frequentemente liderados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima). Essa coordenação entre governo e mercado, ainda que informal, permitiu a realização de reformas com impactos relevantes no mercado de títulos públicos e de renda fixa. Longe de exaurir exemplos, pode-se mencionar a reforma do arcabouço tributário em 2004 e 2005 que instituiu o atual modelo de tributação decrescente associado ao prazo de vencimento para todos os instrumentos de renda fixa, a tributação e as regras de investimentos para fundos de previdência abertos e fechados, além da criação e aperfeiçoamento das debêntures de infraestrutura. É nesse ambiente que a proposta do Banco Mundial de apoio governamental ao desenvolvimento do mercado de ETF de renda fixa no Brasil surgiu alinhada aos objetivos do então Ministério da Fazenda, Tesouro Nacional e demais membros do governo.

<sup>20</sup> No caso brasileiro, o apoio à liquidez do mercado de títulos públicos já integrava as atividades do Tesouro Nacional, por meio, por exemplo, do programa de *dealers*, de modo que não houve a construção de um apoio específico à liquidez no âmbito do projeto ID ETF.

<sup>21</sup> Detalhes sobre o projeto ID ETF e a participação do Tesouro Nacional são encontrados em The World Bank Group (2012) e na página do Tesouro Nacional na internet (STN, 2019b).

### 3.1. Assinatura do Memorando de Entendimento

Antes da formalização do projeto ID ETF, o Tesouro Nacional percorreu um caminho de quase 2 (dois) anos, entre 2011 e 2013, de aprendizado sobre o produto ETF, então pouco desenvolvido no país e inexistente no mercado de renda fixa. Da parte do Banco Mundial, por se tratar de um projeto que carrega a marca do banco, foi necessária a aprovação do projeto pelo alto escalão (*Executive Directors Board*) do banco.

Cumpridas as etapas de aprendizado e de aprovação, a assinatura, em 05 de março de 2013, do Memorando de Entendimentos entre o presidente do Banco Mundial e o Ministro da Fazenda brasileiro formalizou a intenção de trabalho conjunto das partes em prol do objetivo comum.

### 3.2. Previsão legal para emissão direta do Tesouro Nacional ao fundo

O primeiro ponto a exigir a edição de dispositivo legal para implementação do projeto ID ETF no Brasil se refere às finalidades para as quais o Ministério da Fazenda está autorizado a emitir títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional. Em que pese a clareza de que os recursos emitidos diretamente ao fundo seriam utilizados para o refinanciamento da dívida pública, finalidade disposta na Lei nº 10.179, de 06 de fevereiro de 2001, e que tais títulos seriam emitidos a preço de mercado, o mecanismo de emissão a ser utilizado se diferenciava dos usuais procedimentos de leilões e de outras emissões diretas. Restava claro que não havia previsão legal específica para emissão direta de títulos para a constituição do fundo que se almejava.

Identificada a necessidade de alteração legal, optou-se por propor uma medida provisória que ao abrir a possibilidade de emissão direta ao fundo também trouxesse detalhamento mínimo do processo de seleção do gestor do fundo a ser criado. Para isso, dois desafios tiveram que ser enfrentados. O primeiro foi propor texto consistente com a lei geral de licitações e contratos (a Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993) e, ao mesmo tempo, disciplinar na medida provisória as especificidades da seleção em questão. A parceria entre o Tesouro Nacional, a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN) e a Superintendência de Administração do Ministério da Fazenda (SAMF) foi fundamental nesse momento.

O segundo desafio decorreu das diferentes funções de um gestor e de um administrador de fundos de investimento. Do ponto de vista formal e regulamentar, o administrador é o representante legal do fundo, sendo a figura responsável pela criação, manutenção, adequação e atendimento aos quesitos de transparência e operacionais do veículo, exercendo o papel de agente fiduciário dos instrumentos de investimento coletivo. O gestor, por sua vez, é o responsável pelos investimentos realizados pelo fundo, pelas decisões sobre quais ativos financeiros irão compor a sua carteira observando a política de investimento e regulamento do fundo. Na prática, a administração do fundo é usualmente feita dentro do mesmo conglomerado financeiro do gestor e, ainda quando não é o caso, os administradores cumprem papel operacional, por vezes com pouco poder decisório na criação, oferta, estratégia e gestão do ETF. Embora isso seja comum no mercado, o enquadramento no contexto jurídico não foi trivial, demandando diversas discussões com os procuradores do Ministério da Fazenda. Esclarecidos os papéis de cada ator, acordou-se em concentrar o processo de seleção na figura do gestor e sua técnica e preço, devendo o mesmo indicar a instituição para exercer a função de administrador, caso ele próprio não a exercesse.

O outro ponto complexo da ótica jurídicas estava em, uma vez que o Tesouro Nacional não realizaria qualquer pagamento à instituição gestora do fundo, explicar a necessidade de realização de um processo de seleção similar a uma licitação tradicional, no qual os quesitos técnicos se faziam extremamente relevantes e o fator custo tinha um papel estratégico. Isso porque era preciso garantir o caráter de ampla e livre concorrência do processo seletivo, porém sem perder de vista os riscos de se selecionar um gestor mais interessado em manter o *status quo* da já desenvolvida indústria de fundos de investimentos. Internamente no Ministério da Fazenda foi necessário construir conjuntamente com o corpo jurídico um processo de licitação no qual o selecionado não venderia um produto, nem tampouco um serviço ao governo licitante, mas deveria mostrar capacidade técnica e apresentar proposta de preço (taxa de administração do fundo) competitivo e condizente para gerir um produto inovador na sociedade brasileira e que contava com o benefício do apoio do Tesouro Nacional. Como resultado, a proposta de alteração da Lei nº 10.179, de 2001, foi materializada por meio da Medida Provisória nº 651, de 09 de julho de 2014, convertida na Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014. Nela, foi disciplinada uma modalidade de seleção similar ao convite, com critérios de avaliação 'técnica e preço' e inversão das fases de seleção e habilitação, respeitando os dispositivos da norma geral de licitações e contratos vigente no país de forma subsidiária.

### 3.3. Regulamentação do ETF de renda fixa pela CVM

A regulamentação original dos ETF no Brasil, inicialmente restrita ao segmento de renda variável, ocorreu em 2002 por meio da publicação pela CVM da Instrução Normativa nº 359. Em 2012, tendo em vista que havia demanda da indústria de fundos de investimento para alterações da referida instrução normativa, esta pauta entrou na agenda anual de prioridades da CVM e foi apresentada para o grupo de agentes governamentais participantes do GTMK, ocasião em que o apoio da CVM e de todo o grupo ao projeto ID ETF foi consolidado. A partir daí tem-se início uma longa e proveitosa parceria entre o Tesouro Nacional e a CVM para a construção conjunta da Instrução Normativa CVM nº 537, de 16 de setembro de 2013, a qual alteraria a instrução nº 359, de 2002, e disciplinaria o ETF de renda fixa no país.

Durante o desenho da proposta inicial de instrução que foi colocada em consulta pública, procedimento costumeiramente realizado pela CVM, o Tesouro Nacional realizou diversas reuniões na sede das duas instituições para detalhar e construir conjuntamente temas relacionados a criação, registro e distribuição do fundo, em especial a oferta das suas cotas. Também foi exaustivamente debatido quais índices poderiam ser utilizados pelos novos fundos e a composição de suas carteiras, incluindo questões relacionadas ao uso de derivativos, particularmente relevante para o caso brasileiro no que se refere aos contratos de juros futuros<sup>22</sup>. Com o apoio do Banco Mundial e da então BMF&Bovespa, foi preciso construir o escopo do papel dos diferentes agentes no ciclo de criação, destruição e negociação de cotas, tendo em vista que, diferentemente dos ETF de renda variável, o lastro dos ETF de renda fixa não tem sua negociação e liquidação executada em bolsa de valores, mas, no caso dos títulos públicos, no sistema Selic do Bacen, e dos demais títulos, na Cetip<sup>23</sup>.

Um ponto especialmente crítico era o uso de contratos de juros futuros pelos gestores dos fundos<sup>24</sup>. Ao considerar o precedente desfavorável observado nos mercados internacionais com

<sup>22</sup> Trata-se do Contrato Futuro de DI, instrumento amplamente utilizados pelos gestores de carteira no Brasil.

<sup>23</sup> A Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP) é uma central depositária que oferece os serviços de depósito, registro, negociação e liquidação de ativos financeiros, sobretudo, privados. Em 2017, esta foi incorporada à BM&F Bovespa dando origem à B3. Ver site B3 (2020c).

<sup>24</sup> Outro fator crítico não explorado nesse artigo foi o modelo de distribuição do fundo pensado no início do projeto frente às regras da CVM sobre a matéria.

a presença dos ‘ETFs sintéticos’<sup>25</sup>, estava claro na regulamentação a ser lançada que a intenção da CVM, apoiada pelos participantes de mercado e pelo governo, era proibir a criação de fundos sintéticos, inversos ou sem lastro físico. Cabe lembrar que a Instrução Normativa CVM nº 359, de 2002, já permitia o uso de derivativos na constituição de ETFs de renda variável, desde que limitado a determinado percentual de seu valor e sem gerar alavancagem. Nesse formato, a regulamentação final atendia o objetivo inicial de limitar o uso de derivativos e não permitir a criação de fundos sintéticos, porém deixava aberta a possibilidade da criação de fundos referenciados em índices de longo prazo, carregando na realidade risco (*duration*) de curto prazo. Bastava para isso que o gestor adquirisse os ativos de longo prazo em conformidade com o índice, mas reduzisse a exposição a risco de taxa de juros encurtando a carteira por meio da compra de contratos de juros futuros.

Apesar dessa questão, optou-se, ao fim, por não eliminar o uso de derivativos enquanto ferramenta de gestão de risco e liquidez, tendo em vista que caso um gestor optasse pelo uso desses instrumentos para fins mais amplos de modo alterar a exposição da carteira, seria de se esperar a ocorrência de desvios significativos da rentabilidade do ETF em relação ao seu índice (*tracking error*), o que já era punido pela Instrução Normativa CVM nº 359, de 2002. Nesse último ponto, foi importante a participação do Tesouro Nacional e da Anbima advogando para que os limites de desvios permitidos para os ETFs de renda fixa fossem inferiores aos estabelecidos para os ETFs de renda variável, dadas as diferentes características dos ativos subjacentes dos fundos nos dois mercados, diferenciação acatada na instrução normativa.

### 3.4. Desenho do modelo tributário

Talvez a questão mais desafiadora para a criação do ETF de renda fixa no Brasil tenha sido a tributação. Embora na regulamentação e na legislação tributária brasileira não haja definição clara do que é um ativo mobiliário de renda fixa, as características do ETF que se pretendia desenvolver se assemelhavam as de fundos de investimentos de renda fixa, mais precisamente as de fundos atrelados a índices de renda fixa. Por outro lado, as normas tributárias brasileiras diferenciam os ativos mobiliários entre ativos negociados em bolsa e ativos negociados fora de bolsa, o que deixava as cotas do ETF de renda fixa no meio do caminho: risco de ativos de renda fixa, usualmente negociados em mercado de balcão, porém negociadas em bolsa.

Ainda que por suas características de exposição a risco fosse natural que os ETF de renda fixa adotassem tributação semelhante à aplicada aos fundos mútuos de renda fixa tratada no art. 6º da Lei nº 11.053, de 29 de dezembro de 2004, o modelo de alíquotas decrescente de acordo com o prazo de carregamento do investimento conflitava diametralmente com as principais características dos ETF, sobretudo ter suas cotas negociáveis - por gerar um desincentivo à negociação quando o objetivo era exatamente o contrário: estimular a liquidez desse ativo mobiliário e secundariamente dos lastros subjacentes<sup>26</sup>. Cabe lembrar que os ETF de renda fixa permitem duas formas de saída aos cotistas: o resgate e a alienação das cotas, sendo que o resgate pode se dar em ativos ou em moeda corrente. Por permitir aos cotistas saírem da aplicação sem a necessidade de realização de venda dos ativos subjacentes pelo

<sup>25</sup> ETFs Sintéticos são fundos que sintetizam o retorno dos ativos referenciais por meio da compra de contratos derivativos, ao invés dos ativos que compõem o índice de referência.

<sup>26</sup> A motivação em 2004 para o governo instituir a tributação decrescente por prazo de carregamento para fundos e ativos de renda fixa era o fomento ao alongamento das aplicações feitas por investidores pessoa física e pessoas jurídicas não financeiras. Esse alongamento se daria, no caso dos fundos, pela maior propensão dos gestores a alongarem suas carteiras visto que estariam menos sujeitos a saques frequentes de curto prazo, diante do desincentivo criado aos cotistas para tal.

gestor no mercado secundário, o desincentivo posto pela tributação decrescente pouco serviria, no caso dos ETFs, para incentivar os gestores a alongarem a carteira dos fundos, especialmente se tratando de fundos passivos, e ainda imporia grande barreira à negociação de suas cotas.

Anteriormente ao projeto ID ETF, a equipe do Tesouro Nacional e do Ministério da Fazenda já havia se debruçado na busca de um modelo tributário que pudesse substituir a lógica de alíquotas decrescente de acordo com o prazo de carregamento, ciente de que o arcabouço atual, se não gerava distorções significativas, era complexo e limitado para o propósito de alongamento dos ativos. O modelo apreciado nas discussões internas e com participantes do mercado tomava emprestado o conceito de prazo médio da carteira já existente na definição de fundos de curto e longo prazo no arcabouço tributário atual<sup>27</sup> e estipulava alíquotas decrescentes não de acordo com o prazo de carregamento das aplicações de renda fixa, mas com o prazo efetivo do ativo ou, no caso de fundos de investimento, do prazo médio de repactuação da carteira (conceito similar a *duration*).

Nesse modelo, alternativamente ao prazo médio da carteira, seria considerado o indexador e o prazo médio de repactuação do fundo, o que significa que o prazo de carregamento deixaria de ter qualquer papel. Por outro lado, ativos flutuantes (e ativos flutuantes sintéticos construídos pela conjugação de ativo e derivativo) seriam considerados pelo prazo de repactuação de suas taxas ou pelo prazo de 1 (um) dia no caso da taxa Selic ou qualquer outra taxa *overnight*. Essa alteração perseguiria de forma mais ambiciosa não apenas o alongamento dos ativos no mercado brasileiro de renda fixa, mas sua desindexação a referenciais de curtíssimo prazo, ainda dominante no cenário atual. A opção de estabelecer três alíquotas distintas ao invés de quatro se justifica pela intenção de simplificação, sem perder de vista o objetivo de não causar desbalanceamento comparativo com os fundos de investimento tradicionais. A tabela 2 resume os dois modelos e traz, no caso dos ETF, a alíquota de 25% para os fundos que sigam índices de curto prazo, visando um incentivo mais pronunciado ao alongamento.

Tabela 2. Tributação decrescente de acordo com o prazo médio de carregamento e de repactuação

Prazo de carregamento	Alíquotas		Prazo médio de repactuação	Alíquotas
	Ativos e Fundo Longo Prazo	Fundo Curto Prazo		
0 - 180 dias	22,5%	22,5%	0 - 180 dias	25%
181 - 365 dias	20%	20%	181 - 720 dias	20%
366 - 720 dias	17,5%		acima de 720 dias	15%
acima de 720 dias	15%			

Fonte: Lei nos 11.033, de 2004, Lei nº 11.053, de 2004 e Lei nº 13.043, de 2014. Elaboração dos autores.

Entre 2011 e 2015 o modelo de prazo médio de repactuação foi largamente discutido pelo GTMK e participantes de mercado, mas a sua implementação ampla não foi possível diante de preocupações operacionais e de mercado, especialmente no tocante ao tratamento do estoque existente de investimento de renda fixa e do desafio de aplicar de forma balanceada o modelo para fundos de investimento e para compra direta de ativos. Todavia, o conceito foi introduzido para a tributação dos ETFs de renda fixa pela Lei nº 13.043, de 2014, com pouco potencial para

<sup>27</sup> Conceito utilizado para delimitar aos fundos com carteira de prazo médio inferior a 365 dias a aplicação de alíquotas de 22,5% e 20%, a depender do prazo de carregamento das cotas, enquanto aos fundos de longo prazo se aplica as alíquotas de 17,5% e 15%, quando as cotas forem carregadas por prazos superiores a 1 (um) e 2 (dois) anos, respectivamente.

gerar distorções no estoque dos fundos por se tratar de um mercado novo e de fundos passivos, cuja escolha do índice, que vincula a tributação do fundo<sup>28</sup>, está a critério do gestor.

De forma resumida, a tributação específica dos ETF de renda fixa no Brasil prevê alíquotas decrescentes de acordo com o prazo médio de repactuação da carteira do fundo - quando este prazo é superior a 720 dias, a alíquota de 15%, mesma da renda variável, é aplicável desde o primeiro dia de negociação. Neste modelo não há cobrança semestral do imposto de renda via redução de cotas (o popular 'come-cotas') como ocorre no âmbito dos fundos de investimento tradicionais. Por outro lado, não há alguns benefícios típicos da comercialização de ativos em bolsa, entre os quais, a isenção para vendas mensais em bolsa abaixo de R\$ 20 mil - limite apenas aplicado aos ativos de renda variável - e também não há compensação de prejuízo para fins tributários entre as cotas do ETF de renda fixa e outros ativos negociados em bolsa. Diferentemente da comercialização de ações, o tributo do ETF de renda fixa é cobrado na fonte, sendo a corretora intermediária a responsável pelo recolhimento do imposto na negociação das cotas, o que traz simplificação para o investidor.

Aspectos tributários relacionados ao uso de derivativos na composição do fundo também foram objeto de normatização. Uma vez que a Instrução Normativa CVM nº 537, de 2013, manteve aberta a possibilidade de uso de derivativos como ferramenta de gestão de risco e liquidez suficientemente ampla para alteração da exposição a taxa de juros refletida pelo índice, a Lei nº 13.043, de 2014, estabeleceu que os ETFs de renda fixa que apresentem menos do que 75% de sua carteira em ativos financeiros que integrem o índice de referência estarão sujeitos a alíquota punitiva de 30%.

Para endereçar os inúmeros detalhes técnicos e operacionais inerentes à implantação deste modelo tributário, o Tesouro Nacional foi elemento-chave liderando as discussões nas diferentes frentes sobre o tema. Outros aspectos discutidos ao longo do processo não serão tratados em detalhes neste artigo, podendo ser objetos de publicação futura. Três deles são apenas listados para conhecimento do leitor: (i) agente responsável pelo recolhimento do imposto de renda quando da alienação e resgate de contras; (ii) forma de aferir o prazo de repactuação do fundo para definição da alíquota tributária a ser aplicada quando da negociação ou resgate das cotas - debate conhecido por 'modelo filme ou modelo foto'; (iii) adaptação das regras de cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 30 dias aplicado na negociação das cotas de ETF de renda fixa.

### 3.5. Adaptação do sistema envolto à negociação em bolsa

Em razão das diferentes características dos ativos subjacentes aos ETFs de renda variável e de renda fixa, distinções operacionais não são menores e precisaram ser cuidadosamente tratadas antes do lançamento de um ETF de renda fixa. A primeira delas está nas centrais de custódia e liquidação desses ativos subjacentes. No Brasil, as ações que compõem os ETFs de renda variável, assim como as próprias cotas desses fundos, são custodiadas, negociadas e liquidadas na bolsa de valores, a B3. Por outro lado, os títulos públicos que lastreariam os ETFs

<sup>28</sup> Além do ETF, quando da revisão das regras de investimento das entidades abertas de previdência complementar (EAPC) em 2015, identificou-se que o modelo de prazo médio de repactuação poderia ser pioneiramente aplicado, mas como uma regra de cumprimento compulsório, gradualmente implementada. A decisão, instituída por meio da Resolução CMN nº 4.444, de 13 de novembro de 2015, se baseou na verificação do curtíssimo prazo das carteiras dessas entidades, apesar da regra existente de tributação decrescente de acordo com o prazo médio de carregamento ainda mais rígida do que a utilizada para os fundos de investimentos tradicionais, associada a benefícios tributários adicionais. Esta regra tributária foi posteriormente descontinuada por distorções identificadas no mercado de títulos públicos de longo prazo.

de renda fixa são custodiados e liquidados no sistema Selic do Bacen, negociados em sua grande maioria no mercado de balcão enquanto as cotas desses ETFs seriam negociadas na B3. Essa diferença por si só, associada ao ciclo de liquidação das negociações (D+1 para títulos públicos e D+3 para ações), justificaram uma série de adaptações no sistema da B3, na interação desses sistemas com as corretoras e na coordenação com o Selic.

Em outro ponto distinto, os ETFs, como se sabe, podem ter suas cotas negociadas diretamente entre investidores, sem a necessidade de participação do sistema Selic na liquidação dos ativos subjacentes. Contudo a criação e a destruição dessas cotas geram um ciclo operacional distinto e de maior complexidade que envolve a plataforma Selic. Com isso, o correto registro e a manutenção dos detentores das cotas, e em última instância dos títulos, requereu ajustes nos sistemas de todo o ecossistema envolto à B3 - corretoras, administradores e Selic - inclusive, para fins tributário<sup>29</sup>.

Também em virtude do mercado secundário de cotas, a correta precificação diária e intradiária das cotas dos ETFs e seus ativos subjacentes, requereu coordenação para que a comunicação e a troca de informações entre as instituições acima mencionadas, além da Anbima e outros agentes financeiros como formadores de mercado e participantes autorizados, estivessem funcionando devidamente antes do início da negociação dos novos ETFs.

### 3.6. Alteração da política de investimento das entidades e regimes de previdência

Assim como na experiência internacional, esperava-se que a base de investidores dos novos ETFs de renda fixa fosse diversificada, ainda que o crescimento da participação de cada um dos grupos pudesse se dar em momentos distintos. Dentre esses investidores, as entidades de previdência poderiam apresentar demanda significativa pelos ETFs de renda fixa, sobretudo por exibirem a composição das carteiras fortemente dominada por títulos públicos federais e, em alguma medida, por ativos de médio e longo prazo. As NTN-B, por terem seu valor de principal corrigidos pela inflação (Índice Nacional de Preços Ampliado - IPCA), apresentam bastante aderência com um dos principais objetivos da poupança previdenciária que é a manutenção do poder de compra dos recursos investidos.

Isto posto, o Tesouro Nacional, em parceria com a SPE, liderou ações para promover alterações nas resoluções que regulamentam a política de investimento das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), das Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) e dos Regimes Próprios de Previdência Complementar (RPPS) visando permiti-las investir em ETF de renda fixa, em especial os lastreados em títulos públicos. Cabe lembrar que todas elas já tinham autorização para investir até 100% de suas carteiras em títulos públicos federais, incluindo a utilização de fundos de investimento (respeitadas as devidas restrições de concentração). No caso das EFPC, a Resolução CMN no 4.449, de 2015, introduziu a possibilidade de aplicação integral dos recursos da entidade em ETFs de renda fixa, desde que os fundos sejam exclusivamente compostos por títulos públicos da dívida mobiliária federal interna. No caso de ETFs compostos também por ativos de crédito privado, o limite se reduz para 80%, percentual que seguiu a lógica então vigente para aquisição direta de ativos. Importa destacar que as EFPC adotam metas atuárias que servem tanto como taxa de desconto das obrigações futuras para fins de apuração do déficit ou superávit anual, como referência de rentabilidade

<sup>29</sup> A possibilidade de comercializar as cotas dos ETF em bolsa altera o padrão de escrituração dos fundos de renda fixa tradicionais, gerando impactos operacionais e tecnológicos não desprezíveis para os administradores, bem como para a geração e transmissão tempestiva das informações sobre os detentores das cotas num ambiente de rotatividade de detentores. Isso exigiu modificações nos sistemas e nos fluxos operacionais da B3, corretoras e administradores dos fundos.

a ser perseguida pelos fundos da entidade. A Resolução CNPC nº 15, de 19 novembro de 2014, atualmente consolidada na Resolução CNPC nº 30, de 10 outubro de 2018, trouxe a regulamentação das metas atuariais das EFPC em torno de taxas de juros reais representadas pelas NTN-Bs considerando o prazo médio dos passivos de cada entidade, regramento que incentiva as EFPC a deterem carteira de NTN-Bs com prazo médio próximo ao prazo médio de suas obrigações.

Na prática, e sem perder de foco os ETFs de renda fixa, embora o objetivo da regra seja permitir que as metas atuariais guardem consistência com as taxas de juros reais da economia, ela cria demanda para os títulos públicos indexados ao IPCA. Com isso, os ETFs de renda fixa atrelados a índice composto por NTN-B tendem a ser atrativos para as EFPC, sobretudo se as cotas de tais fundos apresentarem liquidez suficiente para viabilizar ajustes de carteiras que não são facilmente realizados via fundos de investimento ou diretamente via os títulos em questão.

Diferentemente das EFPC, as EAPC não adotam metas atuariais e possuem carteira de investimento muito similar aos fundos de investimento tradicionais, tendo em vista as características flexíveis de resgate e os benefícios fiscais deste segmento. Entretanto, a regulamentação da política de investimento das EAPC no tocante aos limites de exposição a diferentes riscos se assemelha bastante à Resolução CMN que rege os investimentos das entidades fechadas. A Resolução CMN no 4.444, de novembro de 2015, autoriza que as EAPC invistam a totalidade de suas reservas em ETFs compostos integralmente por títulos e créditos securitizados de responsabilidade do Tesouro Nacional. No caso de ETFs cuja carteira disponha de títulos privados, o limite autorizado se reduz para 50% das reservas, ainda sob a condição de que o prazo médio de repactuação (*duration*) dos fundos seja igual ou superior a 180 dias, exigência que refletia a preocupação do Ministério da Fazenda de que as carteiras das EAPC apresentassem prazo consistente com as características previdenciárias esperadas para seus ativos em contrapartida aos benefícios fiscais a elas concedidas.

Assim como os investimentos das EFPC e EAPC, a política aplicada aos RPPS é regulada por Resolução CMN. Antes do projeto ID ETF, o Tesouro Nacional já possuía longo histórico de atuação junto a esses regimes de modo a estreitar a comunicação e auxiliar na educação dos seus gestores no tocante à realização de investimentos de baixo risco e prazos consistentes com seus passivos. Nessa linha, em 2009 a Resolução CMN no 3.922, de 24 de setembro de 2009, estipulou que das aplicações dos RPPS em fundos de investimento 70% deveria se dar em fundos que seguissem índices de renda fixa não atrelados à taxa de juros de 1 (um) dia. Pode-se dizer que esse foi um dos primeiros passos idealizados pelo Tesouro Nacional na consolidação dos Índices de Mercado da Anbima (IMA) como alternativa para taxas de referência *overnight* como o CDI e a taxa Selic.

Alterações posteriores na Resolução no 3.922, de 2009, levaram a um modelo de regulamentação mais próximo da estrutura adotada para as EFPC e EAPC, mantendo-se, porém, o incentivo à aplicação em fundos e ativos que seguissem índices de referência de renda fixa de médio e longo prazos. A partir de outubro de 2017, a resolução também passou a permitir a aplicação da integralidade dos ativos dos RPPS em ETF de renda fixa compostos exclusivamente por títulos públicos federais, operações compromissadas lastreadas nesses títulos, porém desde que o índice adotado não reflita a variação da taxa de juros de 1 (um) dia. O limite de 100% se reduz para 60% no caso de ETFs compostos por outros ativos de renda fixa adicionalmente aos papéis públicos, mantida a exigência de não seguir a taxa de juros *overnight*. O limite de 40% se aplica aos demais ETFs de renda fixa que não respeitem qualquer exigência de composição ou prazo, e tão somente a regulamentação em vigor da CVM.

Em resumo, as regulamentações das políticas de investimento das EFPC, EAPC e RPPS, trazem características em comum: consideram o risco ao qual seus participantes estão expostos relacionados aos ativos que compõem os fundos de investimento e não aos veículos em si, razão pela qual se permite a aplicação de até 100% dos recursos em ETFs de renda fixa cujas carteiras sejam exclusivamente compostas por títulos públicos federais. Esse entendimento foi construído ao longo de todo o processo de desenvolvimento do projeto ID ETF por meio da atuação direta do então Ministério da Fazenda e do Tesouro Nacional junto aos reguladores e regulados, de modo que essas entidades previdenciárias pudessem se beneficiar de um novo instrumento a ser lançado no mercado que se alinha com as diretrizes de gestão da dívida pública e, o mais importante, fornece flexibilidade, transparência na negociação e mais opções de investimento para esse importante grupo de detentores de títulos públicos. Note-se que todas as inclusões dos ETFs de renda fixa como elegíveis para aplicação dos recursos dos participantes das entidades previdenciárias se deram no período de desenvolvimento do ID ETF capitaneadas pelos esforços do Tesouro Nacional em construir todas as condições necessárias para o lançamento e negociação de um ETF de renda fixa.

### 3.7. Revisão do acordo com a Anbima para adequação dos índices IMA

Quando em 2005 a Anbima criou os Índices de Mercado Anbima (IMA)<sup>30</sup> para refletir a variação das taxas dos títulos públicos em mercado, a Associação e o Tesouro Nacional assinaram um Acordo de Cooperação Técnica delineando regras para a colaboração, fluxo de informações e uso do índice e seus subíndices. O desenvolvimento de índices de mercado refletindo diferentes prazos e riscos sempre esteve entre as necessárias medidas para o desenvolvimento do mercado secundário de títulos de modo a criar referenciais de renda fixa alternativos ao amplamente utilizado CDI, formado por operações no mercado de dinheiro (*money market*) *overnight* fora do Selic. Passada mais de uma década desta criação, os IMAs são adotados por um número crescente de fundos de investimentos passivos sendo os principais referências no mercado doméstico.

Desde a assinatura do Acordo de Cooperação Técnica em 2005 foi acordado que o Tesouro Nacional enviaria diariamente à Anbima dados atualizados do estoque de todos os títulos da dívida doméstica capturados nos índices da Associação, assim como os Valores Nominais Atualizados (VNA) para os papéis flutuantes. Em contrapartida, a Anbima criou uma estrutura para o recebimento das taxas referenciais dos títulos públicos negociadas no mercado secundário por diversas instituições financeiras e desenvolveu modelos para o tratamento dessas informações, procedendo com a publicação dessas taxas e dos correspondentes índices das carteiras teóricas representadas por diferentes grupos de títulos públicos<sup>31</sup>.

Naquele momento, a utilização dos índices pelos gestores de fundos de investimento seria gratuita visando fomentar a adoção desses referenciais alternativos e, conseqüentemente, o mercado secundário de ativos de renda fixa. A criação dos ETF de renda fixa abriu uma oportunidade de remuneração para a Anbima pela geração e publicação permanente do IMA e seus subíndices, além da decisão por parte do Tesouro Nacional de que o ID ETF seria referenciado em um desses índices já consolidados e com ampla utilização no mercado

<sup>30</sup> O IMA-Geral e seus subíndices refletem a composição da Dívida Pública Mobiliária Federal interna e são os primeiros índices de títulos públicos do país. Detalhes sobre os índices e subíndices ver Anbima (2019a) e Anbima (2016).

<sup>31</sup> Com o crescente patrimônio administrado por fundos que adotaram os IMAs como *benchmark*, as regras de balanceamento dos índices tiveram que ser aperfeiçoadas ao longo do tempo, sempre em diálogo entre a Anbima e o Tesouro Nacional, para evitar que mudanças de composição gerasse a necessidade de compra e vendas abruptas de ativos pelos gestores de carteira, com potencial de causar impacto indesejado nos níveis das taxas dos títulos no mercado secundário.

brasileiro. Por outro lado, havia a preocupação de não causar danos à crescente tendência de utilização desses índices por fundos de investimento tradicionais ou gerar incremento de custos para os fundos que já os adotavam como *benchmarks*. Nesse contexto, decidiu-se pela revisão do Acordo de 2005 entre Anbima e o Tesouro Nacional estabelecendo que a utilização do IMA e seus subíndices por fundos de investimento tradicionais permaneceria gratuita, ficando, contudo, facultada a cobrança por parte da Anbima para adoção dos referenciais por ETF.

Dentre os subíndices do IMA, havia ainda o receio de que o IRFM pudesse apresentar prazo médio de repactuação inferior a dois anos em caso de encurtamento da carteira de títulos prefixados emitidos pelo governo, tornando um eventual ETF nele referenciado menos atrativo tributariamente. A Anbima em conjunto com o Tesouro Nacional trabalhou para mitigar esse problema e, após analisar diferentes alternativas metodológicas, optou pela criação de um novo IRFM P2 que também representasse a carteira de todos os títulos prefixados emitidos pelo Tesouro Nacional, porém com um piso para o prazo médio de repactuação de 2 (dois) anos, garantido por regra de redistribuição automática dos pesos dos papéis no índice. Com isso os novos ETFs que queiram adotar este índice não ficam sujeitos ao desenquadramento passivo e os fundos tradicionais que já adotavam o IRFM original também não são impactados por eventual mudança de regra com o “jogo em andamento”.

Outra tarefa desenvolvida pela Anbima foi a construção do IOPV, comentado antes, que além de uma referência para a negociação de cotas de ETF, tem papel regulamentar relevante no arcabouço que norteia a precificação das cotas de modo a dar transparência aos investidores.

### 3.8. Acordo de Colaboração entre o Ministério da Fazenda e o Banco Mundial

O Memorando de Entendimentos assinado entre o Ministério da Fazenda e o Banco Mundial consolidou, na ocasião, a intenção de desenvolver conjuntamente a ideia de fomentar o mercado de ETF de renda fixa no Brasil. Após essa assinatura teve início a fase de maior complexidade uma vez que os termos do subsequente Acordo de Colaboração definiriam efetivamente as responsabilidades de cada parte - Tesouro Nacional e Banco Mundial - e, para tanto, precisavam respeitar os requisitos da legislação brasileira, mas também cumprir a regulamentação interna daquele banco e o seu regramento definido para o produto ID ETF. Entre os detalhes a serem acordados e registrados, estava a taxa exigida pelo Banco Mundial para utilização pelo fundo do logotipo *ID ETF*. Tal taxa não seria cobrada do Tesouro Nacional, o qual não teria custo adicional além do tempo de seus servidores dedicados ao projeto, mas sim da instituição financeira selecionada para a gestão do fundo. Embora simples, isso levantou uma série de questões legais e regulamentares.

Acordou-se a cobrança de 0,01% (um centésimo por cento) calculado anualmente sobre o patrimônio administrado do fundo.

### 3.9. Elaboração do Edital

A construção do Edital do processo seletivo para a escolha da instituição gestora do ID ETF (gestor) foi desafiadora, uma vez que este único documento deveria conciliar as especificações técnicas do projeto e a base legal de uma contratação pública inovadora, desenhada especificamente para o produto. Por um lado, as especificações técnicas deveriam estar alinhadas com os objetivos de gestão da dívida pública do Tesouro Nacional e com os requisitos do Banco Mundial estabelecidos no Acordo de Colaboração. Por outro lado, a base legal exigia o atendimento ao rito de contratação estabelecido na Lei nº 10.179, de 2001, no

Decreto nº 8.746, de 05 de maio de 2016<sup>32</sup> e, os aspectos não regulados por esses dispositivos, deveriam observar a Lei nº 8.666, de 1993, de licitações públicas, sem esquecer as recomendações exaradas nos pareceres da PGFN ao longo da estruturação do projeto<sup>33</sup>.

Para a redação dos termos do edital foi imprescindível o apoio permanente da equipe de contratações da Subsecretaria de Planejamento, Orçamento e Administração (SPOA) do Ministério da Fazenda que, por meio de reuniões e debates periódicos, orientou a equipe do Tesouro Nacional sobre a estrutura do documento e sobre os requisitos mínimos a constarem num edital público, desenvolvendo o documento em estreita parceria<sup>34</sup>. A contratação exigia requisitos de técnica e preço que a aproximavam da modalidade de ‘concorrência’ estabelecido pela Lei 8.666, de 1993, ainda que a Lei nº 10.179, de 2001 estabelecesse um rito de contratação simplificada por meio da modalidade própria de um “convite” e com inversão das fases de seleção e habilitação dos candidatos<sup>35</sup>.

Definida a estrutura legal do documento, iniciou-se a construção do núcleo central do edital, o Projeto Básico que tomaria a forma do anexo I do referido edital. Este documento serviria como um manual detalhado das ações a serem realizadas pelo gestor selecionado ao longo de todas as etapas de criação, oferta, gestão e administração do ID ETF, bem como detalharia as regras e os requisitos para a participação no processo seletivo em comento. Derivado deste Projeto Básico, ter-se-ia a minuta do contrato a ser celebrado entre a União e o gestor contendo todas as especificações e a forma de execução do objeto contratual, as obrigações das partes, além das sanções por eventual descumprimento dos termos contratuais, entre outros.

O primeiro aspecto estabelecido no projeto básico foi o objeto da contratação que se diferenciava das licitações tradicionais uma vez que o Tesouro Nacional não seria cotista do fundo, não seria responsável pela gestão do produto, nem haveria pagamento ou garantia do Tesouro Nacional de qualquer ordem para o futuro gestor, para o fundo ou cotistas. Considerando o escopo do apoio do Tesouro Nacional e do Banco Mundial, a especificação do objeto ficou como se segue: “*Este Projeto Básico tem como objeto a seleção de um Gestor, que juntamente com o Administrador por ele indicado, deverá realizar a constituição, a estruturação, o lançamento, a promoção, a gestão, a administração e a manutenção do ID ETF, Fundo de Índice apoiado pela STN e pelo BIRD*” (Item 4, Anexo I, Edital STN do Processo Seletivo nº 01/2018).

Na sequência, foi definido o índice de referência do ID ETF, ocasião em que o Tesouro Nacional priorizou dois aspectos centrais. Primeiro, a aderência do índice às diretrizes de financiamento da dívida pública federal divulgadas anualmente no PAF. Segundo, o histórico do índice no mercado financeiro, visto que um referencial amplamente difundido no mercado conferiria maior atratividade ao fundo, fomentando a demanda por suas cotas e contribuindo indiretamente para a melhoria do mercado secundário de títulos públicos. O índice escolhido foi o IMA-B da Anbima que representa a evolução, a preços de mercado, da carteira teórica composta por todas as NTN-B emitidas pelo Tesouro Nacional em mercado, títulos públicos

<sup>32</sup> O art 3º-A da Lei 10.179, de 2001, dispõe que o processo seletivo para indicação do gestor de ETF deve respeitar a realização de seleção na modalidade convite, de acordo com os critérios, condições e prazos a serem estabelecidos em ato do Poder Executivo. Este ato foi efetivado no Decreto nº 8.746, de 2016, com as regras para a seleção do Gestor do ID ETF.

<sup>33</sup> Cada etapa do projeto ID ETF contou com a avaliação e orientação jurídica da PFGN formalizados por meio de pareceres.

<sup>34</sup> Agradecimento especial aos servidores Idenes Cesar Toledo Silva e Hernani Marchioretto da Silva pelo suporte nesta etapa.

<sup>35</sup> Todos os documentos que compõe o Edital estão disponíveis na página do Tesouro Nacional na internet (STN, 2019b).

indexados ao IPCA. Com prazo médio em torno de nove anos, a venda da carteira desse índice contribuiria para o alongamento do estoque de títulos públicos, visto o prazo médio desse estoque de aproximadamente quatro anos (STN, 2020).

Após a definição do objeto e a escolha do índice, teve início a construção de dois blocos principais do projeto básico: 1) as especificações técnicas que norteiam a execução do objeto; e 2) o regramento do processo seletivo com a definição dos critérios de classificação e de habilitação das instituições. No primeiro bloco, as especificações foram organizadas de acordo com as fases de execução do objeto. Foi estruturado um conjunto de disposições para a etapa de lançamento que versava, por exemplo, sobre a denominação do produto e as regras de identidade visual, o formato da oferta pública das cotas do ETF no mercado, as condições para a emissão direta de títulos pelo Tesouro Nacional, os prazos para o lançamento do fundo em mercado, a exclusividade do apoio do Tesouro Nacional, entre outros. Noutro conjunto, foram estabelecidas as exigências para a etapa posterior, a fase de gestão e funcionamento do ID ETF, reunindo, entre outros, as exigências de divulgação de informações no portal do fundo na internet e nos demais materiais produzidos atrelados ao fundo, as informações a serem fornecidas para o Banco Mundial e o Tesouro Nacional e as diretrizes de pagamento da taxa anual de remuneração àquele banco.

Inicialmente, foi estabelecido o modelo *in kind* de ETF, já descrito anteriormente. Face à preocupação com a viabilidade econômica do fundo, foi fixado o valor mínimo de R\$ 300 milhões para a emissão inicial direta do Tesouro Nacional ao ID ETF, valor a ser captado via oferta pública de cotas nos moldes da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que prevê ampla participação do público ao invés de restringir a oferta apenas aos chamados investidores profissionais<sup>36</sup>. Isso atenderia a exigência do Tesouro Nacional de assegurar a igualdade de oportunidade aos investidores, de modo que diferentes perfis, entre os quais o varejo, pudessem acessar o produto desde o momento inicial de criação de suas cotas. O Tesouro Nacional estabeleceu ainda que eventuais emissões adicionais ao ID ETF poderiam ser realizadas no prazo de 24 meses após seu lançamento e o valor cumulativo de todas as emissões subsequentes não deveria ultrapassar o máximo de R\$ 2 bilhões, sendo a exclusividade desse apoio do Tesouro Nacional ao gestor garantida pelo prazo de 36 meses.

No segundo bloco, os critérios de seleção levaram em consideração a necessidade de atrair e selecionar gestores experientes e com capacidade para efetivar o lançamento de um produto inovador, complexo e de grande porte no mercado brasileiro, isso sem prejudicar a ampla concorrência do certame. Os critérios de classificação foram organizados em duas etapas de pontuação: a etapa técnica e a etapa comercial. A etapa técnica consistia na demonstração pelas participantes da capacidade técnica e da apresentação da estratégia de colocação e desenvolvimento do fundo. Tendo em vista o objeto ser a contratação de uma atividade altamente especializada, atribuiu-se à etapa técnica peso de 70% da nota final e à comercial (taxa de administração do fundo) peso de 30%. Guiado pelas disposições do Decreto nº 8.746, de 2016, a nota técnica foi dividida em dois conjuntos de critérios: a nota da capacitação técnica (NCT) e a nota do plano de negócio (NPL)<sup>37</sup> resumidas no quadro 1.

<sup>36</sup> A CVM define dois formatos de oferta pública: o modelo da Instrução CVM nº 400, de 2003, que não restringe a participação do público destinatário da oferta; e o modelo da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, que disciplina as ofertas distribuídas com esforços restritos destinadas exclusivamente ao público denominado “investidores profissionais”.

<sup>37</sup> Nos termos do Decreto nº 8.746, de 2016: “Art. 5º No âmbito do processo seletivo, deverão ser realizadas as seguintes etapas, nos termos definidos no instrumento convocatório: I - técnica, que consistirá na demonstração da capacitação técnica e da estratégia de colocação e desenvolvimento do Fundo; e (...)”.

Quadro 1. Quadro resumo dos critérios de avaliação do Processo Seletivo ID ETF

Quadro Geral de Pontuação do Processo Seletivo do ID ETF	Pontuação Máxima
<b>Nota Técnica</b>	<b>70</b>
<b>Nota de Capacitação Técnica</b>	<b>40</b>
<b>Experiência em Gestão de Fundos</b>	<b>20</b>
Gestão de Fundos de Renda Fixa que perseguem o IMA	8
Gestão de Fundos ETF domiciliados no Brasil	8
Gestão de Fundos ETF domiciliados no Exterior	4
<b>Número de Cotistas de Fundos</b>	<b>20</b>
Cotistas de Fundos de Renda Fixa que perseguem o IMA	8
Cotistas de Fundos de ETF domiciliados no Brasil	8
Cotistas de Fundos ETF domiciliados no Exterior	4
<b>Nota do Plano de Negócio</b>	<b>30</b>
Modelo de Negócio	10
Publicidade e Educação do Investidor	10
Modelo de Distribuição do ID ETF	5
Política de Incentivo à Liquidez	5
<b>Nota Comercial - taxa de administração</b>	<b>30</b>
<b>Total de Pontos</b>	<b>100</b>

Fonte: Adaptado do Projeto Básico do Edital STN do Processo Seletivo nº 01/2018 disponíveis na página do Tesouro Nacional: [www.tesouro.fazenda.gov.br/-/etf-apoiado-pelo-tesouro-nacional](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/etf-apoiado-pelo-tesouro-nacional).

De forma resumida, a NCT buscou aferir dos participantes a experiência em gestão de fundos indexados aos índices IMA e de ETF no Brasil e no exterior, além da capacidade de distribuição do fundo para uma ampla base de investidores. A NPL, por sua vez, procurou abarcar as principais etapas que um gestor deveria percorrer para o lançamento e a manutenção do produto, pontuando fatores como: a formatação do produto, a base de investidores a ser alcançada, os esforços de publicidade e de educação do investidor, o modelo de distribuição do fundo e a política de incentivo à liquidez.

Finalizada a elaboração da etapa técnica, a etapa comercial consistia na apresentação pelas participantes da proposta para a taxa de administração a ser paga pelos investidores, cotistas do ID ETF. A taxa de administração compreende a remuneração devida aos gestores e administradores do fundo pelos serviços prestados, sendo uma despesa permanente do fundo calculada em percentual anual do seu PL. Diante da inexistência de mercado prévio para amparar uma pesquisa de preço, o Tesouro Nacional empreendeu esforços para, a partir de estudo baseado em mercados correlatos, obter subsídios para amparar a definição de um parâmetro para essa taxa que assegurasse a viabilidade econômica do fundo - impactada pela exigência de oferta pública das cotas e pela taxa anual a ser paga trimestralmente pelo gestor ao Banco Mundial - e, ao mesmo tempo, viabilizasse o alcance dos objetivos do fundo. Com isso, estabeleceu-se o piso de 0,15% para a taxa anual de administração no edital<sup>38</sup>.

Após ser avaliado pelas áreas jurídicas do Ministério da Fazenda e do Banco Mundial, o edital do processo seletivo foi publicado pelo Tesouro Nacional em 14 de maio de 2018 e teve seus pontos detalhados por meio de uma coletiva de imprensa. Foi fixada a data de 06 de agosto de 2018, cerca de três meses após a publicação do edital, para a apresentação das propostas, período no qual os participantes puderam fazer questionamentos cujos esclarecimentos eram publicados na página do Tesouro Nacional na internet (STN, 2019b).

<sup>38</sup> A definição do piso teve como objetivo reduzir a chance de instituições pouco comprometidas com o desenvolvimento do mercado de ETF de renda fixa no Brasil vencerem a seleção ofertando taxas economicamente inviáveis para a manutenção do fundo no tempo. O piso também era importante para reduzir a dispersão das propostas evitando que notas finais muito distintas fossem atribuídas para propostas técnicas similares, além de impedir que um único critério fosse determinante para o resultado da seleção. A definição de um valor máximo não foi necessária, tendo em vista a seleção pelo 'menor preço'.

### 3.10. O Processo Seletivo

No dia 05 de setembro de 2018, o Tesouro Nacional anunciou a *Itaú Asset Management* como a instituição financeira selecionada para gerir o ETF de renda fixa apoiado pelo Tesouro Nacional. A taxa de administração ficou fixada em 0,25% ao ano, percentual compatível com o estudo de preço comentado antes e que endereçava o objetivo de proporcionar um instrumento de poupança acessível para investidores individuais e coletivos.

De acordo com as cláusulas contratuais, o gestor, após a assinatura do contrato, teria o prazo máximo de 18 (dezoito) meses para realizar o lançamento do ID ETF em mercado. Essa estruturação ocorreu de forma célere pelo gestor, sendo cada etapa avaliada pelo Tesouro Nacional e Banco Mundial a fim de garantir que os requisitos estabelecidos no edital estivessem contemplados nos documentos do fundo. No dia 05 de abril 2019, menos de seis meses após a assinatura do contrato, o Itaú Unibanco, administrador do fundo, anunciou o início do período de reserva da oferta pública. A inovação estava prestes a se tornar realidade.

### 3.11. O It Now ID ETF IMA-B ou IMAB11

Como resultado do longo trabalho conduzido pelo Tesouro Nacional, ao mesmo tempo em que o mercado financeiro brasileiro adquiriu as estruturas para a constituição e comercialização de um ETF de renda fixa, foi criado o IT NOW ID ETF IMA-B, o primeiro ETF referenciado em índice de títulos públicos no país e o primeiro fundo do programa ID ETF no mundo.

O lançamento oficial ocorreu em 20 de maio de 2019 na bolsa brasileira (B3) e a negociação das cotas teve início no dia seguinte, 21 de maio. Em atendimento às exigências do edital, o fundo utiliza o prenome “ID ETF” e a identidade visual (logotipo) do programa do Banco Mundial. Na B3, o código de negociação das suas cotas é dado pela sigla IMAB11<sup>39</sup> e o fundo conta com o Banco Santander enquanto *market maker* contratado com o propósito de oferecer liquidez às cotas negociadas na bolsa.

Como determina a CVM, o IMAB11 dispõe de site oficial na internet<sup>40</sup> oferecendo transparência ao investidor que pode consultar os documentos oficiais do fundo, entre os quais, o regulamento, as demonstrações financeiras, as convocações de assembleias, as demandas judiciais, entre outros, além de acompanhar a gestão do fundo por meio de informações como: a composição e o desempenho diário da carteira; o histórico de valores e de cotações em bolsa; o volume de negociação das cotas; a rentabilidade histórica do fundo; a aderência da carteira do fundo ao IMA-B; e o prazo médio de repactuação da carteira para efeitos de tributação.

O anúncio de encerramento da oferta pública do IMAB11 tornou público o resultado da captação expressiva para um produto inovador, no montante de R\$ 1,998 bilhão, e a composição de 29,6 milhões de cotas escriturais com valor unitário de distribuição de R\$ 67,50, revelando um dos maiores ETF do mercado brasileiro. Do total de cotas, 38% foram distribuídas para instituições financeiras, 34% para pessoas físicas e 27% para fundos de investimento, indicando diversificação da base inicial de investidores. Observando o número de subscritores, 99,4% eram

<sup>39</sup> A sigla faz alusão ao índice de referência (IMAB) e ao ativo ‘cotas de fundos de índice’ na B3 descrito pelo número 11.

<sup>40</sup> Endereço eletrônico do IMAB11 na internet (It Now, 2020).

Mesmo com pouco tempo de existência, a observação de alguns números do IMAB11, se não permite grandes inferências, ajudam a ilustrar um pouco a dinâmica dessa novidade no mercado brasileiro. Dados de dezembro de 2019<sup>42</sup>, mostram que o número de cotistas no fundo alcançou o patamar de pouco mais de 4,7 mil (ante 2,3 mil no início do fundo) reunindo R\$ 3,1 bilhões de PL, o que representa um crescimento de quase 56% desde o lançamento do fundo e um aumento de 10,8 milhões de cotas criadas.

Além do fundo em si, externalidades positivas na esteira do lançamento do IMAB11 podem ser notadas, como o aumento da competição no mercado de ETF e o seu crescimento acelerado. De fato, o ano de 2019 representou um marco na história do mercado de ETF no Brasil: o número de investidores quadruplicou, partindo de 32 mil em setembro de 2018 e alcançando quase 130 mil em dezembro de 2019, enquanto o PL administrado saltou de R\$ 9,7 bilhões para 29,5 bilhões no período<sup>43</sup>. Em junho de 2019, pouco após o lançamento do IMAB11, a Blackrock, anunciou a redução da taxa de administração do seu principal ETF de renda variável, o BOVA11, de 0,54% para 0,30%, sinalizando o ambiente concorrencial desse segmento.

Ao mesmo tempo, observou-se a entrada de nova instituição financeiras até então fora desse mercado - a Bradesco Asset Management, um grande gestor de fundos mútuos que lançou em 2019 um ETF com a menor taxa de administração entre os quatro fundos que replicam o Ibovespa, qual seja, 0,20% ao ano, além de dois ETF de renda fixa replicando índices de NTN-Bs da Anbima, o IMA-B e o IMAB5+, também com taxas anuais de 0,20%. Na mesma direção, o lançamento pela Itaú Asset de dois ETF referenciados em índices compostos por títulos públicos, o IRFM P2 e o IMA-B5+ da Anbima, com taxas de administração não superior a 0,25% ao ano, reforçam a percepção de que o mercado de ETF ganha fôlego no país e cresce em bases competitivas<sup>44</sup>. Com efeito, o novo segmento renda fixa de ETF alcançou, em dezembro de 2019, o patamar de R\$ 5 bilhões de PL distribuído por seis fundos de três gestores diferentes.

Em 2020, em que pese as incertezas decorrentes da crise ocasionada pela pandemia e os impactos da curva de juros em patamares historicamente baixos<sup>45</sup>, dados preliminares dos ETF de renda fixa apontam uma continuidade do movimento de abertura de novos fundos e de entrada de novos atores. No segundo semestre, enquanto a Itaú Asset lançava o seu quarto ETF de renda fixa, agora referenciado no índice IMA-B5 P2<sup>46</sup> da Anbima e com taxa de administração de 0,20% ao ano, a Safra Asset listava o seu primeiro ETF na B3 referenciado no índice S&P/B3 de futuro de taxa de juros DI de 5 anos a 10 anos, com custo anual de 0,25%. Com tais lançamentos, soma-se um leque de oito fundos ofertados por quatro gestores diferentes ao

<sup>41</sup> Anúncio de Encerramento da Oferta disponível no site do Itaú Unibanco (Itaú, 2020).

<sup>42</sup> Página eletrônica da B3 sobre o IMAB11 (B3, 2020d).

<sup>43</sup> Elaboração dos autores a partir de B3 (2020a) e dados da B3 sobre o IMAB11 na internet (B3, 2020d).

<sup>44</sup> O Índice de Mercado Anbima série B5+ (IMA-B5+) é constituído por NTN-Bs com prazo de vencimento igual ou superior a cinco anos. O Índice de Renda Fixa de Mercado série P2 (IRFM P2) é constituído por títulos públicos prefixados e possui dispositivo de controle do prazo de repactuação. Detalhes sobre os índices ver Anbima (2019a) e Anbima (2016).

<sup>45</sup> Em 2020, as incertezas em meio à crise sanitária global ocasionada pela pandemia do Covid-19 geraram intensa volatilidade nos mercados trazendo desafios aos gestores em todo o mundo. No Brasil, o contexto foi acompanhado por uma mudança estrutural na curva de juros que atingiu patamares historicamente baixos em meio à resposta expansionista da política monetária. Esse quadro trouxe desafios para toda a indústria brasileira de fundos de investimento, em especial, ao segmento renda fixa que observou saídas líquidas de recursos ao longo de vários meses em meio à busca dos investidores por liquidez num contexto de retornos comprimidos (ver Anbima, 2020). A análise desta conjuntura foge ao escopo deste artigo.

<sup>46</sup> O Índice de Mercado Anbima série B5 P2 (IMA-B5 P2) é constituído por NTN-Bs com prazo de vencimento igual ou inferior a cinco anos e possui dispositivo de controle do prazo de repactuação. Detalhes ver Anbima (2019a) e Anbima (2016).

público brasileiro (B3, 2020b). Esta expansão num ano desafiador mostra tanto um mercado resiliente como também sinaliza o potencial de crescimento desse produto no atual cenário estrutural de juros baixos no país, nos moldes observados na história internacional do ETF<sup>47</sup>.

Mesmo antes do IMAB11, a simples sinalização do incentivo do Tesouro Nacional à criação do ETF de renda fixa já estimulava o ingresso de atores financeiros no novo negócio em construção. Por exemplo, a parceria entre a Standard&Poor's (S&P), um dos maiores provedores de índices do mundo, e a B3 para a criação de novos índices de renda fixa, seguida pela publicação de dois deles ainda em 2018, representou um feito inédito na oferta desses referenciais no país, até então providos apenas pelos índices da Anbima fruto, como visto antes, de um acordo entre a Associação e o Tesouro Nacional. O subsequente lançamento do ETF de renda fixa atrelado ao índice da S&P pela Mirae Asset, em setembro de 2018, concorreu para elevar a competitividade no ambiente de gestão de carteira no mercado brasileiro.

## 4. Considerações Finais

O fomento à criação do mercado de ETF de renda fixa representa mais uma contribuição do Tesouro Nacional para a sociedade brasileira. Ainda que os ganhos efetivos dessa iniciativa somente venham a ser conhecidos no futuro com o aperfeiçoamento paulatino deste mercado, alguns desdobramentos recentes aqui apontados já podem ser notados. Como discutido, o IMAB11 é um produto em evolução num mercado em desenvolvimento e, como tal, pode ser aperfeiçoado ao longo do tempo, incorporando soluções percebidas a *posteriori* como salutares para que a iniciativa continue a trazer melhorias ao mercado financeiro brasileiro.

Essas soluções, assim como várias questões apenas indicadas neste artigo, podem ser aprofundadas numa publicação futura. Nesse momento, porém, deseja-se que este relato histórico seja útil para gestores de dívida pública, acadêmicos, participantes do mercado e cidadãos do país. O incentivo a um mercado que cresça com diversidade de gestores e de investidores, contribuindo para a promoção da transparência, da liquidez e da poupança de longo prazo é o legado que o Tesouro Nacional espera ter deixado para a sociedade brasileira.

## Bibliografia

ABNER, D. J. Visual Guide to ETFs. Financial Series. Bloomberg Press, 2013.

---

<sup>47</sup> Vale observar o aumento no número de negócios (*trades*) e no volume financeiro negociado de cotas de ETF entre 2019 e 2020 no país, o que parece colocar o ETF como um porto de liquidez em contextos de turbulência e juros baixos, assim como ocorrido no mercado internacional. Dados da B3 (2020b) mostram que neste ano de crise, o número de *trades* acumulado até novembro aumentou 361%, saltando de 10,2 milhões em 2019 para 36,9 milhões em 2020, enquanto o volume financeiro saltou de R\$ 148,8 bilhões para R\$ 337,2 bilhões. Especificamente no segmento renda fixa, ambos os números aumentaram respectivamente de 27,9 mil para 42,8 mil (variação de 153%) e de R\$ 1,4 bilhão para R\$ 1,7 bilhão. Cabe lembrar que cenários prolongados de juros baixos de curto prazo usualmente conduzem os gestores de ativos a procurarem diversificação e alongamento visando maiores rendimentos. Quanto à diversificação, ainda que os ETFs de renda fixa até então disponíveis no Brasil sejam exclusivamente passivos e atrelados aos títulos públicos ou a taxas de juros futuros, a multiplicação de opções de prazos e indexadores prove alternativas para a implementação de estratégias ativas por meio da inversão em um conjunto de ETFs. Quanto ao alongamento, o aumento (parcial) do prazo das carteiras se torna um passo quase que inevitável para maximizar rendimentos, tarefa potencialmente menos desafiadora na presença de instrumentos que oferecem flexibilidade como os ETFs.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS (ANBIMA).

Boletim de Mercado de Renda Fixa. Anbima, 2015a. Ano VI, n. 62, Janeiro. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/71/44/BE/CO/OD6675106582A275862C16A8/BoletimRF\\_201501\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/71/44/BE/CO/OD6675106582A275862C16A8/BoletimRF_201501_1_.pdf)>. Acesso em: 22 out. 2019.

\_\_\_\_\_. Classificação de Fundos - Visão geral e nova estrutura. 02 abr. 2015b. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/E3/62/8C/0B/242085106351AF7569A80AC2/NoVaClassificacaodeFundos\\_PaperTecnico\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/E3/62/8C/0B/242085106351AF7569A80AC2/NoVaClassificacaodeFundos_PaperTecnico_1_.pdf)>. Acesso em: 21 ago. 2019.

\_\_\_\_\_. Metodologia IMA - Série P2 - IRF-M P2 e IMA-B P2 - Versão Novembro. 2016. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/2C/F1/80/AD/16C885104D66888568A80AC2/Methodologia-IMA-Series-P2\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/2C/F1/80/AD/16C885104D66888568A80AC2/Methodologia-IMA-Series-P2_1_.pdf)>. Acesso em 24 out. 2019.

\_\_\_\_\_. Metodologia IMA - Índice de Mercado Anbima. Anbima. Abril, 2019a. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/C5/76/5F/D5/3AD0A6101AFEAE9678A80AC2/Methodologia\\_IMA\\_fechamento\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/C5/76/5F/D5/3AD0A6101AFEAE9678A80AC2/Methodologia_IMA_fechamento_1_.pdf)> Acesso em: 14 ago. 2019.

\_\_\_\_\_. Boletim de Fundos de Investimento. Anbima. Julho, 2019b. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm)>. Acesso em 22 out. 2019.

\_\_\_\_\_. Boletim de Renda Fixa. Anbima. Julho, 2019c. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/renda-fixa-tesouraria/boletim-renda-fixa/boletim-renda-fixa.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/renda-fixa-tesouraria/boletim-renda-fixa/boletim-renda-fixa.htm)>. Acesso em 22 out. 2019.

\_\_\_\_\_. Consolidado de Fundos de Investimento. Anbima. Julho, 2019d. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento.htm)>. Acesso em 22 out. 2019.

\_\_\_\_\_. Boletim de Fundos de Investimento. Anbima. Novembro, 2020. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm)>. Acesso em 20 dez. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Negociação de Títulos Federais no Mercado Secundário. Site do BCB, 2020. Disponível em: <<https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/negociacao-de-titulos-federais-no-mercado-secundario>>. Acesso em 12 ago. 2020.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2017). Basel III: Finalising post-crisis reforms (In International Regulatory Framework for Banks). BIS. Dezembro, 2017. Disponível em: <<https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>>. Disponível em: 22 out. 2019.

BLACKROCK. BOVA11 - ISHARES IBOVESPA FUNDO DE INDICE. Site BlackRock, 2019. Disponível em: <[https://www.blackrock.com/br/products/251816/ishares-ibovespa-fundo-de-ndice-fund#/>](https://www.blackrock.com/br/products/251816/ishares-ibovespa-fundo-de-ndice-fund#/)>. Acesso em: 03 set. 2019.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). Valor de Referência. Site da B3, 2019. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/valor-de-referencia/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/valor-de-referencia/)>. Acesso em: 27 ago. 2019.

\_\_\_\_\_. Boletim Mensal ETF - B3. Junho, 2020a. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/78/F7/AA/28/BA853710DB551337AC094EA8/Boletim ETF\\_junho20.pdf](http://www.b3.com.br/data/files/78/F7/AA/28/BA853710DB551337AC094EA8/Boletim ETF_junho20.pdf)>. Acesso em: 13 ago. 2020.

\_\_\_\_\_. Boletim Mensal ETF - B3. Novembro, 2020b. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/boletim-mensal/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/boletim-mensal/)>. Acesso em: 20 dez. 2020.

\_\_\_\_\_. CETIP. Site da B3, 2020c. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/oficios-e-comunicados/cetip/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/cetip/)>. Acesso em: 21 dez. 2020.

\_\_\_\_\_. ETF Listados - IMAB (It Now ID ETF IMA-B). Site da B3, 2020d. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-fixa/etfs-listados/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-fixa/etfs-listados/)>. Acesso em: 13 ago. 2020.

DOWNES, J.; GOODMAN, J. E. Dicionário de Termos Financeiros e de Investimento. Bovespa: Nobel. 1993.

ETF.com. Why Are ETFs So Cheap? ETF.com. 21, Jul. 2020. Disponível em: <<https://www.etf.com/etf-education-center/etf-basics/why-are-etfs-so-cheap>>. Acesso em: 31 jul. 2020.

ETF GLOBAL INSIGHT LLP (ETFGI). ETFGI Reports Assets Invested in the European ETF and ETP Industry Reached a Record US\$882.20 billion at the End of April 2019. ETFGI Press Release. 29, Maio. 2019a. Disponível em: <<https://etfgi.com/news/press-releases/2019/05/etfgi-reports-assets-invested-european-etf-and-etp-industry-reached>>. Acesso em: 20 out. 2019.

\_\_\_\_\_. ETFGI Reports Assets Invested in the US ETFs and ETPs Industry Reached a New High of US\$3.96 trillion at the End of June 2019. ETFGI Press Release. 17 July, 2019b. Disponível em: <<https://etfgi.com/news/press-releases/2019/07/etfgi-reports-assets-invested-us-etfs-and-etps-industry-reached-new>>. Acesso em: 22 out. 2019.

\_\_\_\_\_. ETFGI Reports Assets Invested in the Global ETF and ETP Industry Extended Lead Over Hedge Fund Industry to US\$2.39 trillion at the End of June 2019. ETFGI Press Release. 06, Ago. 2019c. Disponível em: <<https://etfgi.com/news/press-releases/2019/08/etfgi-reports-assets-invested-global-etf-and-etp-industry-extended-lead>>. Acesso em: 22 out. 2019.

\_\_\_\_\_. Happy 20th Anniversary to the ETF Industry in Europe. ETFGI Press Release. 28, Abr. 2020. Disponível em: <<https://etfgi.com/news/press-releases/2020/04/happy-20th-anniversary-etf-industry-europe>>. Acesso em: 31 jul. 2020.

HILL, J. M.; NADIG, D.; HOUGAN, M. Um Guia Abrangente sobre os Exchange Traded Funds (ETFs). CFA Institute Research Foundation. 2018. ISBN 978-1-944960-50-6.

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI). Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2016. ICI Research Perspective. Maio, 2017. vol 23, n. 3. Disponível em: <<https://www.ici.org/pdf/per23-03.pdf>>. Acesso em: 31 jul. 2020.

\_\_\_\_\_. Release: Exchange-Traded Fund Data, June 2019. ICI. Julho, 2019a. Disponível em: <[https://www.ici.org/research/stats/etf/etfs\\_06\\_19](https://www.ici.org/research/stats/etf/etfs_06_19)>. Acesso em: 15 ago. 2019.

- \_\_\_\_\_. Release: Trends in Mutual Fund Investing, June 2019. ICI. Julho, 2019b. Disponível em: <[https://www.ici.org/research/stats/trends/trends\\_06\\_19](https://www.ici.org/research/stats/trends/trends_06_19)> Acesso em: 15 ago. 2019.
- \_\_\_\_\_. Release: Trends in Mutual Fund Investing, June 2020. ICI. Julho, 2020. Disponível em: <[https://ici.org/research/stats/trends/trends\\_06\\_20](https://ici.org/research/stats/trends/trends_06_20)>. Acesso em: 12 ago. 2020.
- IT NOW. Fundo It Now ID ETF IMA-B Fundo de Índice - Perfil do Produto. Site It Now, 2020. Disponível em: <<https://www.itnow.com.br/content/itnow/pt-br/home/etfs-it-now/imab11.html>>. Acesso em: 12 ago. 2020.
- ITAÚ UNIBANCO SA (ITAÚ). Anúncio de Encerramento de Oferta Pública de Distribuição de Cotas, em Série Única, do It Now ID ETF IMA-B Fundo de Índice. Site do Itaú, 2020. Disponível em: <[https://www.itaub.com.br/\\_arquivosstaticos/itauBBA/Prospectos/Anuncio\\_de\\_Encerramento ETF\\_.pdf?v=2887](https://www.itaub.com.br/_arquivosstaticos/itauBBA/Prospectos/Anuncio_de_Encerramento ETF_.pdf?v=2887)>. Acesso em: 12. ago. 2020.
- PRAET, P. “Assessment of Quantitative Easing and Challenges of Policy Normalisation”. In: The ECB and Its Watchers XIX Conference. Institute for Monetary and Financial Stability, Frankfurt. 14 Mar, 2018. Disponível em: <<https://www.bis.org/review/r180320e.pdf>> Acesso em: 22 dez. 2020.
- RUDGE, L. F. Dicionário de Termos Financeiros. 1. ed. São Paulo: Santander Banespa, 2003.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). Sistema de Dealers do Tesouro Nacional. Site da STN, 2019a. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/dealers>>. Acesso em: 22 out. 2019.
- \_\_\_\_\_. ETF Apoiado pelo Tesouro Nacional. Site da STN, 2019b. Disponível em: <<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/etf-apoiado-pelo-tesouro-nacional>>. Acesso em: 04 set. 2019.
- \_\_\_\_\_. Relatório Mensal da Dívida Pública. Junho, 2020. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2020/6>>. Acesso em: 13 ago. 2020.
- The World Bank Group. Issuer-Driven Exchange Traded Fund Program - Financial and Private Sector Development. The World Bank Group. 6, Nov. 2012. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/en/447161468338982172/pdf/728510BR0REVI50Only0900R20120019804.pdf>>. Acesso em: 22 out.2019.
- TUCKER, M.; LAIPPLY, S. Bond Market Price Discovery: Clarity Through the Lens of an Exchange. The Journal of Portfolio Management. Winter 2013.
- US CONGRESS. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Public Law 111-203, 21, Jul. 2010. Disponível em: <<https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>>. Acesso em: 22 out. 2019.
- WEINBERG, A. I. Where ETFs Are Headed in 2019. The Wall Street Journal. 6, Jan. 2019. Disponível em: <<https://www.wsj.com/articles/where-etfs-are-headed-in-2019-11546830480>>. Acesso em: 27 ago. 2019.