



Universidade Federal  
do Rio de Janeiro  
Escola Politécnica

**FUNDOS DE ÍNDICE (ETFs) - POTENCIAL E IMPORTÂNCIA  
ESTRATÉGICA DE UMA INOVAÇÃO DISRUPTIVA NO MERCADO DE  
CAPITAIS**

Arthur Lilenbaum Valadares  
Thiago Faria Silveira

Projeto de Graduação apresentado ao  
Curso de Engenharia de Produção da  
Escola Politécnica, Universidade Federal  
do Rio de Janeiro, como parte dos  
requisitos necessários à obtenção do título  
de Engenheiro.

Orientador: Dr. Regis da Rocha Motta,  
Ph.D.

Rio de Janeiro  
Abril de 2013

**FUNDOS DE ÍNDICE (ETFs) - POTENCIAL E IMPORTÂNCIA ESTRATÉGICA DE  
UMA INOVAÇÃO DISRUPTIVA NO MERCADO DE CAPITAIS**

Arthur Lilenbaum Valadares

Thiago Faria Silveira

**PROJETO DE GRADUAÇÃO SUBMETIDA AO CORPO DOCENTE DO CURSO  
DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO DA ESCOLA POLITÉCNICA DA  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO COMO PARTE DOS  
REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE  
ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO.**

Examinado por:

---

Dr. Regis da Rocha Motta, Ph.D. (Orientador)

---

Dra. Rosemarie Bröker Bone, D.Sc.

---

Dr. José Roberto Ribas, D.Sc.

RIO DE JANEIRO, RJ – BRASIL

ABRIL DE 2013

Valadares, Arthur Lilenbaum

Silveira, Thiago Faria

Fundos de Índice (ETFs) – Potencial e Importância Estratégica de um produto disruptivo no Mercado de Capitais/ Arthur Lilenbaum Valadares e Thiago Faria Silveira. – Rio de Janeiro: UFRJ/Escola Politécnica, 2013.

X, 100 p.: il.; 10 c

Orientador: Regis da Rocha Motta, Ph.D.

Projeto de Graduação – UFRJ/ Escola Politécnica/  
Curso de Engenharia de Produção, 2013.

Referências Bibliográficas: p. 98-100.

1.Exchange-Traded Funds 2.Inovação Disruptiva no Mercado de Capitais 3.Importância estratégica dos fundos de índice I.Regis da Rocha Motta. II.Universidade Federal do Rio de Janeiro, Escola Politécnica, Curso de Engenharia de Produção. III. Fundos de Índice (ETFs) – Potencial e Importância Estratégica de um produto disruptivo no Mercado de Capitais.

*Eu, Arthur, dedico este trabalho especialmente  
a minha mãe, que me apoiou em todos os  
momentos de dificuldade e sempre batalhou  
para me dar tudo do bom e do melhor.*

*Eu, Thiago, dedico este trabalho aos meus  
pais, por todo o bem que me fizeram e o apoio  
em todos os momentos da minha vida.*

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaríamos de agradecer às nossas famílias por todas as oportunidades oferecidas, desde uma boa base educacional até uma estrutura familiar consistente ensinando valores morais e éticos e ajudando a construir sólido caráter.

Gostaríamos de agradecer especialmente aos nossos avós que sempre nos ajudaram e estiveram sempre presentes durante todos os momentos de nossas vidas.

Eu, Arthur agradeço também ao meu pai, que mesmo não estando próximo fisicamente, sempre me acolheu e me direcionou para o caminho do bem, com conselhos muito valiosos. Gostaria de agradecer também à minha namorada, que sempre me apoiou e foi compreensiva nos momentos em que me dediquei aos estudos.

Eu, Thiago gostaria de agradecer especialmente à minha mãe, responsável e fundamental para o meu desenvolvimento como ser humano e ao meu pai por compreensão e conselhos direcionadores ao longo de minha trajetória de vida.

Gostaríamos de agradecer aos nossos professores de toda vida que contribuíram em transmitir conhecimento em cada disciplina proporcionando desenvolvimento individual constante.

Por fim, gostaríamos de agradecer aos nossos amigos, pois sem eles a vida seria mais chata, menos alegre e com menos risos. Em especial, gostaria de agradecer à parceria neste projeto de conclusão de curso em dupla, uma vez que durante esse trabalho a ajuda foi mútua, com discussões produtivas, sempre com pensamento aberto e flexível.

Resumo do Projeto de Graduação apresentado à Escola Politécnica/ UFRJ como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Engenheiro de Produção.

Fundos de Índice (ETFs) – Potencial e Importância Estratégica de um produto disruptivo no Mercado de Capitais

Arthur Lilenbaum Valadares

Thiago Faria Silveira

Abril/2013

Orientador: Regis da Rocha Motta, Ph.D.

Curso: Engenharia de Produção

No atual cenário do mercado de capitais, cada vez mais são exigidos novos produtos capazes de performar acima dos métodos tradicionais de investimento como poupança ou renda fixa, especialmente em cenários de taxas de juros em declínio. Este estudo vislumbra estudar as formas de impacto e importância estratégica dos fundos de índice (ETFs) em ascensão nos mercado nacional e internacional através de seu desenvolvimento nos últimos anos em países de conjunturas diferentes. Desta forma, a atingir o objetivo proposto, serão estudadas as novas oportunidades e desafios para tal produto além das estratégias permitidas de administração de cestas de ativos com ETFs, podendo, então, compará-las e, posteriormente, analisar possíveis melhorias.

*Palavra-chave:* Fundos de Índice (ETFs), Inovação Disruptiva no Mercado de Capitais, Importância Estratégica e Oportunidades dos Fundos de Índice.

Abstract of Undergraduate Project presented to POLI/UFRJ as a partial fulfillment of the requirements for the degree of Engineer.

INDEX FUNDS (EXCHANGE-TRADED FUNDS) – STRATEGIC IMPORTANCE  
AND POTENCIAL OF A DISRUPTIVE PRODUCT IN CAPITAL MARKETS

Arthur Lilenbaum Valadares

Thiago Faria Silveira

Abril/2013

Advisor: Regis da Rocha Motta, Ph.D.

Course: Industrial Engineering

In today's capital markets, we are facing an increasingly demand of new products able to perform above the traditional methods of investment as savings or fixed income, especially in scenarios of declining interest rates. This study envisages analyzing the forms of strategic importance and impact of index funds (ETFs) on the rise in domestic and international markets through its development in recent years at countries of different situations and perspective. Thus, to achieve the proposed goal, will study the new opportunities and challenges for this product beyond the permitted management strategies baskets with ETFs assets and can then compare them and analyze possible improvements.

*Keywords:* Index Funds (ETFs), Disruptive Innovation in Capital Markets, Strategic Importance and Opportunities of Index Funds.

# SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO .....	15
1.1	APRESENTAÇÃO .....	15
1.2	MOTIVAÇÃO .....	15
1.3	METODOLOGIA .....	16
1.4	OBJETIVOS .....	17
1.4.1	OBJETIVOS GERAIS .....	17
1.4.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	17
1.5	LIMITAÇÕES DO ESTUDO .....	18
1.6	ESTRUTURA DO ESTUDO .....	18
2.	ETFs – EXCHANGE-TRADED FUNDS .....	19
2.1	DEFINIÇÃO .....	19
2.2	MECANISMOS DE FUNCIONAMENTO .....	20
2.3	EVOLUÇÃO HISTÓRICA DOS ETFs .....	21
3.	PORQUE INVESTIR EM ETFs? 26	26
3.1	VANTANGENS .....	26
3.1.1	CUSTOS .....	26
3.1.2	FLEXIBILIDADE .....	30
3.1.3	TRANSPARÊNCIA .....	31
3.1.4	BENEFÍCIOS TRIBUTÁRIOS .....	34
3.1.5	DIVERSIFICAÇÃO .....	35
3.2	DESVANTAGENS .....	36
3.2.1	TRACKING ERROR .....	36
3.2.2	ENTENDIMENTO COMPLEXO .....	37
4.	ESTRUTURAÇÃO DE UM ETF .....	38
5.	ANÁLISE DE CONTEXTO INTERNACIONAL .....	41
5.1	RÁPIDO CRESCIMENTO DE UM PRODUTO DISRUPTIVO .....	41
5.2	NOVOS DESAFIOS & OPORTUNIDADES .....	51
6.	ANÁLISE DE CONTEXTO NACIONAL .....	62
6.1	PIBB11 .....	68
6.2	MATB11 .....	69

6.3	GOVE11 .....	70
6.4	DIVO11 .....	71
6.5	ISUS11.....	72
6.6	FIND11 .....	73
6.7	IBOVESPA FUNDO DE ÍNDICE (BOVA11) .....	74
6.8	IBrX-ÍNDICE BRASIL (IBrX-100) FUNDO DE ÍNDICE (BRAX11) .....	75
6.9	BM&FBOVESPA MIDLARGE CAP FUNDO DE ÍNDICE (MILA11) .....	77
6.10	BM&FBOVESPA SMALL CAP FUNDO DE ÍNDICE (SMAL11).....	79
6.11	ÍNDICE BM&FBOVESPA DE CONSUMO FUNDO DE ÍNDICE (CSMO11)	
	81	
6.12	ÍNDICE CARBONO EFICIENTE (ICO2) BRASIL FUNDO DE ÍNDICE (ECOO11) .....	83
6.13	ÍNDICE BM&FBOVESPA IMOBILIÁRIO FUNDO DE ÍNDICE (MOBI11)	
	85	
6.14	ÍNDICE DE UTILIDADE PÚBLICA (UTIL) BM&FBOVESPA FUNDO DE ÍNDICE (UTIP11) .....	87
7.	ESTRATÉGIAS .....	90
7.1	ALOCAÇÃO DE CARTEIRA (ASSET ALLOCATION) .....	90
7.2	CARTEIRA PRINCIPAL E AUXILIAR (NÚCLEO-SATÉLITE) .....	91
7.3	LONG AND SHORT – COMBINANDO ETFs COM AÇÕES .....	92
7.4	EQUITIZAÇÃO DO CAIXA.....	93
7.5	OPÇÕES DE ETFs .....	94
8.	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	97
9.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	99

## **ÍNDICE DE FIGURAS**

FIGURA 1 - FORMULAÇÃO DE UM ETF .....	20
FIGURA 2 - TAXA MÉDIA DE ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS .....	28
FIGURA 3 - PERCENTUAL DE SETORES NO ETF .....	32
FIGURA 4 - PARTE DOS ATIVOS DE UM ETF .....	33
FIGURA 5 - PREÇO DAS COTAS DOS ETFs NO BRASIL .....	34
FIGURA 6 - NÚMERO DE AÇÕES DE ETF .....	35
FIGURA 7 - DINÂMICA DAS NEGOCIAÇÕES COM ETFs. ....	39
FIGURA 8 - ESQUEMATIZAÇÃO DA CARTEIRA NÚCLEO E POSSÍVEIS CARTEIRAS SATÉLITES .....	92

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - COMPARATIVO DO CRESCIMENTO DOS ETP's ( <i>EXCHANGE-TRADED PRODUCTS</i> ) NOS EUA X OUTRAS CATEGORIAS DE GESTÃO DE ATIVOS NOS ÚLTIMOS 10 ANOS .....	41
GRÁFICO 2 – PERSPECTIVAS PRODUTOS ALTERNATIVOS E PASSIVOS X PRODUTOS TRADICIONAIS 2010-2014.....	42
GRÁFICO 3 - CRESCIMENTO GLOBAL DOS ETP's TEM SIDO FORTE NOS ÚLTIMOS ANOS .....	43
GRÁFICO 4 - PERSPECTIVA DE FORTE CRESCIMENTO GLOBAL ATÉ 2015.....	44
GRÁFICO 5 - ETFs NORMALMENTE GERAM MELHOR PERFORMANCE DE INVESTIMENTO DO QUE OUTROS VEÍCULOS DE FUNDOS DE VAREJO – COMPARATIVO RETORNOS MÉDIOS E DESPESAS ENTRE ETFs E QUATRO <i>BENCHMARKS</i> .....	46
GRÁFICO 6 - CRESCIMENTO DO NÚMERO DE COMPETIDORES NO MERCADO DE ETFs CRESCEU MAIS DE DEZ VEZES NA ÚLTIMA DÉCADA .....	47
GRÁFICO 7 - SUCESSO MEDIANTE NOVOS PRODUTOS ETFs COMO MAIS DESAFIADOR.....	48
GRÁFICO 8 - GRANDE NÚMERO DE ETFs MENORES CONDUZ À RACIONALIZAÇÃO CONTINUADA DO PORTFOLIO DE PRODUTOS.....	49
GRÁFICO 9 - ESPAÇOS EM BRANCO PERMANECEM EM POUCAS CATEGORIAS PRINCIPAIS DE PRODUTOS PASSIVOS .....	53
GRÁFICO 10 - MERCADO DE ETF' ATIVOS É PEQUENO HOJE, MAS APRESENTA RÁPIDO CRESCIMENTO.....	55
GRÁFICO 11 – ANÁLISE GRÁFICA DE CENÁRIOS: SE OS ETFs ATIVOS SEGUIREM UMA ADOÇÃO SIMILAR À DOS ETFs PASSIVOS, ELES PODEM SER EXTREMAMENTE DISRUPTIVOS .....	57
GRÁFICO 12 – RANKING EUA E EUROPA DOS PRINCIPAIS ETFs .....	60
GRÁFICO 14 - JUROS REAIS E NOMINAIS NO BRASIL (EM % A.A.).....	63

GRÁFICO 15 – PIBB11 DIVIDIDO EM SUAS 10 AÇÕES COM MAIOR PESO E SEGMENTADO POR SETORES.....	68
GRÁFICO 16 - RENTABILIDADE DO PIBB11 COMPARADA COM SEU BENCHMARK.....	68
GRÁFICO 17 - MATB11 DIVIDIDO PELAS SUAS 10 AÇÕES COM MAIOR PESO / MATB11 DIVIDIDO POR SETORES ECONÔMICOS.....	69
GRÁFICO 18 – RENTABILIDADE DO MATB11 COMPARADA COM SEU BENCHMARK.....	69
GRÁFICO 19 - GOVE11 DIVIDIDO PELAS SUAS 10 AÇÕES COM MAIOR PESO / GOVE11 DIVIDIDO POR SETORES ECONÔMICOS .....	70
GRÁFICO 20 – RENTABILIDADE DO GOVE1111 COMPARADA COM SEU BENCHMARK.....	70
GRÁFICO 21 – DIVO11 DIVIDIDO PELAS SUAS 10 AÇÕES COM MAIOR PESO / DIVO11 DIVIDIDO POR SETORES ECONÔMICOS .....	71
GRÁFICO 22 – RENTABILIDADE DO DIVO11 COMPARADA COM SEU BENCHMARK.....	71
GRÁFICO 23 - ISUS11 DIVIDIDO PELAS SUAS 10 AÇÕES COM MAIOR PESO / ISUS11 DIVIDIDO POR SETORES ECONÔMICOS.....	72
GRÁFICO 24 – RENTABILIDADE DO ISUS11 COMPARADA COM SEU BENCHMARK.....	72
GRÁFICO 25 – FIND11 DIVIDIDO PELAS SUAS 10 AÇÕES COM MAIOR PESO / FIND11 DIVIDIDO POR SETORES ECONÔMICOS .....	73
GRÁFICO 26 – RENTABILIDADE DO FIND11 COMPARADA COM SEU BENCHMARK.....	73

## **ÍNDICE DE QUADROS**

QUADRO 1 – DETALHES BOVA11.....	75
QUADRO 2 – DETALHES IBRX-100.....	77
QUADRO 3 – DETALHES MILA11.....	79
QUADRO 4 – DETALHES SMAL11.....	81
QUADRO 5 – DETALHES CSMO11.....	83
QUADRO 6 – DETALHES ECOO11 .....	85
QUADRO 7 – DETALHES MOBI11 .....	87
QUADRO 8 – DETALHES UTIP11 .....	89

## **ÍNDICE DE TABELAS**

TABELA 1 - TAXA DE ADMINISTRAÇÃO DE ETFs .....	27
TABELA 2 - ALÍQUOTA DE IR PARA FUNDOS DE RENDA FIXA E MULTIMERCADOS .....	34
TABELA 3- COMPARATIVO DE RENTABILIDADE ENTRE ETF BOVA11 E IBOVESPA.....	37
TABELA 4 – PARTICIPANTES ENVOLVIDOS E SUAS FUNÇÕES .....	39
TABELA 5 - POSSIBILIDADE DE LUCRO AO EMITIR <i>CALL</i> (OPÇÕES DE COMPRA) .....	95
TABELA 6 - POSSIBILIDADE DE LUCRO AO COMPRAR <i>PUT</i> (OPÇÕES DE VENDA) .....	96

# **1. INTRODUÇÃO**

## **1.1 APRESENTAÇÃO**

Desde o advento dos fundos de índice, fundos de *hedge*, ou possivelmente o fundo mútuo em si, a indústria de gestão de ativos não tem testemunhado uma inovação tão profunda como fundos negociados em bolsa (ETFs – *Exchange-traded Funds* da sigla em inglês). Este veículo de investimento disruptivo forneceu à investidores individuais acesso à classes de ativos e estratégias, antes fora de alcance, atraiu ativos em uma posição de líder de mercado e transformou a arena de investimento passivo em um viveiro de competição. Agora, com a maturidade dos ETFs, eles estão prestes a apresentar maiores desafios estratégicos e novas oportunidades de crescimento.

A história dos ETFs é uma que a maioria dos jogadores na indústria - gerentes grandes e pequenos, gestores institucionais e de varejo, consultores independentes e corretoras tanto - estão assistindo com fascinação e alguma apreensão. Alguns poucos gerentes de ativos sem até então consciência dos ETFs, já entendem exatamente como irão afetá-los. Muitos estão presos em debates internos sobre se devem estar jogando no ataque ou defesa. A maioria tem adotado a estratégia ‘esperar para ver’ e estão protegendo suas apostas com limalhas de produtos ETFs por precaução. No entanto, o risco de uma abordagem hesitante é que o mercado vai evoluir tão rapidamente que os jogadores acabam buscando oportunidades que já passaram ou defendendo negócios centrais após as muralhas terem sido violadas.

## **1.2 MOTIVAÇÃO**

Este trabalho ressalta esta dinâmica, sugerindo que a indústria ETF chegou a um ponto de inflexão importante e está entrando em uma nova fase, caracterizada por mudanças significativas em design de produto, distribuição e potencialmente regulamentações.

Mais importante ainda, a fórmula para o sucesso em ETFs está mudando. Enquanto uma primeira fase foi caracterizada por estratégias desenvolvidas para firmar o produto em busca de vantagem temporal, neste momento observa-se que os vencedores farão maiores considerações sobre em que áreas competir além de reforçar e expandir as suas capacidades para enfrentar novos desafios e ajustar seus modelos de negócio de modo a alavancar seus pontos fortes e construir uma vantagem competitiva.

Este relatório se concentra em abordar o que faz dos ETFs uma força poderosa no mercado de hoje, e sobre o porquê de todos os gestores de ativos deveriam estar prestando muita atenção nessa indústria de oportunidades. Examinamos como o mercado de ETFs mudou e consideramos as implicações da transição iminente para essa nova fase. Portanto, destacamos ainda os modelos de negócios emergentes desse mercado bem como os novos pré-requisitos para o sucesso.

### **1.3 METODOLOGIA**

Este estudo conta com uma revisão bibliográfica sobre a história da indústria dos fundos de índice, análise de sua importância estratégica e verificação de oportunidades nos âmbitos nacional e internacional bem como suas estratégias de investimento.

A análise desses pontos terá por base a pesquisa exploratória, tal como leciona BEUREN (2009) e além disso, utilizaremos a pesquisa descritiva, que se preocupa em “observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los”, sem que o intérprete interfira.

O tipo de pesquisa constitui um estudo de caso, sendo conjuntamente realizada uma pesquisa bibliográfica com o intuito de identificar diferentes abordagens do tema pelos doutrinadores escolhidos. Tal tipologia de pesquisa “[...] abrange todo o referencial já tornado público em relação ao tema de estudo, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias, dissertações, teses, entre outros. Por meio dessas bibliografias reúnem-se conhecimentos sobre a temática pesquisada.” (BEUREN, 2009)

Nesse ponto, cabe destacar que o presente estudo utilizará os conhecimentos presentes na literatura de forma a embasar o desenvolvimento de uma análise de oportunidades estratégicas para o mercado de fundos de índice nos próximos anos.

## **1.4      *OBJETIVOS***

### **1.4.1    *OBJETIVOS GERAIS***

Este trabalho tem como objetivo geral propiciar aos alunos de Engenharia de Produção da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) a possibilidade de utilizar todo o conhecimento adquirido durante a faculdade, especialmente da área financeira, para compreender e apresentar melhor o panorama do mercado financeiro em relação a um produto novo no Brasil.

Os autores buscaram, de forma descritiva, apresentar um resumo das oportunidades e vantagens da entrada de um novo produto de renda variável no contexto macroeconômico atual.

Assim, os conhecimentos adquiridos em Macroeconomia, Análise de Investimento, Análise de Risco e Introdução à Economia foram de extrema ajuda para compreensão do complexo produto apresentado: os *Exchange Traded Funds* (ETFs).

### **1.4.2    *OBJETIVOS ESPECÍFICOS***

Os autores deste procuraram trabalhar no sentido de aprofundar a análise dos ETFs, produto relativamente novo no mercado brasileiro. Assim, buscaram apresentar as vantagens e desvantagens desse produto no mercado nacional, além de elucidar o funcionamento do mesmo.

A partir disso, os autores buscaram apresentar possíveis estratégias que podem ser utilizadas com ETFs, a fim de apresentar uma alternativa aos fundos de investimento convencionais.

## **1.5 LIMITAÇÕES DO ESTUDO**

Um modelo, por definição, é uma simplificação da realidade, portanto, não se objetiva representar todos os aspectos inerentes ao caso, contudo deseja-se um modelo que tenha um nível de fidelidade aceitável.

Não caracteriza um objetivo do presente estudo o desenvolvimento de carteira teórica composta por fundos de índice diversificados, limitando-se a estudar os impactos da utilização dos mesmos no mercado de capitais estrategicamente e segundo uma observação crítica de suas oportunidades.

Portanto, os mencionados aspectos apresentam-se como fundamentais para o sucesso do projeto, determinando o potencial dos ETFs em participarem ativamente de um momento único no cenário brasileiro e internacional.

## **1.6 ESTRUTURA DO ESTUDO**

Nesse capítulo, foram apresentadas a ideia do estudo, a motivação, a metodologia, os objetivos e as limitações inerentes ao método escolhido. No capítulo dois, será apresentada a definição, funcionamento e um breve história da evolução da indústria de fundos de índice mundial.

No Capítulo 3, serão justificadas as vantagens e desvantagens mediante a realização de tal tipo de investimento enquanto no capítulo 4 é explicada em etapas a estruturação de um *Exchange Traded Fund* (ETF).

Nos capítulos 5 e 6 são abordados os contextos internacional e posteriormente nacional através da análises dos novos desafios e oportunidades do setor, culminando no capítulo posterior quando são estudadas as possíveis estratégias de manipulação dos referidos fundos de índice.

Finalmente, no Capítulo 8, as considerações finais serão apresentadas bem como as lições aprendidas ao longo do desenvolvimento do presente estudo.

## **2. ETFs – EXCHANGE TRADED FUNDS**

### **2.1      DEFINIÇÃO**

O *Exchange Traded Fund (ETF)* ou, em português, o Fundo de Índices, é um ativo relativamente novo no mercado financeiro que busca, de certa forma, acompanhar um índice de mercado.

Segundo a BM&F, os Fundos de índices “são fundos espelhados em índices e suas cotas são negociadas em Bolsa da mesma forma que as ações”.

Na prática, o ETF tenta replicar um ativo (Ibovespa – BOVA11, *Standard and Poor's* (S&P 500) – SPY) que já é calculado com base em uma diversidade de outros ativos. Diferentemente de um Fundo de Investimento comum, as cotas do ETF podem ser negociadas em bolsa, como se fossem ações. Dessa forma, os compradores de cotas de ETF recebem, na teoria, uma parte proporcional de um índice, com seus ativos equivalentes.

Tais índices podem variar desde os já conhecidos do mercado financeiro (Ibovespa, S&P 500, etc.) até índices que não são explícitos, como por exemplo, o índice que acompanha as ações das empresas de café, ou então, mais específico ainda, um índice que acompanha as ações das empresas de petróleo que atuam no Norte Fluminense.

Vale frisar, que, no Brasil, esse tipo de investimento ainda não é tão difundido, restringindo as opções dos investidores. Já nos Estados Unidos, existem ETFs que acompanham índices tão específicos quanto o das companhias elétricas de Oklahoma.

Podemos observar na figura 1 um exemplo de formação de um ETF que deseja acompanhar empresas de petróleo, cuja carteira possui 40% das ações da Petrobrás, 30% de ações da OGX e 20% das ações da HRT.



Fonte: Elaboração Própria

**Figura 1 - Formulação de um ETF**

## 2.2 MECANISMOS DE FUNCIONAMENTO

Segundo Ferri (*The ETF Book – All you need to know about Exchange Traded Funds*, 2011) a “oportunidade para novos ETFs é apenas limitado pela (falta de) imaginação e ingenuidade daqueles que os criam com recorrência.”

Sendo assim, os ETFs introduzem um novo conceito no mercado: acompanhar uma grande diversidade de ativos reunidos em apenas uma cota, simplificando a gerência dos recursos.

A transparência e simplificação de investimento dos ETFs vêm facilitando o acesso de investidores leigos e captando cada vez mais recursos para esse tipo de fundo, com suas diversas estratégias.

Como exemplo, a possibilidade de um ETF fidelizar seu cliente, criando um portifólio específico para um determinado nicho de mercado e acompanhar o interesse de seus clientes de acordo com o tempo, alterando seu *benchmark* a fim de acompanhar o perfil de risco de seus cotistas (uma simplificação dos *Life-cycle Funds*<sup>1</sup>)

Outra possibilidade seria reunir grupos de investidores em uma causa comum. Isto é, criar um ETF para aqueles que acreditam que o preço consumo interno da Europa tende a cair, ou então para aqueles que desejam apostar na subida dos preços de eletrônicos.

---

<sup>1</sup> *Life – cycle Funds* são fundos de investimento que visam alterar seu portfólio de investimento para ajustar o risco x retorno de sua carteira com o perfil dos clientes, isto é, a medida que o fundo vai chegando ao fim, sua carteira contém ativos mais conservadores, uma vez que seus clientes já estariam aposentados.

Ainda seria possível reunir investidores que desejam uma aposentadoria mais tranquila e por isso resolvem se proteger do aumento do preço dos remédios a longo (*hedge*) investindo em um ETF que acompanha as ações da indústria farmacêutica.

Diante das inúmeras possibilidades e das diversas estratégias que possam ser utilizadas para investir em um ETF, além de suas vantagens, o cenário para a expansão do mercado de ETFs no Brasil para bastante favorável.

Tendo em vista que para criação de um ETF necessita-se apenas da escolha de um índice a ser acompanhado, o parecer favorável de uma instituição controladora (CVM, SEC) e investidores ávidos por uma oportunidade inovadora, a quantidade de produtos desse gênero oferecida no Brasil é baixa (15 listados na BM&F).

Aliado ao crescimento da renda dos brasileiros e do avanço do poder de investimento das classes C e D, os ETFs no Brasil têm como principal objetivo a difusão do conceito de simplicidade e segurança a fim de atrair esses investidores.

Surge então, um grande potencial de investimento não só no Brasil como também nos mercados emergentes.

### **2.3      *EVOLUÇÃO HISTÓRICA DOS ETFS***

A idéia da diversificação de ativos para minimizar o risco não é nova. Desde a crise financeira de 1987, a idéia de “cesta de ativos” permeia o mercado. Basicamente, a idéia de “não por todos os ovos em uma única cesta, para caso ela caia todos se quebrarem” é o princípio básico de um ETF.

A história dos ETFs teve seu início no final dos anos 80, com o Index Participation Shares, produto que previa seguir o índice S&P 500 negociando ações na American Stock Exchange(AMEX) e na Philadelphia Stock Exchange. Devido a um processo liderado pela Chicago Mercantile Exchange e pela baixa adesão de investidores, esse produto saiu de mercado.

Logo em seguida, no início dos anos 90, a Security and Exchange Commission (SEC), agência federal americana responsável pelo controle das regulamentações do mercado financeiro, emite um parecer: o Investment Company Act Release No. 17809 (“SuperTrust Order”). Por meio dessa nova regulamentação, a SEC permitia que cotas dos fundos de investimento fossem emitidas e negociadas no mesmo dia.

Além disso, o ato emitido pela SEC foi responsável por conceder a Leland, O'Brien and Rubinstein( LOR), uma empresa de investimentos, o direito de registrar um valor mobiliário chamado de “SuperTrust”. Esse direito nada mais era do que a possibilidade de investidores institucionais de negociar uma cesta inteira de ações do S&P 500 em uma única operação na bolsa de valores. Esse tipo de estrutura se assemelha muito ao que são os ETFs de hoje, que possuem vantagens de um fundo aberto (emissão de cotas, resgates, etc.) e também são flexíveis igual a um fundo fechado, com suas cotas negociadas na bolsa (como ações).

O primeiro SuperTrust foi lançado em 1992, com um prazo de validade de 3 anos. Entretanto, o conceito foi apenas aderido por clientes institucionais. O alto valor inicial que era necessário para se investir no veículo e sua relativa complexidade de investimento em seu início afastou o investidor comum desse tipo de investimento.

Além disso, como o SuperTrust tinha suas cotas negociadas em bolsa como fundo fechado, caso as mesmas fossem negociadas com um ágio sobre seu valor (isto é, o preço de negociação está maior que seu Net Asset Value(NAV)<sup>2</sup>) certos investidores poderiam praticar arbitragem, lucrando a risco zero. Dessa forma, eles comprariam a cesta de ativos que compõe a cota do SuperTrust a um preço total menor do que a cota em si(que possui um ágio) e ao transformá-las em uma cota do fundo, realizavam sua venda com um preço maior, lucrando a diferença, com um risco nulo.

Diante da oportunidade de inovação, melhorando um produto cuja idéia era promissora, mas a execução não era perfeita, o primeiro ETF como conhecemos hoje foi registrado na AMEX. Utilizando-se do Investment Company Act Release No. 17809, a AMEX entrou com um pedido na SEC para registrar seu fundo, o S&P Depository Receipts Trust Series 1, ou como é comumente conhecido SPDRs (SPIDERS). O fundo é administrado pela State Street Global Advisors desde sua criação em janeiro de 1993.

Tendo como pressuposto acompanhar o índice S&P 500, o valor de mercado do SPDRs é mantido sempre muito próximo de seu índice de referência, muitas vezes resultado de operações de arbitragem. Entretanto tais operações foram realizadas tantas vezes que em dado momento não havia mais lucro a se obter.

---

<sup>2</sup> O Net Asset Value de um fundo é dado pelo valor total do fundo dividido pelo número de cotas que o compõe.

Logo no primeiro ano de seu lançamento o SPDRs foi um sucesso, conseguindo captar em torno de U\$500 milhões. Talvez o sucesso do fundo seja explicado pelo fracasso do SuperTrust.

A política de precificação das units do SPDRs (Ticker: SPY) era simples o suficiente para atrair investidores com baixo conhecimento e baixo valor inicial disponível. Sua unit era negociada sempre a 10% do valor do índice de referência. Com isso, caso o índice custasse U\$1000,00, cada unit do SPDRs era negociada a U\$100,00. Dessa forma, o SPDRs conseguiu se popularizar no mercado americano e se tornar o maior ETF do mundo, com um valor de ativos em torno de U\$124 bilhões (3).

Com uma grande quantidade de ativos, o SPDRs negocia quase U\$25 bilhões<sup>4</sup> diariamente, trazendo uma nova perspectiva para o mercado de corretagem. Com o grande volume de negociação, as corretoras passaram a ver os ETFs como forma de lucro com taxas de corretagem. Com isso, o fluxo de saída de ativos das corretoras para fundos de investimento fechados, com baixa taxa de administração foi revertido, gerando maiores lucros para as corretoras americanas.

Tanto o benefício gerado para as corretoras de um lado como a flexibilidade, simplicidade e baixa taxa de administração oferecida aos cliente de outro lado, transformaram não só o SPDRs no ETF mais famoso até hoje como também o mercado de ETF como uma alternativa rentável de investimento desde o início dos anos 90.

O sucesso do SPDRs fez com que novos produtos fossem lançados no mercado. Em 1996, uma junção do banco americano Morgan Stanley com o inglês Barclays Global Investors criou um portfólio de ETF chamado World Equity Benchmark Shares (WEBS) na AMEX. O WEBS consistia em 13 ETFs que acompanhavam diferentes índices de diferentes países espalhados pelo globo.

A grande diferença do WEBS para o SPDRs era sua base estrutural. Enquanto o SPDRs tinha sua estrutura baseada em unit investment trust(UIT), de acordo com o “SuperTrust Order”, o WEBS era organizado através de uma investment company, de acordo com o Investment Company Act de 1940. A grande diferença entre as duas formas estruturais reside no fato de que, em uma estrutura baseada em units, o fundo deveria replicar exatamente o S&P 500, contendo ações dos seus 500 ativos, com suas

---

<sup>3</sup> Cotação extraída de <http://www.bloomberg.com/quote/SPY:US> em 07/02/2013

<sup>4</sup> Cotação extraída de <http://www.bloomberg.com/quote/SPY:US> em 07/02/2013

exatas ponderações. Já a estrutura de investment company permitia que o fundo fosse flexível com relação aos seus ativos, modificando-os sempre que julgasse necessário.

Com essa flexibilidade, a estrutura de investment company (compania de investimento) permitiu que os gestores de ETFs pudessem contornar algum índice que estivesse gerando prejuízo, alterando o peso de cada ativo na carteira, ou então pudesse modificar sua carteira a fim de possuir ativos mais líquidos do que alguns que compõe o índice de referência. Essa importante inovação no mercado de ETFs permitiu maior liberdade do gestor em busca de uma maior rentabilidade do fundo.

Além da mudança supracitada, o WEBS permitiu uma forma diferente de pagamento de dividendos aos seus acionistas. O WEBS reinvestia os dividendos pagos pelas ações da cesta de ativos imediatamente após seu pagamento. Já os fundos de UIT deveriam esperar três meses antes de reinvesti-lo. Por fim, o WEBS conseguiu reduzir seu passivo tributável através de uma brecha na lei, diminuindo os impostos pagos pelos seus acionistas.

No final da década de 90, a SEC registrou o fundo Diamonds (Ticker: DIA), ETF que tinha como índice de referência o Dow Jones Industrial Average (DJIA). O Diamonds foi o primeiro ETF que incorporou as vantagens do WEBS, mesmo sendo registrado como UIT inicialmente. O Diamonds obteve sucesso imediato, uma vez que a simplicidade de acompanhamento da estrutura de unit foi aprimorada com o benefício do WEBS. De certa forma, era muito fácil para o investidor individual acompanhar o preço de sua cota na mídia.

A popularização do Diamonds foi o pontapé inicial para diversos outros ETFs adotarem uma estrutura parecida, beneficiando-se de ambas vantagens estruturais. No final dos anos 90, o ETF mais popular entre os investidores individuais eram os que replicavam o índice NASDAQ-100 (QQQ). O fundo mais famoso, que hoje atende pelo nome de PowerShares QQQ (Ticker: QQQQ), mais conhecido como Cubes, aproveitou o grande momento especulativo que girava em torno dos setores de tecnologia, telecomunicações e comunicação em geral para gerar grande rentabilidade aos seus acionistas. Em 2000, com o decaimento da especulação sobre ações de tecnologia, o Cubes entrou em desuso e perdeu força.

No final dos anos 90, a Ásia também lançou seu primeiro ETF, o Hong Kong Tracker Fund,(Ticker: TraHK) que visava replicar o índice de Hang Seng e tinha como administradora a State Street Global Advisors (HK).

Seguindo a mesma tendência, a Europa também lançou seu primeiro ETF em 2001. O SPDR Euro STOXX 50 (Ticker: FEZ) visava replicar o índice EURO STOXX 50. Diante das tendências apresentadas, o histórico de inovação e de sucesso dos ETFs logo chegaria à America Latina. E não foi diferente. Desde os anos 90 até os dias de hoje milhares de ETFs foram criados em diferentes partes do globo.

No Brasil, a história dos ETFs começou em 2004, e hoje conta com 15 ETFs, que daremos maior destaque adiante. Hoje, os ETFs já são veículos conhecidos e estabelecidos na maioria dos mercados, entretanto ainda geram uma vasta gama de oportunidades de inovação e de rentabilidade.

### **3. PORQUE INVESTIR EM ETFs?**

Historicamente, a poupança é o investimento de maior sucesso entre o mercado brasileiro. Segundo dados do Banco Central, divulgados em Fevereiro/2013, o volume total da caderneta de poupança gira em torno de R\$500 bilhões e sua captação líquida em 2012 superou os R\$40 bilhões em 2012. A vantagem de isenção tributária e risco reduzido atraíram brasileiros desde 1861, data de sua criação.

Entretanto, medidas monetárias adotadas pelo Banco Central como redução da taxa SELIC e o vínculo entre a rentabilidade da poupança com a taxa SELIC, fizeram com a rentabilidade deste veículo atingisse sua pior marca desde 1967, quando o Banco Central iniciou a série histórica: 6,05% ao ano.

Uma vez que investir em ações possa parecer complicado, os ETFs surgem como produto que incorpora certas características da poupança, como vantagens tributárias e diminuição do risco, além de transparência e facilidade de acompanhamento.

#### **3.1 VANTANGENS**

Os ETFs possuem diversas vantagens. Uma vez que possuem características de uma ação comum, mas também de um fundo de investimento, o ETF conseguiu incorporar algumas vantagens de cada um desses produtos. Tais vantagens foram classificadas em cinco principais categorias: Custos, Flexibilidade, Transparência, Diversificação e Benefícios tributários.

##### **3.1.1 CUSTOS**

Uma das vantagens dos ETFs é o seu custo. ETFs em sua maioria cobram taxas de administração mais baratas do que fundos de investimento convencionais. Segundo Russel Wild (2011), em seu livro Exchange Traded-Funds for Dummies, as taxas de administração de ETFs podem ser tão menores quanto 0,06% ao ano(ver Tabela 1). ETFs que foram liquidados em 08/2012, como o Focus Morningstar US Market Index

ETF (Ticker FMU), por exemplo, possuíam taxas de administração de 0,05% ao ano. Isto, comparado com fundos ativos convencionais, onde o gestor do fundo decide quais ativos investir, se torna irrisório, uma vez que os fundos ativos cobram, em média, 1,67% de taxa de administração<sup>5</sup>.

Segundo Russel Wild (2011), a taxa média de administração cobrada por todos os ETFs no Estados Unidos é de 0,40% ao ano.

<b>Table 2-2</b> <b>The Rock Bottom ETFs</b>		
<i>ETF</i>	<i>Ticker</i>	<i>Total annual management expense</i>
Vanguard Total Stock Market ETF	VTI	0.07%
Vanguard Extended Market ETF	VXF	0.08%
iShares S&P 500	IVV	0.09%
Vanguard Small Cap ETF	VB	0.10%
Vanguard Growth ETF	VUG	0.11%
Vanguard Value ETF	VTV	0.11%
Vanguard Small Cap Growth ETF	VBK	0.12%
Vanguard Small Cap Value ETF	VBR	0.12%
Vanguard REIT ETF	VNQ	0.12%

Fonte: Adaptado de *Exchange Traded Funds for Dummies*, p. 30

**Tabela 1 - Taxa de administração dos ETFs mais baratos dos EUA**

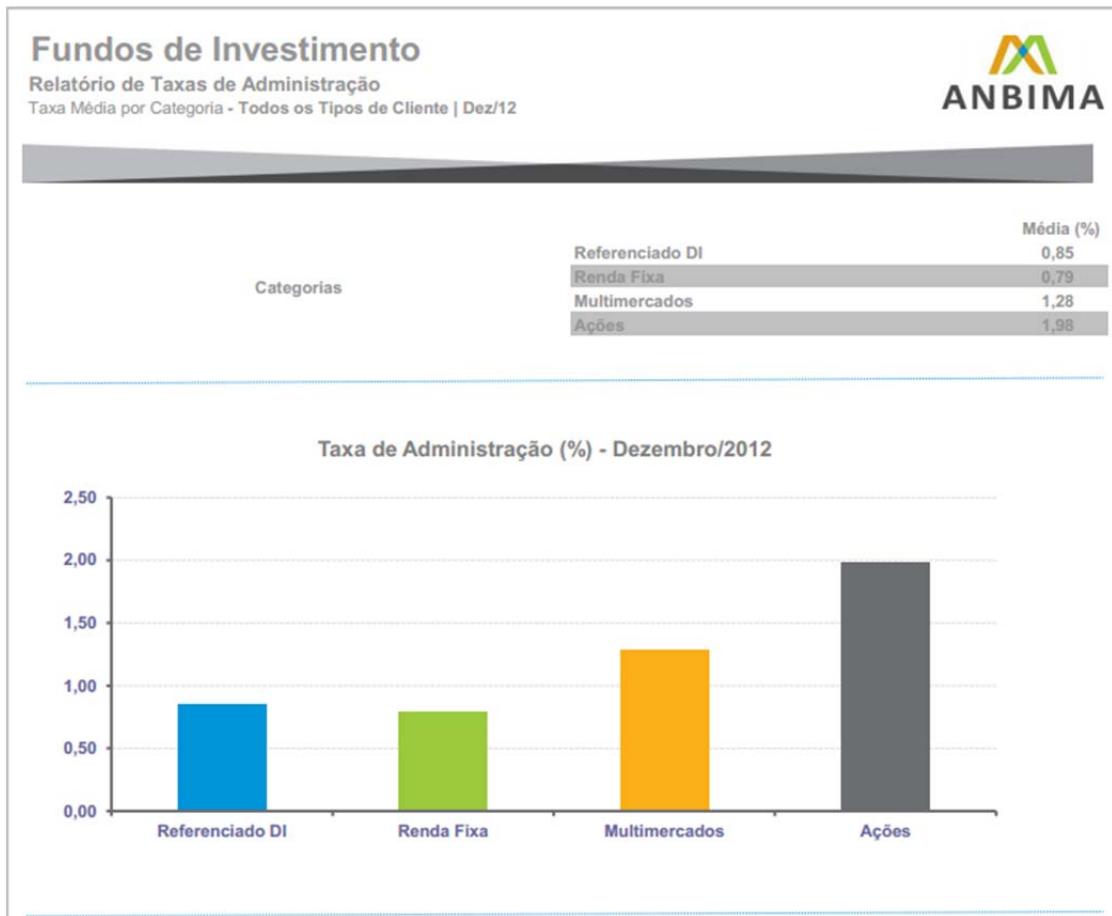
No Brasil, segundo dados divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), mostram uma taxa média de administração de 1,98% em Dezembro de 2012 para fundos de ações (ver Figura 3). Já os ETFs listados na BM&F possuem uma taxa de administração média de 0,52%. Isto revela uma significante diferença entre as taxas cobradas em um fundo convencional e um ETF.

Por outro lado, para negociação de cotas de ETF, o investidor deverá incorrer em custo que nos fundos de investimento convencionais não existem, como por exemplo, o custo de custódia (preço para que sua cota seja “guardada”) e nos custos de corretagem, para o caso do investidor comprar ou vender suas cotas.

---

<sup>5</sup> Dados extraídos da Morningstar: <http://www.morningstar.com/>

Dessa forma, caso o investidor queira adotar uma política de movimentação constante de suas cotas de ETF, seus custos de corretagem aumentariam e tal estratégia pode revelar um custo total maior do que apenas a taxa de administração de um fundo de ações.



Fonte: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/relatorios/fundos/taxa-de-administracao/Pages/default.aspx>

**Figura 2 - Taxa média de administração de fundos**

Diante dessa situação, uma propícia pergunta seria: Como os ETFs conseguem ser tão baratos comparativamente com outros fundos?

Uma das razões para tal fato é que as administradoras que introduziram os ETFs no mercado (BlackRock Inc, Invesco PowerShares) definiram que os custos de transação, isto é, o valor pago às corretoras pela negociação das cotas do fundo seria cobrado diretamente do cliente, e não da administradora. Com isso, as administradoras conseguiram separar investidores de longo prazo, que pagariam pontualmente a taxa de

corretagem, dos investidores de curto prazo, que pagariam a taxa toda vez que movimentasse a cota do fundo.

Não só isso, uma vez que todas as transações ocorrem por intermédio de uma corretora, quaisquer outros serviços (como home broker e outras ferramentas, tirada de dúvidas sobre ativos, relatórios, etc) também devem ser de responsabilidade da corretora.

Assim, os distribuidores de ETFs podem manter uma estrutura quase que virtual, com corpo de funcionários bem enxuto, não incorrendo na necessidade de montar toda uma estrutura de atendimento como mesa de operadores, área de produtos, regulamentações e área jurídica, etc., reduzindo ao extremo os seus custos (não pagam altíssimos salários a diretores e analistas, nem pagam custos administrativos) e, lucrando com taxas baixas oferecidas aos clientes.

Ao contrário dos ETFs, os fundos tradicionais cobram taxas mais altas uma vez que possuem toda uma estrutura de pessoal e física para gerir o fundo e também incluem nessa taxa, o valor pago de corretagem, que costumam ser altos, uma vez que os fundos revisam constantemente seu portfólio de ativos. Esse custo de giro de carteira, segundo Russel Wild (2011) chega a custar 0,8% a.a.

Outro fator que não permite que fundos tradicionais diminuam a taxa cobrada é o fato de que cada fundo necessita manter uma posição em cash (dinheiro em caixa) para arcar com possíveis custos de corretagem, administrativos, etc. Esse custo de oportunidade do dinheiro parado chega a custar 0,4% ao ano.

Logo, analisando que a média de fundos ativos (de ações) no Brasil é de 1,98%, somando-se 0,8% de custos de giro de carteira e 0,4% ao ano de custo de oportunidade (sem contar os gastos da gestora com auditoria, impostos, etc.) fica evidente que os fundos ativos precisam de uma excelente performance para competir com fundos passivos e ETFs, o que, a longo prazo, costuma não ser verídico.

### 3.1.2 FLEXIBILIDADE

Ao abordar a flexibilidade como uma vantagem dos ETFs, deve-se considerar a facilidade e a dinâmica de comercialização do mesmo.

Em um fundo de investimento tradicional, as cotas são negociadas apenas uma vez por dia, logo após o fechamento do mercado, sendo as negociações realizadas pela gestora do fundo. Sendo assim, os investidores devem esperar até o fim do dia para saber a valorização das cotas do fundo para que, dessa forma, saibam quanto pagarão por uma nova cota caso queiram aplicar mais dinheiro, ou quanto receberão por vender sua participação no fundo. Além disso, alguns fundos possuem liquidez limitada, uma vez que os resgates realizados só ficarão disponíveis para saque em D+30, D+60 ou até D+90.

Apesar da questão de flexibilidade não afetar diretamente os investidores de longo prazo, alguns investidores ávidos por lucros em curto e médio prazo vêm nos fundos tradicionais uma barreira.

Assim, a diferença do ETF no que tange a flexibilidade de negociação reside no fato de suas cotas serem negociadas durante todo o dia, desde a abertura do mercado até seu fechamento, com precificação contínua das cotas, em um mecanismo similar ao mercado de ações.

Uma vez que um ETF é composto por uma cesta de ativos, as variações intraday dos ativos adjacentes às cotas dos fundos tendem a impactar o preço final da cota do ETF, sendo necessária a correção durante o pregão. Logo, seus investidores saberão, em tempo real, a que preço estarão comprando ou vendendo uma participação.

Dessa forma, os ETFs permitem uma realocação de carteiras mais dinâmica. O investidor pode iniciar uma posição em ações de instituições financeiras e, no mesmo dia, fechar sua posição com títulos públicos, garantindo ao investidor uma exposição rápida e fácil de seu portfólio a determinados setores específicos.

Comparando com um fundo convencional, os resgates e aplicações, só podem ser realizados até determinado horário (meio dia na maioria dos casos). Logo, o investidor não saberá o NAV no fim do dia e também não saberá, no momento em que postar a ordem, quanto irá receber no final do dia em caso de resgate. O mesmo poderá ser aplicado à aplicação no fundo.

O meio de negociação de um ETF permite não só maior clareza ao cliente no momento da ordem de compra ou venda como também permite que o investidor envie ordens com diversos parâmetros, tais como ações. É possível, por exemplo, comprar e vender cotas de ETFs com opções de venda do ativo a preços determinados (*Stop Gain* e *Stop Loss*). Pode-se também alavancar o montante investido através da conta margem de sua corretora (dinheiro emprestado pela corretora, normalmente a juros altos).

Além disso, também é possível realizar a venda a descoberta das cotas de um ETF. Assim, o investidor deve alugar uma cota do ETF desejado ao preço de mercado (pagando uma taxa ao locador dessa cota) e vender o ativo a preço de mercado (alugar e vender a cota do ETF são operações que ocorrem praticamente ao mesmo tempo). Dessa forma, se com o tempo o preço da cota do ETF cair, o investidor recompra o ativo a um preço menor que ele vendeu e devolve o ativo ao seu locador, garantindo o lucro pela diferença entre o preço inicial de venda e o preço de recompra mais o aluguel.

Percebe-se, portanto, que existe uma grande vantagem de flexibilidade na negociação dos ETFs. Vale frisar, entretanto, que essa vantagem não se torna tão grande para investidores de longo prazo, uma vez que não urgem pela necessidade instantânea de negociação. Fora isso, a flexibilidade de negociação pode trazer gastos acima do esperado com corretagens e taxas pagas à bolsa de valores.

### 3.1.3 TRANSPARÊNCIA

Ao se investir em um fundo tradicional, seja ele Multimercado, Renda Fixa, Ações ou qualquer outro tipo, o investidor sempre terá, através da Lâmina do fundo e de seu Prospecto, uma vaga ideia do direcionamento da estratégia do fundo. O problema é que essa idéia é muito vaga e não reflete ao investidor exatamente a posição e o risco que o mesmo está assumindo. Ainda mais, fundos com perfil mais agressivo, instituem regras mais flexíveis em sua lâmina/prospecto exatamente para que o gestor tenha flexibilidade de mudar seus ativos drasticamente em busca de um retorno maior. Logo, pode ser que o gestor da carteira do fundo nem esteja com os ativos que ele deveria estar de acordo com seu prospecto, causando grande incerteza no investidor, uma vez que as carteiras dos fundos tradicionais quase nunca são expostas para os seus cotistas.

Os ETFs possuem uma forma diferente de funcionamento. No momento da aquisição das cotas, o investidor saberá exatamente a composição da cota, identificando não apenas o tipo de ativo como também seu peso na média ponderada da carteira. Com essa transparência, o investidor pode tomar decisões com informações muito mais profundas, como qual tipo de exposição e risco ele quer manter posição, qual o preço dos ativos que ele possui e além disso, o grau de diversificação que estará adquirindo ao comprar uma cota de determinado ETF.

Como exemplo, podemos visualizar a composição de um ETF (iShares BM&FBOVESPA Small Cap Fundo de Índice (SMAL11)), disposto no site da gestora, referente ao dia 14/03/2013.



Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/holdings/SMAL11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/holdings/SMAL11.htm) acessado em 14/03/2013

**Figura 3 - Percentual de setores no ETF**

Além de explicitar os setores da economia que o ETF está mais exposto (no caso Construção e Transporte), os ETFs explicitam cada ativo que está sobre sua gestão, como explicitado abaixo (referente ao dia 14/03/2013).

Código ►	Discriminação ►	Tipo ►	Quantidade ►	Preço Unitario (R\$) ►	Valor Total (R\$) ►	% Patrimônio ►
CTIP3	CETIP SA-MERCADOS ORGANI...	ONNM	338.100	25,25	8.537.025	4,92
AEDU3	ANHANGUERA EDUCACIONAL P...	ONNM	197.800	38,25	7.565.850	4,36
KROT3	KROTON EDUCACIONAL SA	ONEBNM	278.300	24,90	6.929.670	3,99
ALLL3	ALL AMERICA LATINA LOGIS...	ONNM	588.800	10,04	5.911.552	3,41
QUAL3	QUALICORP SA	ONNM	269.100	21,20	5.704.920	3,29
PDGR3	PDG REALTY SA	ONNM	1.798.600	3,03	5.449.758	3,14
ESTC3	ESTACIO PARTICIPACOES SA	ONNM	115.000	46,25	5.318.750	3,07
POMO4	MARCOPOLO SA-PREF	PNN2	372.600	13,92	5.186.592	2,99
DASA3	DIAGNOSTICOS DA AMERICA ...	ONNM	416.300	12,32	5.128.816	2,96
CESP6	CIA ENERGETICA DE SP-PRE...	PNB N1	248.400	20,16	5.007.744	2,89
MRVE3	MRV ENGENHARIA	ONNM	430.100	11,38	4.894.538	2,82
BRSR6	BANCO ESTADO RIO GRAN-PR...	PNB EJN1	239.200	17,75	4.245.800	2,45
ENBR3	EDP - ENERGIAS DO BRASIL...	ONNM	319.700	12,88	4.117.736	2,37
CSMG3	CIA SANEAMENTO MINAS GER...	ONEJNM	80.500	49,50	3.984.750	2,30
MRFG3	MARFRIG ALIMENTOS SA	ONNM	418.600	9,44	3.951.584	2,28
EQTL3	EQUATORIAL ENERGIA SA - ...	ONNM	186.300	20,68	3.852.684	2,22
TRPL4	CIA DE TRANSMISSAO DE EN...	PNN1	108.100	33,80	3.653.780	2,11
MILS3	MILLS ESTRUTURAS E SERVI...	ONNM	105.800	31,55	3.337.990	1,92
ODPV3	ODONTOPREV S.A.	ONNM	347.300	9,54	3.313.242	1,91
ALSC3	ALIANSCE SHOPPING CENTER...	ONNM	131.100	24,21	3.173.931	1,83
SULA11	SUL AMERICA SA - UNITS	UNT N2	147.200	19,76	2.908.672	1,68
EVEN3	EVEN CONSTRUTORA E INCOR...	ONNM	292.100	9,92	2.897.632	1,67
VLID3	VALID SOLUCOES SA	ONNM	73.600	39,05	2.874.080	1,66
LPSB3	LPS BRASIL CONS DE IMOVE...	ONNM	78.200	35,65	2.787.830	1,61
LIGT3	LIGHT SA	ONNM	133.400	20,40	2.721.360	1,57
ALPA4	ALPARGATAS SA - PREF	PNN1	188.600	13,95	2.630.970	1,52
MMXM3	MMX MINERACAO E METALICO...	ONNM	753.650	3,39	2.554.874	1,47
GFSAA3	GAFISA SA	ONNM	595.700	4,14	2.466.198	1,42

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/holdings/SMAL11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/holdings/SMAL11.htm) acessado em 14/03/2013

**Figura 4 - Parte dos ativos de um ETF**

Com isso, fica bem clara ao investidor a composição o produto que ele está adquirindo.

Além disso, a transparência do ETF passa pela precificação de suas cotas em tempo real, pelo mercado. Isso permite ao investidor acompanhar continuamente o valor de suas cotas. Na tabela abaixo, podemos ver o acompanhamento do preço das cotas referentes ao dia 14/03/2013.

ETFs Listados			Valor de Referência						
Nome	Código	Data	Preço (R\$)						Nº Neg.
			Abert.	Min.	Máx.	Méd.	Último	Osc.(%)	
CAIXAETFXBOV CI	XBOV11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
ISHARES BOVA CI	BOVA11	14/03/2013	56,64	56,45	56,65	56,55	56,60	▲ 0,82	128
ISHARES BRAX CI	BRAX11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
ISHARES CSMO CI	CSMO11	14/03/2013	48,00	0,00	0,00	48,00	48,00	0,00	1
ISHARES ECOO CI	ECOO11	14/03/2013	55,75	55,75	56,04	55,95	55,90	▼ -0,05	9
ISHARES MILA CI	MILA11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
ISHARES MOBI CI	MOBI11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
ISHARES SMAL CI	SMAL11	14/03/2013	75,40	75,40	75,61	75,50	75,61	▲ 0,25	2
ISHARES UTIP CI	UTIP11	14/03/2013	23,89	0,00	0,00	23,89	23,89	▼ -0,38	1
IT NOW IDIV CI	DIVO11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
IT NOW IFNC CI	FIND11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
IT NOW IGCT CI	GOVE11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
IT NOW IMAT CI	MATB11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
IT NOW ISE CI	ISUS11	14/03/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
IT NOW PIBB CI	PIBB11	14/03/2013	88,99	88,89	89,20	89,05	89,00	▲ 1,14	20

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/etf/fundo-de-indice.aspx?Idioma=pt-br> acessado em 14/03/2013

**Figura 5 - Preço das cotas dos ETFs no Brasil**

### 3.1.4 BENEFÍCIOS TRIBUTÁRIOS

Os ETFs possuem tributação semelhante aos fundos de renda variável, que são caracterizados pelo pagamento fixo(recolhimento de imposto de renda) de 15% sobre o lucro (isto é, incide-se o imposto apenas sobre a remuneração do capital), apenas para valores acima de R\$20.000,00. Essa é uma boa vantagem tributária tendo em vista que fundos referenciados, de renda fixa ou até multimercados possuem tributação descrecente, o que incentiva os investidores para aplicações de longo prazo. Para tais fundos, o pagamento de imposto renda segue uma tabela descrecente de acordo com o tempo aplicado, conforme abaixo:

Tempo	Alíquota de IR
Menor que 6 meses	22,5%
Entre 6 meses e 1 ano	20%
Entre 1 e 2 anos	17,5%
Maior que 2 anos	15%

Fonte: Elaboração Própria

**Tabela 2 - Alíquota de IR para fundos de renda fixa e multimercados**

Logo, fica clara a vantagem do ETF ao ser tributado como renda variável, permitindo maior flexibilidade de movimentação sem arcar com altos impostos.

### 3.1.5 DIVERSIFICAÇÃO

A vantagem de diversificação dos ETFs reside no fato de diminuir substancialmente o risco específico, isto é o risco de perda de um determinado setor ou determinadas empresas. Pelo fato de já ter uma grande quantidade de ativos presentes em sua cota, a diversificação proposta pelo ETF permite ao investidor diluir seu risco sem precisar comprar vários ativos em operações diferentes, com custos de custódia mais elevados.

No Brasil, uma média de 6 dos ETFs nos mostra o grau de diversificação dos ETF por ativo:

Código ► Classe de Ativo	Nome ►	Data do Início ►	Bolsa ►	Taxa de Administração ►	Moeda de Negociação ►	Patrimônio Líquido (R\$) ► em 15/03/13	Número de Ações ► em 28/02/13	Valor da Cota (R\$) ►
BOVA11 Renda Variável	Ibovespa Fundo de Índice	28/11/08	BOVESPA	0,54	BRL	1.482.141.314	73	55,719598
BRAX11 Renda Variável	IBRX-Índice Brasil (IBRX-100) Fundo de Índice	22/02/10	BOVESPA	0,54	BRL	59.832.612	106	42,73758
MILA11 Renda Variável	BM&FBOVESPA MidLarge Cap Fundo de Índice	28/11/08	BOVESPA	0,54	BRL	4.695.046	74	46,950465
SMAL11 Renda Variável	BM&FBOVESPA Small Cap Fundo de Índice	28/11/08	BOVESPA	0,69	BRL	170.149.769	72	73,97816
CSMO11 Renda Variável	Índice BM&FBOVESPA de Consumo Fundo de Índice	22/02/10	BOVESPA	0,69	BRL	9.466.277	40	47,331383
ECOO11 Renda Variável	Índice Carbono Eficiente (ICO2) Brasil Fundo de Índice	15/06/12	BOVESPA	0,38	BRL	323.332.644	39	55,747007
MOBI11 Renda Variável	Índice BM&FBOVESPA Imobiliário Fundo de Índice	22/02/10	BOVESPA	0,69	BRL	5.019.296	19	16,730986
UTIP11 Renda Variável	Indice Utilidade Pública (UTIL) BM&FBOVESPA Fundo de Índice	15/05/12	BOVESPA	0,69	BRL	7.118.235	20	23,727449

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/index.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/index.htm) acessado em 16/03/2013

**Figura 6 - Número de ações de ETF**

Podemos perceber que a média gira em torno de 52 ações diferentes por ETF. Isto gera uma diversificação de carteira considerável, confortando o investidor averso ao risco específico.

Além disso, a transparência dos ETFs permite a identificação da diversificação da carteira por setores da economia. Assim, como já mostrado anteriormente, o

investidor poderá escolher não só pela diversificação dos ativos como também pela diversificação dos setores.

### **3.2 DESVANTAGENS**

Apesar de todas as vantagens citadas acima, o que para alguns investidores é bom, para outros pode ser ruim. Um bom exemplo seria os custos de ETF que para investidores de longo prazo são relativamente baratos com parados aos fundos tradicionais, entretanto para investidores que buscam rentabilidade imediata, os custos de corretagem fazem do custo total do ETF uma desvantagem. Por outro lado, a possibilidade de negociar o ETF como uma ação, se alavancando e utilizando estratégias próprias do mercado de ação para uns pode ser uma vantagem e para outros pode ser indiferente, uma vez que estão com uma estratégia de longo prazo. Seja uma visão em longo prazo ou uma visão de curto e médio prazo, o ETF não é o produto perfeito. Sendo assim, algumas de suas desvantagens são abordadas nesse tópico.

#### **3.2.1 TRACKING ERROR**

Uma vez que um ETF busque replicar um fundo, seria esperado que a rentabilidade do fundo seja exatamente igual a do índice. Entretanto, pode ser observado que, apesar de replicar os ativos que compõe um índice (S&P 500, Ibovespa, etc.), o ETF não apresenta a mesma rentabilidade.

Isto acontece, pois como qualquer fundo convencional, o ETF precisa ter dinheiro (“cash”) em caixa, para poder arcar com despesas administrativas do fundo e poder garantir a liquidez prometida para o cliente. Assim, há um descolamento (tracking error) entre o ETF e o índice a ser seguido.

**Rentabilidade Mensal**

Mês	Rentabilidade Mensal do Fundo (%)	Rentabilidade Mensal do Índice (%)
Fevereiro 2013	-3,94	-3,91
Janeiro 2013	-1,97	-1,95
Dezembro 2012	5,94	6,05
Novembro 2012	0,68	0,71
Outubro 2012	-3,6	-3,56
Setembro 2012	3,66	3,71
Agosto 2012	1,69	1,72
Julho 2012	3,14	3,21
Junho 2012	-0,34	-0,25
Maio 2012	-11,86	-11,86
Abril 2012	-4,19	-4,17
Março 2012	-1,98	-1,98
Fevereiro 2012	4,3	4,34

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/performance/BOVA11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/performance/BOVA11.htm) acessado em 16/03/2013

**Tabela 3- Comparativo de rentabilidade entre ETF BOVA11 e Ibovespa**

### 3.2.2 ENTENDIMENTO COMPLEXO

Embora o mercado brasileiro venha crescendo, ainda há uma defasagem muito grande com os mercados internacionais, principalmente o americano. Os ETFs, apesar de apresentarem uma fácil estrutura de negociação, possuem uma estrutura mais complexa que os fundos convencionais. Além disso, necessitam de um entendimento maior do mercado e de estratégias de bolsa.

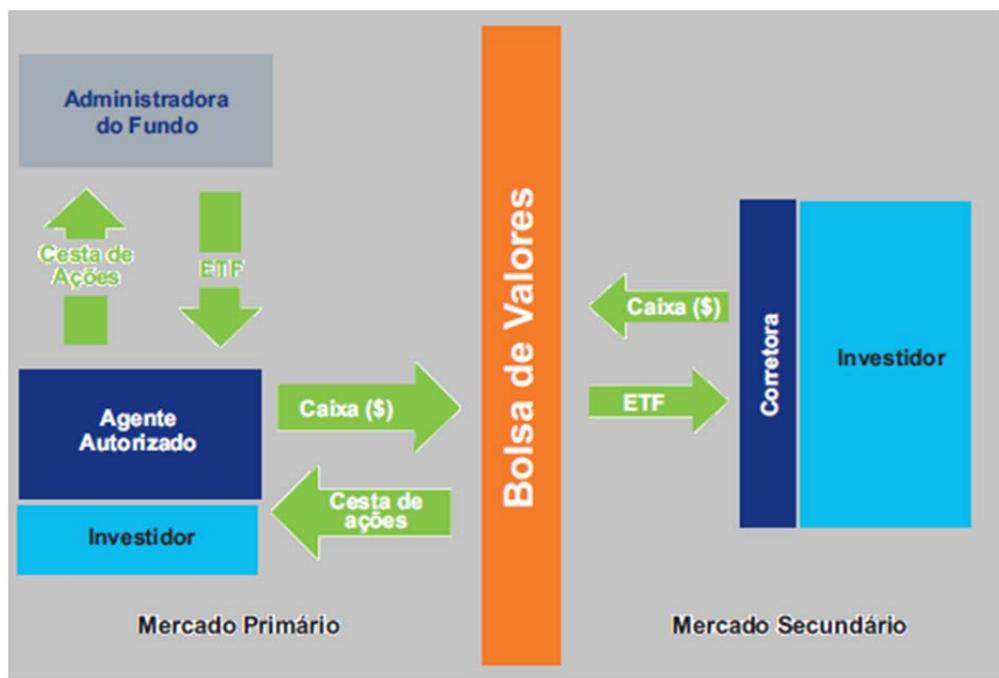
A população brasileira, que historicamente, em sua maioria, ficou afastada do mercado de ações, ainda é reticente quando o assunto se trata de investimento e risco. Assim, o desconhecimento dos ETFs e a falta de entendimento pelo público, especialmente de varejo, ainda são barreiras para o crescimento dos ETFs no mercado nacional.

## **4. ESTRUTURAÇÃO DE UM ETF**

Apesar de possuir grandes vantagens como citadas acima, a estruturação de um ETF pode ser mais complexa do que parece. Como é um ativo negociado em bolsa, a quantidade de cotas existentes para cada produto é limitada e, a não ser que a empresa administradora do ETF resolva emitir novas cotas, esse valor é fixo. Logo, por mais que existam pessoas querendo comprar cotas de um determinado ETF, se não existem vendedores, não há negociação.

No momento que a demanda por determinado ETF atinge certo patamar, os Participantes Autorizados (PAs) podem criar mais cotas. Apesar de operacionalmente ser uma transação complicada, a idéia de criação de cotas por meio dos Participantes autorizados é bem simples. O Participante deverá no Mercado Primário, entregar uma cesta de ativos que compõe o ETF (com suas respectivas proporções dentro do produto) e assim, eles recebem em troca da administradora do ETF um grande bloco de cotas, que poderão ser negociadas, posteriormente, no Mercado Secundário.

Da mesma forma, quando a oferta por determinado ETF é grande, um Participante Autorizado poderá comprar cotas do ETF no Mercado Secundário e liquidá-las no Mercado Primário, recebendo em troca os ativos correspondentes àquela cota. Esse mecanismo de Participantes Autorizados permite às criadoras dos ETFs a manutenção de certo equilíbrio entre a oferta e a procura, fornecendo ainda, uma liquidez no mercado.



Fonte: [www.ishares.com](http://www.ishares.com) acessado em 16/03/2013

**Figura 7 - Dinâmica das negocações com ETFs.**

Na tabela 5, é possível ver uma relação dos participantes envolvidos em toda a estrutura dos ETFs, e suas respectivas funções.

EXEMPLOS DE PARTES ENVOLVIDAS NA ESTRUTURA DE ETFs iSHARES	FUNÇÃO
GESTOR	Gerir a carteira em nome do fundo, instruir o administrador a tomar quaisquer medidas relativas à gestão, custear as despesas de propaganda do fundo e contratar um formador de mercado (market maker) para as cotas do fundo.
ADMINISTRADOR	Contratar terceiros devidamente habilitados para a prestação de serviços relativos às atividades do fundo, agir em prol dos cotistas e garantir com que a gestão da carteira do fundo seja realizada em conformidade com as instruções do gestor.
CUSTODIANTE	Realizar a liquidação física e financeira dos ativos, além de guardar, administrar e informar eventos corporativos associados a esses ativos.
CORRETORA	Negociar cotas do fundo no mercado de bolsa.
AGENTE AUTORIZADO	Atuar por conta e ordem, estabelecendo os termos e condições para integralização e resgate de lotes mínimos de cotas do fundo.
FORMADOR DE MERCADO	Garantir um spread máximo de negociação do fundo para um determinado tamanho de negociação
PROVEDOR DE ÍNDICE	Criar a metodologia de composição do índice subjacente.

Fonte: [www.ishares.com](http://www.ishares.com) acessado em 16/03/2013

**Tabela 4 – Participantes envolvidos e suas funções**

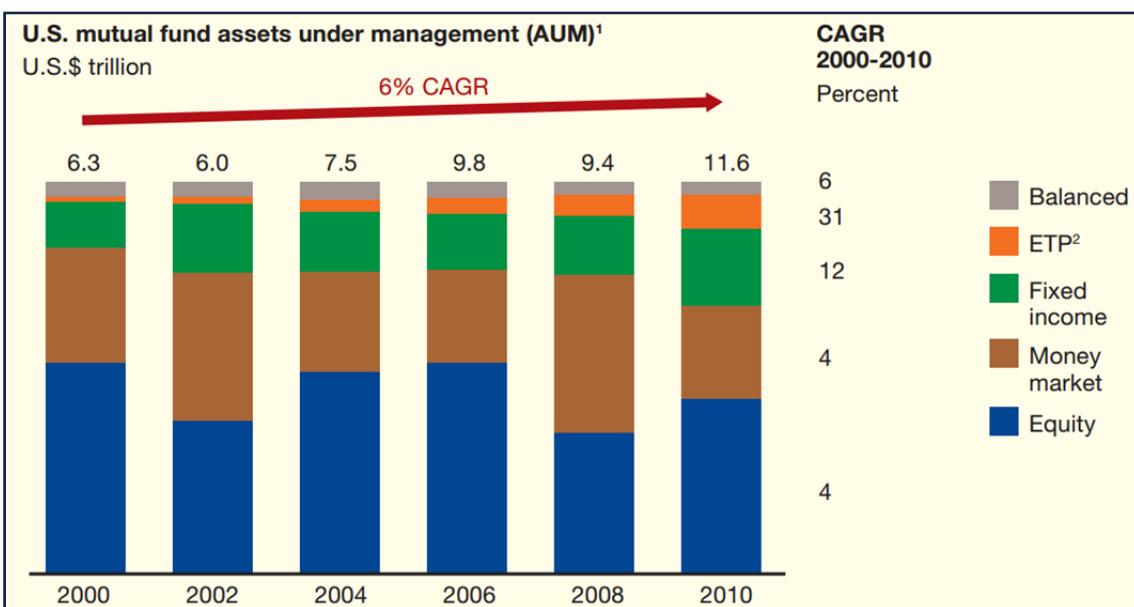
De acordo com um estudo da consultoria estratégica McKinsey & Co. algumas questões estratégicas para os novos entrantes e *players* do mercado de fundos de índice são conforme os requisitos para o sucesso no mercado de ETFs mudam de modo que seus participantes devem considerar uma variedade de perguntas, incluindo:

- *Grandes Gestores já estabelecidos:* Qual a postura estratégica que devemos adotar em resposta à concorrência de preços crescente? Como podemos alavancar ideias do nosso mercado, experiência e escala para a vantagem competitiva máxima? Que canais e segmentos de clientes que devemos priorizar a preservar a liderança de mercado? Como manter uma inovação robusta de produtos em um ambiente onde novos produtos são mais propensos a falhar? Como devemos abordar a globalização? Quais mercados, produtos e canais devemos atuar? Melhor comprar ou construir? Como podemos equilibrar o nosso foco entre a busca de oportunidades restantes em um espaço de amadurecimento passiva e capturando nascentes oportunidades de ETFs ativos?
- *Concorrentes/ Atacantes:* Que capacidades específicas que nos diferencia de operadores históricos e outros invasores? Qual é a melhor combinação de crescimento orgânico e de M&A para obter escala rentável? O mix de produtos, canais de distribuição e segmentos de clientes permite desafiar titulares? Como podemos construir um portfólio equilibrado de produtos para reduzir os riscos de concentração de ativos e garantir ganhos de quota de mercado através de ciclos de mercado?
- *Novos Entrantes:* É tarde demais para entrar no mercado de ETFs passivo? O que ângulos exclusivos poderíamos tomar e que teria que fazer para ter sucesso? Devemos criar e / ou exercer uma "opção" sobre o mercado de ETFs ativo? Que capacidades críticas que precisamos para construir partes de forma agressiva em nossos mercados e segmentos escolhidos? Pode ser essas capacidades organicamente construída?

## 5. ANÁLISE DE CONTEXTO INTERNACIONAL

### 5.1 RÁPIDO CRESCIMENTO DE UM PRODUTO DISRUPTIVO

Segundo estudo realizado em 2012 pela consultoria estratégica McKinsey & Co. é válido destacar que os gestores de investimentos possuem inúmeras razões para apresentarem perspectiva positiva com relação ao crescimento projetado para a indústria de ETFs no mundo. Em dezembro de 2010, quase 18 anos após o lançamento do primeiro ETF, os ativos presentes em ETFs do mercado americano chegaram a US\$1 trilhão. Desde 1995, ETFs americanos tem gerado consistentemente fluxos líquidos positivos anuais tanto em tendências e ciclos de subida quanto de descida do mercado. Considerando o período entre 2000 e 2010, por exemplo, o volume dos ativos sob gestão (*AUM – Assets Under Management*, da sigla em inglês) dos *exchange-traded products* (ETPs) cresceu mais de 30% ao ano conforme destacado pelo gráfico abaixo.



<sup>1</sup> Desconsiderando *funds of funds*

<sup>2</sup> ETPs englobam ETFs, ETCs (*exchange-traded commodities*) e ETNs (*exchange-traded notes*)

Fonte: Adaptado da *McKinsey Analysis e Strategic Insight*  
[http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em  
10/03/2013

**Gráfico 1 - Comparativo do Crescimento dos ETP's (*Exchange-Traded Products*) nos EUA X Outras Categorias de Gestão de Ativos nos últimos 10 anos**

Com o intuito de contextualizar ainda o gráfico, é válido destacar o fato de que os fundos mútuos americanos convencionais cresceram uma média de 5% a 6% ao ano durante o mesmo período de tempo. Portanto, na última década, nenhum outro segmento da indústria do mercado financeiro americano apresentou crescimento tão rápido e consistente como a dos ETFs, nem fundos ativamente geridos, de pensão ou mesmo o emergente mercado de renda fixa. Atualmente, os ETFs estão presentes em cerca de 10% de todos os ativos de fundos mútuos americanos.

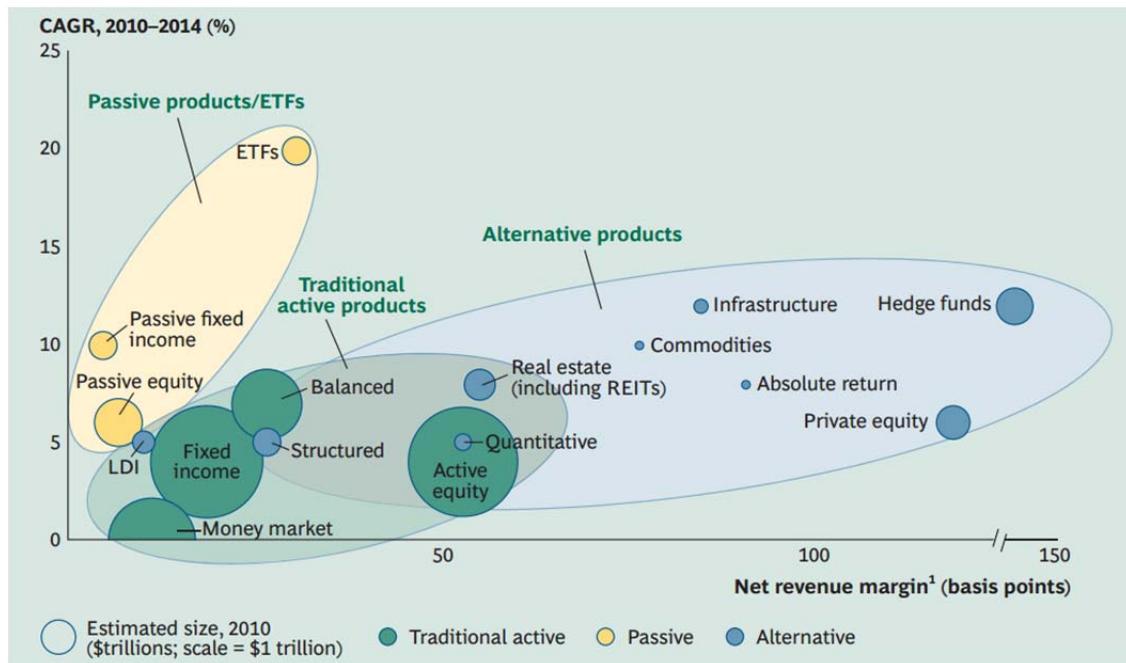
Cabe lembrar que o *CAGR (Compound Annual Growth Rate)* é um termo específico utilizado que apesar de não ser contábil é amplamente utilizado para comparar as taxas de crescimento de dois investimentos uma vez que amortece o efeito da volatilidade dos retornos periódicos.

$$\text{CAGR}(t_0, t_n) = (V(t_n)/V(t_0))^{\frac{1}{t_n-t_0}} - 1$$

$V(t_0)$ : Valor Inicial,  $V(t_n)$ : Valor final,  $t_n - t_0$ : Quantidade de Anos

**Figura 8 - Fórmula do CAGR (Compound Annual Growth Rate)**

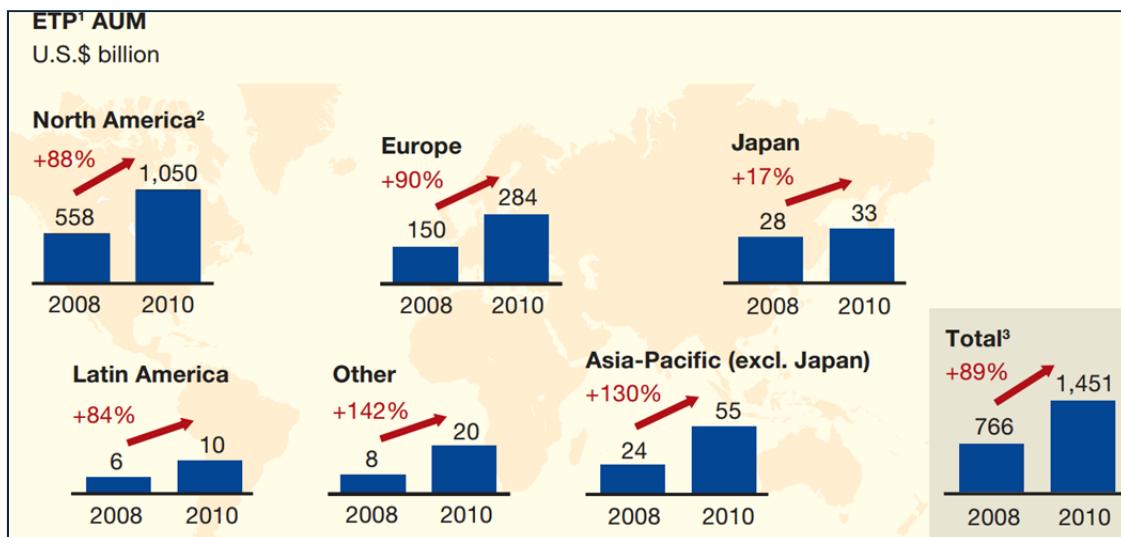
De acordo com relatório “*Building on Success: Global Asset Management 2011*” divulgado pela *Boston Consulting Group* a perspectiva desde 2010 até 2014 é que produtos alternativos e passivos apresentem crescimento superior aos produtos tradicionais, conforme pode ser notado no seguinte gráfico comparativo.



Fonte: <http://www.bcg.co.jp/documents/file81068.pdf> - acessado em 18.02.2013

**Gráfico 2 – Perspectivas Produtos Alternativos e Passivos X Produtos Tradicionais 2010-2014**

As tendências globais são igualmente impressionantes. Entre 2008 e 2010, os mercados europeus de ETFs cresceram a taxas comparáveis às dos EUA, enquanto os mercados da Ásia-Pacífico (excluindo o Japão) de ETFs cresceram mais de 100 por cento, ainda que em bases de recursos muito menores conforme apresentado no gráfico seguinte desconsiderando as condições desafiadoras do mercado.



<sup>1</sup> ETP defined to include ETFs, ETCs and ETNs.

<sup>2</sup> U.S. and Canada only

<sup>3</sup> Totals may not sum due to rounding

Fonte: Adaptado de *BlackRock*; “*ETF Landscape*” até 2010 e *McKinsey Analysis*  
[http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em  
 10/03/2013

**Gráfico 3 - Crescimento Global dos ETP's tem sido forte nos últimos anos**

Cabe destacar que a perspectiva para os mercados globais ETF continua forte, com taxas de crescimento esperadas para rivalizar ou mesmo superar os EUA nos próximos anos. Com base nas projeções atuais, o total global de ativos sob gestão da indústria de ETFs poderia crescer de aproximadamente US\$1,5 trilhão de dólares em 2010 para entre US\$ 3,1 e 4,7 trilhões de dólares americanos até 2015. Observe no gráfico a seguir a previsão de crescimento realizada para a indústria dos ETPs.



<sup>1</sup> Incluindo estimativas para Américas, Europa, Ásia (exceto Japão) e demais regiões (Japan, Oriente Médio e outros).

<sup>2</sup> Incluindo todos ETPs (ou seja, ETF, ETN, ETC)

Fonte: Adaptado de *McKinsey Analysis e ETF Landscape* até 2010  
[http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em 10/03/2013

**Gráfico 4 - Perspectiva de Forte Crescimento Global até 2015**

Vale lembrar que embora as perspectivas de crescimento para ETFs tenham ganhado a atenção da indústria, muitas empresas continuam cautelosas por causa da intensidade competitiva deste mercado (cerca de 70 por cento dos ativos globais ETF são controladas pelos três principais gestores), taxas baixas além do foco na gestão passiva. No entanto, apesar de cautela ser considerada prudente, não é por si só uma estratégia. Os gestores devem entender que ETFs estão atuando como disruptivos na indústria em várias dimensões como expansão do acesso aos investidores de modo a democratizar um conjunto de classes de ativos e estratégias.

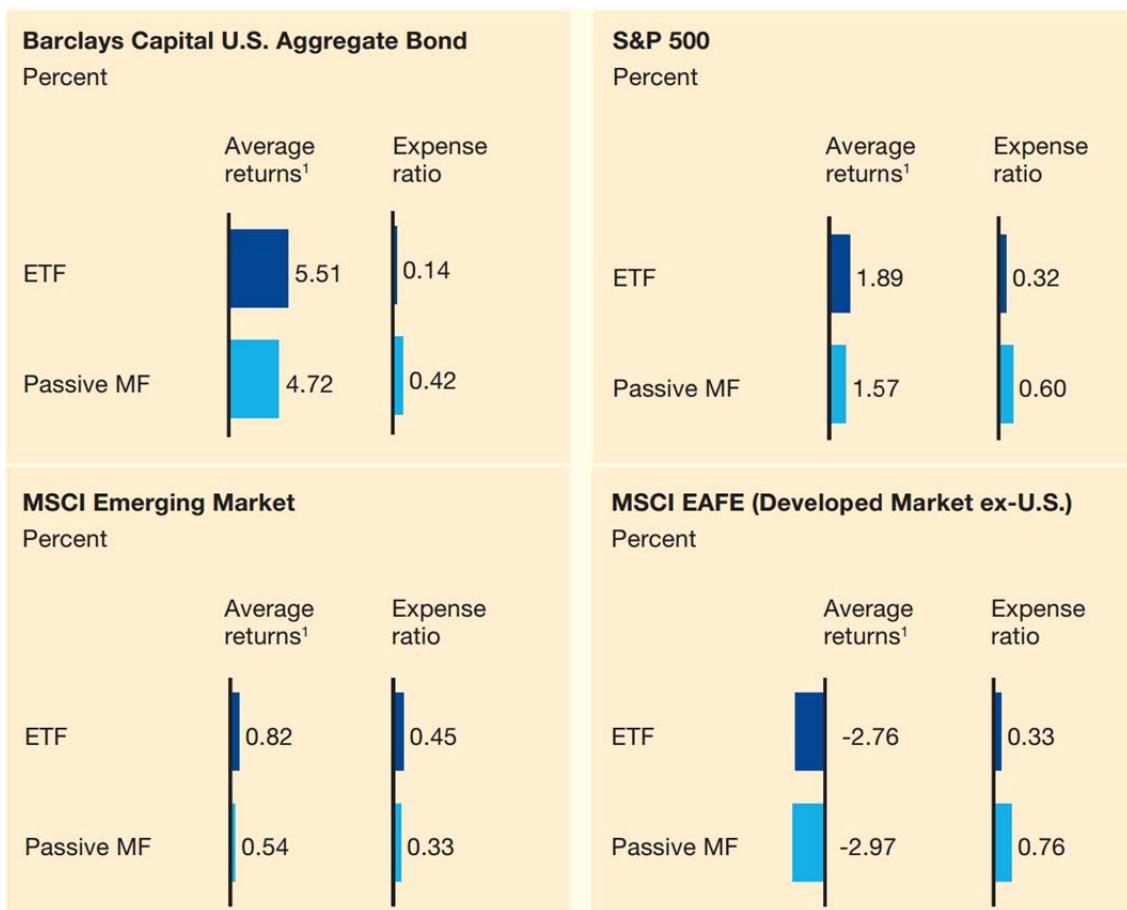
Inclusive os pequenos investidores institucionais ou pessoas físicas podem agora obter a exposição direta e eficiente em custo a commodities em geral (ouro, petróleo, gás natural e cobre) as quais já foram muito caras e inviáveis de serem obtidas. Investir diretamente em moedas estrangeiras, vender a descoberto índices inteiros e replicar estratégias similares a de *hedge funds* que antes eram de domínio exclusivo das grandes instituições.

Executar estratégias de alocação de ativos com um conjunto de índices que divide mercados globais com potenciais distintos de crescimento é possibilitada. Inclusive, podem comprar ETFs que oferecem a construção de uma alavancagem de duas ou três vezes sem a necessidade de uma conta de margem.

Permite também que analistas rentabilizem seus conselhos ao passo que ETFs estão mudando a maneira consultores de varejo trabalham com cliente, opinando sobre alocações dos portfólios geridos. Tal tendência é especialmente evidente em segmentos baseados em taxas de rápido crescimento onde cobram uma taxa de administração baseada na performance dos ativos e, portanto, acrescenta incentivos para clientes investirem em veículos de baixo custo. Permitem ainda que ofereçam serviços antes impraticáveis, tais como táticas de alocação de ativos e exposição de ampla gama de classes de ativos com baixo custo como mercados emergentes e commodities.

Na realidade, acredita-se que os ETFs ofereçam uma proposição de valor mais forte do que os tradicionais fundos mútuos passivos. Os benefícios mais frequentemente observados de ETFs incluem taxas mais baixas de despesas, vantagens fiscais e de transparência, mas esses benefícios são apenas parte da história. Por serem negociados como ações, permitem que investidores atuem com ordens de *stop* e limite (ao contrário dos convencionais fundos mútuos, que funcionam baseados na cotação do Valor Patrimonial Líquido obtido ao final do dia).

Em contraste com os fundos mútuos oferecem a flexibilidade de negociação de opções, o que facilita negociações mais sofisticadas e estratégias de gestão de risco. Uma vantagem significativa, mas menos discutida é que eles podem resultar um desempenho melhor do investimento quando comparado aos fundos de índices equivalentes convencionais. Observe no gráfico a seguir o fato de que os ETFs normalmente geram melhor performance de investimento do que outros veículos de fundos de investimentos quando comparados seus retornos médios e despesas com outros quatro benchmarks (*Barclays Capital U.S. Aggregate Bond, S&P 500, MSCI Emerging Markets* e o *MSCI EAFE (Developed Market ex-U.S.)*).



<sup>1</sup> Retorno Médio Anualizado por período de três anos considerando até final de 2010

Fonte: [http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em 10/03/2013

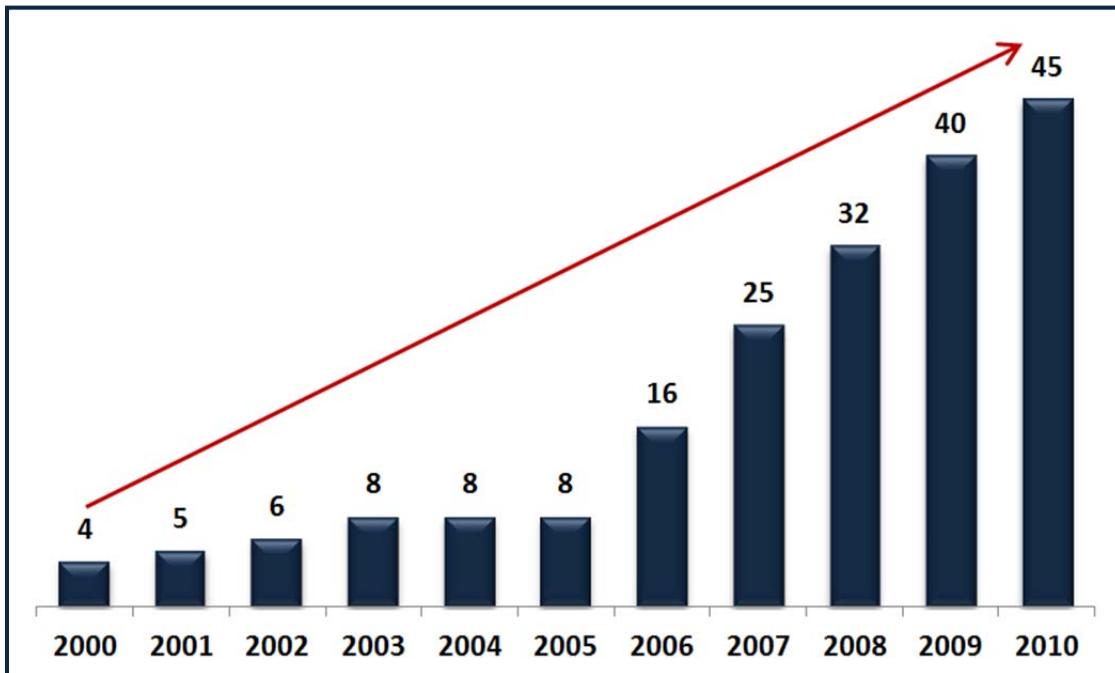
**Gráfico 5 - ETFs normalmente geram melhor performance de investimento do que outros veículos de fundos de varejo – Comparativo Retornos Médios e Despesas entre ETFs e quatro benchmarks**

O bom desempenho acima destacado é impulsionado em parte pelas menores despesas, embora o mais significativo seja a redução do custo do fluxo, despesa associada à precificação dos fundos mediante a entrada e saída de acionistas dos fundos mútuos fornecendo liquidez para os acionistas. No entanto, os ETFs não são isentos de inconvenientes: frequentemente são sujeitos a comissões de negociação; *spreads* de compra e venda (*bid / ask*), aumentando os custos das transações de um investidor individual além dos recursos fiscais não serem vantajosos para necessariamente todos.

Por outro lado, é válido mencionar que a implicação dessas mudanças ainda não é amplamente entendida e explicada por gestores. Conforme mais *players* voltam sua atenção para o mercado de ETF, há sinais de que um ponto de mudança está se aproximando, e que os gestores de recursos precisarão de novas estratégias, novas capacidades e novos modelos para prosperar nesta nova fase.

Até recentemente, a indústria dos ETFs desfrutou de um período de relativa tranquilidade com o sucesso, mediante um crescimento consistente e poucos lançamentos de produtos que falharam. Entretanto, tal mercado tem evoluído nos últimos cinco anos e, em muitos aspectos, parece muito diferente do que já existe de modo que diversos desenvolvimentos sugerem que o mercado está se aproximando de um momento crítico.

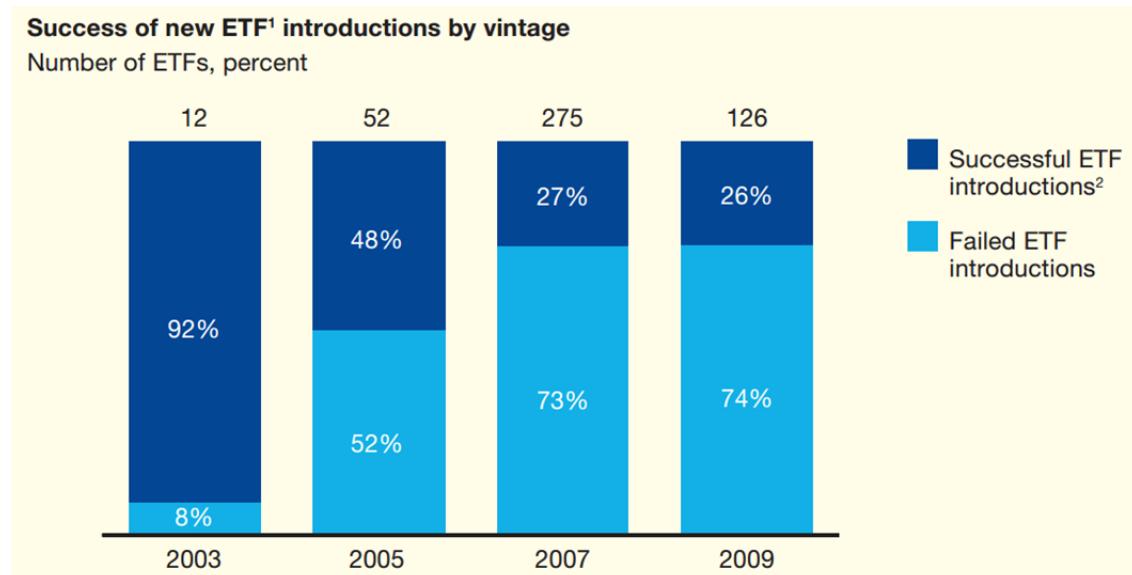
Um cenário competitivo reflete a percepção da maioria nas últimas duas décadas quando ETFs foram um mercado relativamente calmo e controlado por três grandes gestores. No entanto, as esperanças de que este continuaria a ser um nicho seletivo desapareceram. Os ETFs hoje são agora um foco de competição com uma variedade crescente e agressiva de concorrentes conforme demonstrado no gráfico abaixo sobre o crescimento de 11,25 vezes na quantidade de gestores de ETFs de 2000 até 2010.



Fonte: Adaptado de [http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em 10/03/2013

**Gráfico 6 - Crescimento do número de competidores no mercado de ETFs cresceu mais de dez vezes na última década**

No que tange a proliferação do produto, observa-se que o crescimento rápido de produtos, juntamente com um aumento do número de lançamentos fracassados, sugere que o mercado de ETFs passivo está chegando mais perto da saturação, com os retornos relativamente fáceis e simples tendo acabado. Em 2009, quase três quartos de todos os lançamentos falharam (ou seja, não reuniram ativos significativos dentro de dois anos), em comparação com uma taxa de falha de menos de 10% em 2003.



<sup>1</sup> ETFs defined to include ETFs and ETCs.

<sup>2</sup> Successful ETFs defined as those reaching \$100 million in AUM at any point during their year of introduction or the year after.

Fonte: Adaptado de Strategic Analysis

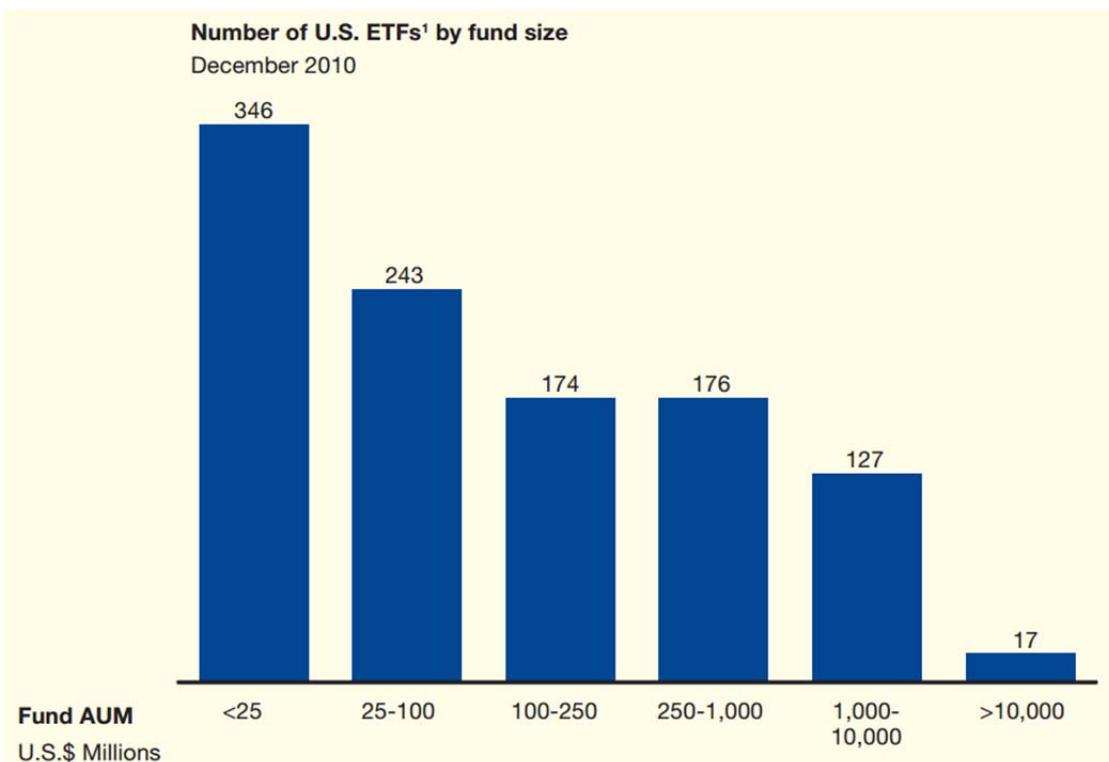
[http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em 10/03/2013

#### Gráfico 7 - Sucesso mediante novos produtos ETFs como mais desafiador

De 2000 a 2007, 10 ETFs foram fechados. Nos três anos seguintes, mais de 150 ETFs foram fechados. Por outro lado, muitos dos *exchange-traded funds* atuais apresentam poucos recursos para quebrar mesmo economicamente e, como resultado, os gestores tem reexaminado portfólios de produtos e racionalizando estratégias. Uma vez o sucesso se tornando menos certo para o lançamento do ETF, os investidores buscam um novo olhar sobre a proposta de valor que eles oferecem aos analistas financeiros, buscando novas fontes de crescimento, a partir de novas categorias de produtos, novos canais de distribuição e em novas geografias como Ásia e Europa, por exemplo.

É notável uma intensificação da concorrência por preços sendo verificada mediante o fato da pressão de preços estar aumentando em produtos mais conhecidos como por exemplo, o S&P e índices MSCI além de outras categorias de produtos com grandes cestas de ativos.

A árdua concorrência entre produtos semelhantes de ETFs tem crescido significativamente e o preço é frequentemente uma característica-chave de diferenciação. Alguns dos mais recentes produtos de índices amplos cobram taxas de apenas cinco pontos percentuais, enfraquecendo os operadores históricos líderes. Este foco no preço está levando gestores com propostas de valor de baixo custo para tentar pressionar sua vantagem contra concorrentes mais caros. Logo, conforme demonstrado no gráfico a seguir podemos verificar a maior quantidade de ETFs nos fundos com menores volumes financeiros.



<sup>1</sup> ETFs defined to include ETFs and ETCs.

Fonte: Strategic Insight  
[http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em 10/03/2013

**Gráfico 8 - Grande número de ETFs menores conduz à racionalização continuada do portfolio de produtos**

Quanto à incerteza regulatória, observa-se que a inovação em ETFs, especialmente para as estratégias de ativos, ingressou seu período mais complexo em Março de 2010, quando a *SEC (Security Exchange Commission*, equivalente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nos EUA) anunciou uma revisão de suas políticas de alívio fiscal, um pré-requisito importante para trazer mais ETFs novos para o mercado. A *SEC* está particularmente preocupada com o uso de derivativos em sua estrutura do '*Investment Company Act*' de 1940 de fundo mútuo.

Ao mesmo tempo, criou uma vantagem exclusiva para os gestores que obtiveram alívio fiscal antes da revisão da *SEC*, como aquelas aprovações que continuam em vigor de modo que muitos gestores menores agora se encontram como fáceis alvos de aquisição. Mediante a reforma da regulamentação financeira consumindo bastante a atenção de reguladores, é difícil prever com precisão quando voltará o alívio fiscal no momento em que o ritmo da inovação vai se recuperar.

Quanto ao capital de investimento inicial para lançar ETFs nos EUA historicamente esse veio de formadores de mercado em troca do privilégio de atuar como especialista para um fundo recém-listado. Em um primeiro momento, formadores de mercado raramente encontraram um ETF que não evoluiria. No entanto, a economia dos modelos de negócio dos formadores de mercado têm estado sob pressão de forças mais amplas do setor financeiro, que está impulsionando a consolidação. Embora o número de formadores de mercado tenha diminuído, o número de lançamentos planejados de ETFs continuou a subir.

Compondo este desafio, a taxa de sucesso de novos produtos ETFs tem diminuído, o que significa que os investimentos em produtos menos qualificados muitos não conseguem retorno adequado. Enquanto grandes gestores de ETF são menos afetados por esta tendência devido ao seu tamanho e relacionamentos de longo prazo com os componentes do mercado, o ambiente é cada vez mais desafiador para os menores, encontrando cada vez mais dificuldade para obter capital para novos produtos.

Como resultado destas tendências, algumas tentativas recentes de ingresso no mercado de ETF não renderam o grau de sucesso que os novos entrantes esperavam. Até mesmo líderes de mercado estão sentindo os efeitos de uma mutação competitiva, e suas respostas poderiam acelerar o ritmo da mudança.

## **5.2 NOVOS DESAFIOS & OPORTUNIDADES**

Os desenvolvimentos previamente analisados na seção anterior compreendem uma transição da indústria de ETFs para uma segunda fase. Especialistas compreendem que o enredo desta nova fase, provavelmente, incluirá várias reviravoltas importantes, como mudanças nas barreiras de entrada, rápida expansão global, a evolução de novos modelos de negócios e o aumento de novos produtos e canais de distribuição, podendo inclusive ter implicações de longo alcance para cada gestor de ativos, mesmo que atualmente estejam competindo ou não no mercado internacional de ETFs.

Líderes de mercado e novos entrantes igualmente enfrentam algumas escolhas difíceis uma vez que terão de aprimorar o foco no cliente, desenvolver planos de expansão geográfica e aprimorar propostas de preços além de compreender a evolução das necessidades dos investidores mediante a integração dessas ideias para um produto coerente inclusive com estratégias de distribuição.

Apesar dos desafios nesta trajetória, as perspectivas para o crescimento global dos ETFs permanecem forte. Com base nas projeções atuais, o total global de ativos sob gestão dos ETFs poderia crescer de aproximadamente US\$1,5 trilhão hoje para entre US\$3,1 e 4,7 trilhões dólares americanos até 2014.

No que tange a renovação do foco sobre o custo do investimento observamos que o benefício dos ETFs de um crescente foco em custos de investimento representa retornos de fundos menores nos últimos anos levando investidores e analistas a questionarem o benefício de gestão ativa versus produtos mais baratos passivos.

A análise das taxas de investimento tem crescido em todo o mundo assim como as regulações para uma supervisão financeira, em decorrência da crise financeira. Em mercados como o Reino Unido e Austrália, a regulamentação sobre os preços está direcionando para uma transição de consultoria baseada nas taxas de administração; se os padrões de adoção dos ETFs nos EUA são um indicador, este pode vir a ser uma benção para os atuantes nesses mercados. Nos EUA, as propostas para limitar taxas poderia ainda nivelar o campo de atuação para ETFs contra fundos tradicionais.

Limitações de comissões para distribuição de fundos mútuos significam menos dinheiro para a promoção de fundos convencionais, e pode, portanto, apoiar o crescimento acelerado dos ETFs.

Cabe destacar a ênfase regulamentar na transparência na qual todos os indicadores sugerem que as autoridades vão continuar a exigir uma maior divulgação de todos os gestores de ativos, especialmente em matéria de preços.

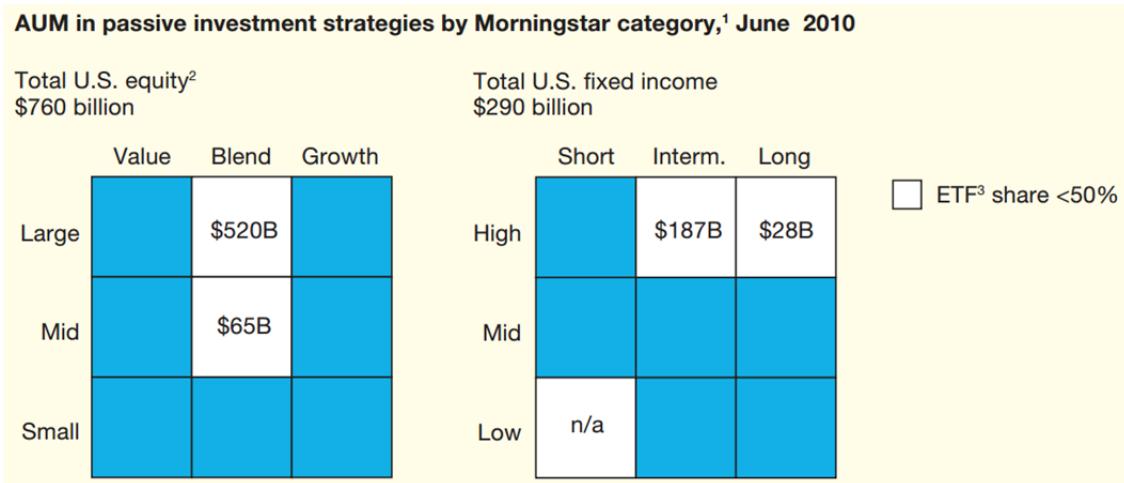
Com relação à ampliação da consciência dos investidores, os ETFs apresentam ainda um crescimento impressionante apesar da consciência ainda relativamente baixa e adoção entre os investidores, analistas e instituições significando permanência do potencial de crescimento significativo. Aproximadamente 15% dos investidores institucionais dizem que não estão suficientemente familiarizados com ETFs ou não os usam por completo. Outros 35% dizem que são familiarizados com ETFs, mas não possuem ou usam. 40% dos analistas compartilham tal opinião. Conscientização e adoção dos ETFs continuam a subir em reconhecimento dos nomes de fundos ao entrarem no mercado tanto com produtos passivos como ativos de ETFs.

Cabe destacar um aumento do apetite institucional, embora os fundos de *hedge* e administradores financeiros tenham focado em ETFs por algum tempo, outras instituições, como as de previdência privada ou fundações estão apenas começando a mostrar interesse significativo. ETFs oferecem às instituições vários benefícios, incluindo a flexibilidade para facilmente manter uma exposição de referência durante mudanças de gestão ou decidindo como alocar o dinheiro (ou seja, geração de caixa). Além disso, também se encaixam naturalmente em estratégias núcleo-satélite as quais são populares com clientes institucionais. Instituições maiores muitas vezes podem também realizar economias de custo com ETFs, graças à sua capacidade de gerar rendimento extra através de aluguéis/ empréstimos.

Subjacente ao crescimento de ETFs temos quatro fatores que vão mudar a paisagem da indústria de forma significativa nesta nova fase: um mercado cada vez mais competitivo para investimentos passivos, crescimento em ETFs ativos, a globalização do mercado e novos modelos competitivos.

Dada a crescente pressão competitiva os novos operadores tendem a precisar considerar cuidadosamente onde e como competir. Os líderes no negócio de ETFs passivos hoje estão fortemente posicionados, com marcas estabelecidas, liquidez de produtos, alcance de distribuição e escala. No entanto, eles terão de enfrentar a crescente concorrência de alguns grupos de atuantes no mercado, como grandes gestores de recursos convencionais de marcas fortes, *players* de distribuição proprietária ou plataformas, e de nicho focada, além de gerentes de fundos inovadores.

É importante considerar um olhar estratégico tanto sobre a seleção de mercado e inovação. Quanto à seleção do mercado, o crescimento do mercado mais passivo será centrado em algumas categorias principais de produtos de alguns ETFs que ainda tem a apresentar retornos significativos. Vale destacar que há apenas algumas categorias, incluindo mistura de médias e grandes capitalizações e de alto grau de renda fixa, os quais representam a concentração mais significativa de ativos.



<sup>1</sup> Considera apenas fundos qualificados pela Morningstar em categorias de ações e renda fixa nos quadros. Desconsidera demais fundos como fundos setoriais ou de renda fixa classificados baseados o prazo como os *long-term U.S. bonds*.

<sup>2</sup> Inclui fundos e ETFs tanto em categorias de ações como de renda fixa.

<sup>3</sup> ETFs considera neste caso os ETFs e ETCs.

Fonte: Adaptado da *Strategic Insight Simfund MF e Morningstar*  
[http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em  
 10/03/2013

**Gráfico 9 - Espaços em branco permanecem em poucas categorias principais de produtos passivos**

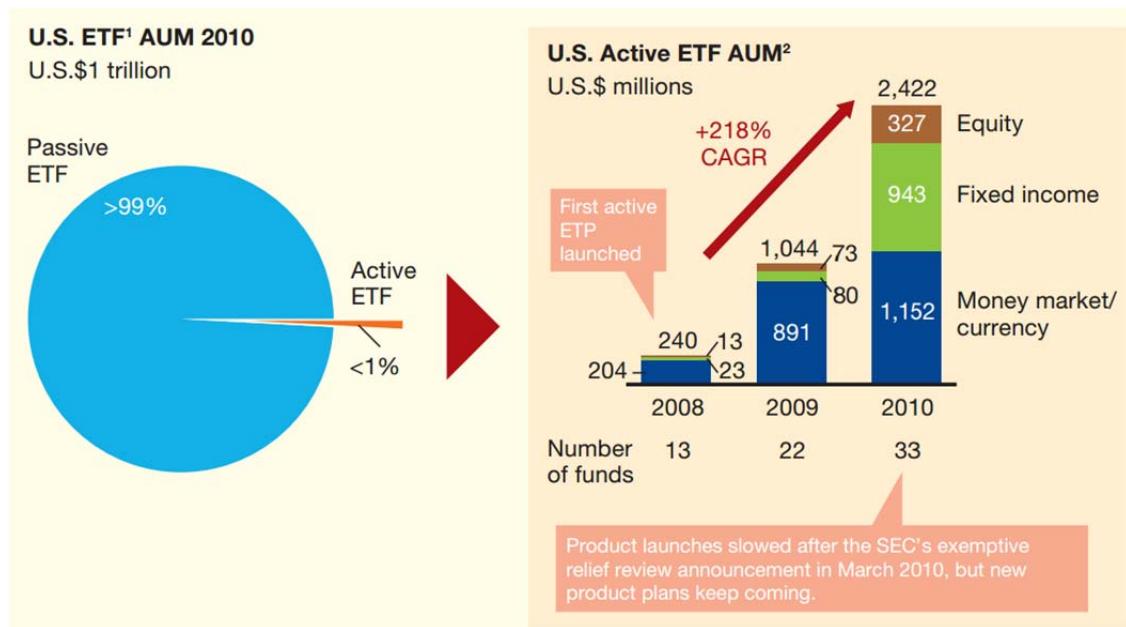
Capacidade dos novos operadores de gerenciar essas carteiras de ativos será limitada, com pesos pesados da indústria em plataformas de escala, produtos de baixas taxas e capacidade de distribuição fortes, provavelmente capturarão a maior parte deste espaço em branco com estratégias de distribuição avançadas que acessam novos canais para o crescimento. Mediante um foco em inovação os gestores com menor volume ainda têm a oportunidade de entrar no mercado de ETF passivo através de inovação de produto, pois muitas das necessidades dos investidores permanecem não atendidas.

Para ETFs de commodities usando estratégias baseadas em derivativos (ou seja, sem entrega física) sofreram maus efeitos, um fenômeno em que os preços futuros excedem os preços dos meses seguintes. Em sua aplicação mais simples, estes usos futuros de ETFs para replicar a evolução dos preços subjacentes das commodities sistematicamente a compra do contrato do mês seguinte e "rolar" este para o próximo mês antes de expirar. Existem situações nas quais as mercadorias subjacentes estão de modo que estes fundos são obrigados a comprar contratos cada vez mais caros e, portanto, sistematicamente perder financeiro dos ativos. A próxima geração de ETFs de commodities foi desenvolvida para atenuar essas vulnerabilidades alterando as estratégias de rolagem e, até agora, estes têm sido bem-sucedidos em termos de desempenho e coleta de ativos.

Enquanto ETFs ativos são uma categoria de produto emergente que representa cerca de 1% de todos os ativos de ETF hoje, eles têm o potencial de mudar a situação tradicional na gestão de ativos e iniciar uma nova curva de crescimento para a indústria como um todo - e não apenas os líderes ETFs passivos.

É impossível prever o tamanho final da indústria ETF ativa ou a sua trajetória de crescimento, mas os gerentes prudentes devem considerar os riscos e oportunidades que poderiam surgir se ETFs ativos estiverem prestes a decolar. Considere que se ETFs ativos seguirem o mesmo padrão de crescimento que os produtos passivos, eles podem constituir cerca de 10% de todos os fundos mútuos de longo prazo gerenciados nos EUA dentro de uma década podem ultrapassar US\$ 1 trilhão em ativos sob gestão.

Muitos gestores de ativos tradicionais estão cientes do risco disruptivo que ETFs ativos podem representar. Na verdade, os gestores entraram com mais de 800 pedidos para novos fundos de ativos com a SEC. Muitos são de gerentes tradicionais sem os produtos de ETFs que estão simplesmente preservando suas opções no caso de o mercado se expande. Observe no gráfico a seguir o potencial de rápido crescimento do mercado de ETFs ativos nesta nova fase embora atualmente seja pequeno.



<sup>1</sup> ETFs gerais considerando ETFs e ETCs.

<sup>2</sup> Considera ETPs cambiais disponibilizados pela Wisdom Tree.

Fonte: Adaptado de *ICI e Strategic Insight*

[http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em 10/03/2013

#### Gráfico 10 - Mercado de ETF<sup>1</sup> ativos é pequeno hoje, mas apresenta rápido crescimento.

Tendências do setor estão cada vez mais favoráveis para o crescimento dos ETFs ativos. Em particular, há quatro condições que podem estimular a aceleração deste rápido crescimento: abordagem padronizada, controle dos registros, participação de grandes marcas e transparência.

No que tange uma padronização da abordagem observa-se que a construção de um ETF ativo está longe de ser simples. Propriedade intelectual continua a ser um dilema crucial para os gestores de carteira ativa, que são relutantes em compartilhar suas estratégias de investimento através de um ETF transparente por medo de que outros gerentes poderiam copiar a estratégia e reduzir a sua capacidade de gerar retornos superiores. Gestores de carteiras de fundos maiores enfrentam o risco de ser pioneiro pelo mercado ao fazer grandes compras de títulos ou vendas. Diversas propostas inovadoras desde reunir vários ETFs juntos para pedidos de criação e redenção (mascarando assim holdings individuais de ETFs) até uma "caixa preta" criptografada que utiliza modelos quantitativos para identificar cestas de segurança de valores mobiliários. Reguladores ainda têm de sinalizar a disposição para endossar um método.

No que tange o controle dos registros, o primeiro ETF ativo qualificou para as classificações do Morningstar em 2011 conforme completou um histórico de três anos. Como ETFs mais ativos atingem este marco, deve aumentar a sua visibilidade com conselheiros e investidores de varejo além de estimular a adoção, assumindo que o desempenho dos investimentos seja satisfatória.

Sendo amplamente reconhecidos e respeitados gerentes de nome fazem movimentos para o domínio de ETFs ativos, seu apoio vai aumentar a credibilidade dos ETFs ativos e acelerar a demanda e adoção. Um movimento direcionado para ETFs ativos ao longo dos últimos 12 a 18 meses por um dos maiores gestores de renda fixa do mundo foi um marco para sua evolução, levando muitos gestores a reexaminar e elevar suas estratégias. Muitos anúncios de produtos recentes por gestores de alto nível (tanto tradicionais como de ETFs) são uma forte evidência de um foco renovado.

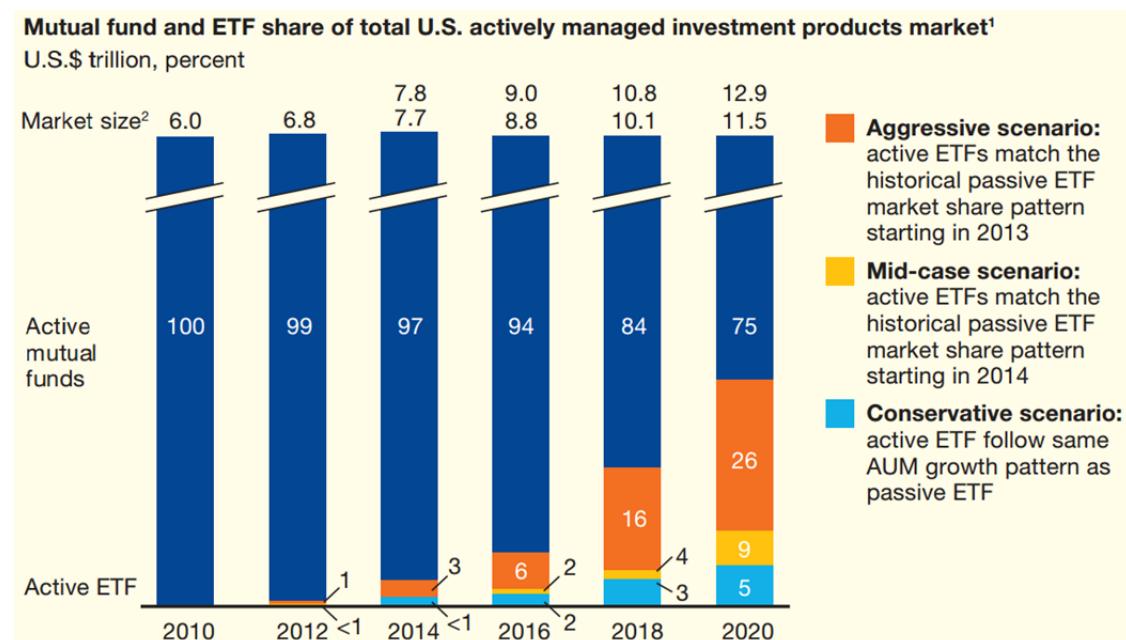
Enquanto a espera da SEC sobre os pedidos de socorro financeiro retardou a formação de novos fundos de ativos, a resolução é provável no curto e médio prazo. Além deste obstáculo, um catalisador potencialmente importante de crescimento dos ETFs ativos é o desenvolvimento de um método prático e precedente para converter fundos convencionais de investimento existentes em ETFs. Isso pode permitir que um gestor de ativos procurando expandir para o mundo dos ETFs mantenha registros de desempenho e alcance uma escala instantânea suficiente no lançamento. Várias propostas de conversão de fundos são atualmente sob consideração por gestores menores, mas se um gestor maior converter um fundo bem sucedido de quatro ou cinco estrelas, ele poderia se tornar um divisor de águas nesta conjuntura.

Caso os ETFs ativos não decolem, especialistas do setor esperam que comecem a partir do lado de renda fixa do mercado. Fundos de renda fixa são menos vulneráveis ao pioneirismo e, portanto, enfrentam um menor risco de transparência. Um segmento de fundos de renda fixa tradicionais que podem ser expostos aos ETFs ativos no curto prazo é um negócio de US\$3,0 trilhões.

Fundos do mercado financeiro perderam seu porto seguro quando vários fundos quebraram durante a crise de crédito de 2008 quando os investidores não mantiveram seu VPL (valor patrimonial líquido) garantido. Tal constatação abriu uma janela de oportunidade para diversos produtos com perfis de risco semelhantes aos fundos do mercado financeiro, mas com relações de despesa significativamente mais baixos e os rendimentos de investimento significativamente mais elevados.

Produtos pioneiros nesta categoria já começaram a ganhar força no mercado. No entanto, para os ETFs competirem eficientemente e combinando a escala de fundos do mercado financeiro no de varejo, o atual ambiente de baixas comissões entre corretoras teria que permanecer em cena para os ETFs, desde que os clientes estivessem movimentando dinheiro dentro e fora destes produtos frequentemente.

Como o mercado de ETFs se torna maior, mais diversificado, global e ainda mais competitiva nesta segunda etapa, a indústria de gestão de ativos deve se adaptar. É esperado que os concorrentes irão gravitar para um dos vários modelos de negócios. Alguns representam extensões naturais de tendências existentes, enquanto outros ainda não existem ou são apenas recém-nascidos no cenário atual.



<sup>1</sup> Representa 50% dos fluxos líquidos em ETFs ativos chegando de fundos mútuos; valorização anualizada de mercado em 6% para ETFs ativos e 5.5% para fundos mútuos ativos.

<sup>2</sup> Linha superior representa tamanho do Mercado total para o cenário 1, linha inferior representa tamanho do mercado total para o cenário 3.

Fonte: FRC, *Federal Reserve Fund Flows* e 2009 McKinsey/U.S. Institute Asset Management Benchmarking Survey [http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf), acessado em 10/03/2013

**Gráfico 11 – Análise Gráfica de Cenários: Se os ETFs ativos seguirem uma adoção similar à dos ETFs passivos, eles podem ser extremamente disruptivos**

Segundo uma abordagem de escala, os principais gestores tendem a focar principalmente no fornecimento de acesso a categorias de menor risco para uma ampla faixa de investidores institucionais e de varejo. Inicialmente, os *players* irão perseguir este modelo competindo com base em uma combinação de força da marca, qualidade do produto e custo, no entanto, como a batalha se desenrola e investidores e analistas se informam melhor e se sentem mais confortáveis com ETFs, custos, liquidez e distribuição provavelmente superarão a marca como o determinante de maior prazo de sucesso em categorias conservadoras.

Construir e manter escala exigirá fortes capacidades de distribuição, fornecedores conservadores com os melhores motores de distribuição serão recompensados com um ciclo de reforço do virtuoso crescimento de modo a gerar mais recursos, maior escala, menor custo, preços mais baixos, mais ativos. Aqueles que ignoram a importância da distribuição provavelmente irão experimentar o inverso, um ciclo vicioso de desafios econômicos e declínio. Marca vai desempenhar um papel marginal para gestores, facilitando a distribuição e potencialmente o efeito de compressão de preços, principalmente nos primeiros dias desta nova etapa. Em última análise, com escala torna-se cada vez mais crítico e apenas alguns *players* terão sucesso, com concorrentes menores sendo adquiridos ou espremidos pelo mercado.

Aqueles que tiverem os melhores mecanismos de distribuição serão recompensados com um ciclo de reforço do crescimento virtuoso: mais recursos, maior escala, baixo custo, preços mais baixos, mais ativos.

Ao contrário dos fundos mútuos, ETFs pagam pouco ou nenhuma comissão de distribuição para as corretoras e assessores que os vendem aos seus clientes. A receita dos distribuidores geralmente é gerada pela venda de ETFs são pequenas comissões de operações conforme os fundos são comprados ou vendidos nas contas dos clientes. Na medida em que são comprados no lugar de fundos mútuos tradicionais, este é um desafio para o distribuidor. Mesmo ETFs não acabando com os ativos dos fundos mútuos ou fluxos, ainda podem ser vistos como "*free-riders*" no canal de distribuição. Distribuidores que não possuem – e falham em construir - recursos de fabricação, mas que esperam capturar ETFs provavelmente irão explorar dois caminhos: negociar acordos de partilha de receitas com fabricantes de ETF ou considerar ETFs privados sob sua marcas próprias que aririam o caminho para o modelo de gestoras de grife e permitem que os distribuidores extraiam valor de seu acesso dos próprios clientes.

Especialistas do segmento se concentrarão na concepção passiva especializada - e, com o tempo, ativa – de produtos ETFs para satisfazer nichos rentáveis da demanda de investidores não atendida. Tais nichos irão incluir fatias cada vez mais estreitas de exposição internacional ou setorial, as commodities mais exóticas, fundos alavancados e uma grande variedade de índices alternativamente ponderadas.

Essa tendência de maior especialização provavelmente continuará conforme seus detentores buscam equilibrar sua busca para descobrir novas demandas dos investidores com a necessidade de manter o foco de negócios, eficiência de custos e uma marca distintiva em uma prateleira lotada de ETFs.

Quem busca retornos positivos tende a se concentrar no fornecimento de ativos e estratégias por meio de ETFs. Em certo sentido, esses *players* estarão tentando modificar a caracterização dos ETFs como fundos mútuos modernos. O sucesso deste modelo dependerá em grande parte, se o mercado de ETFs ativo decolar. Até recentemente, apenas algumas pequenas *start-ups* têm focado neste modelo, mas se os produtos ativos ganham impulso, seria de se esperar uma série de tradicionais gestores de fundos ativos rapidamente usufruindo dos arquivamentos de produtos ETFs ativos, em uma tentativa de tomar o principal da época.

Na primeira fase do mercado de ETFs, o sucesso de um gestor foi determinado principalmente pela rapidez com que poderia trazer um produto para o mercado e por sua capacidade de inovação de fabricação exclusiva de produtos bem como a força da marca. Estes foram os componentes críticos de estratégia em busca da vantagem temporal competitiva para rapidamente gerar produtos e ser a primeira a comercializar em tantas categorias como possível.

Como a história dos ETFs se desenvolveu, a fórmula do sucesso vai mudar. Inovação dos produtos eram normalmente recompensadas com a parte do mercado que foram pioneira e essa vantagem foi apoiado conforme o crescimento do mercado. Foi centrada em produtos passivos, assim valorizando empresas de fundos de índice existentes índice tendo uma vantagem natural sobre os rivais que não tinham acesso fácil a capacidade de fabricação.

Enquanto a inovação de produto e marca continuarão a desempenhar um papel importante, a inovação é cada vez mais propensa a mudar para os desafios de distribuição e gestores de sucesso terão de desenvolver diversos novos recursos.

Foco no cliente e na distribuição orientada para o desenvolvimento de produtos os gestores de ETFs não serão mais capazes de lançar produtos com a expectativa de que a maioria vai ter sucesso. Com mais produtos e competição mais acirrada, os novos produtos devem se destacar e entregar valor atraente para terem sucesso. Gestores terão que desenvolver uma compreensão mais profunda das necessidades dos investidores e analistas, e incorporar essas ideias em design de produtos, especificação de estratégias e abordagens de distribuição para uma proposta de valor global.

No que tange as capacidades globais nos EUA, a primeira fase dos ETFs era predominantemente uma história nacional, mas nesta segunda etapa, a narrativa vai assumir uma dimensão global. Grandes gestores dos EUA e até mesmo alguns players de médio porte, cada vez mais olhar para mercados no exterior menos “maduros”, expandindo na Ásia e Europa através de crescimento orgânico, parcerias de distribuição inovadoras e joint ventures além de aquisições definitivas.

The top three players in the U.S. have 85 percent of the ETF market						
	AuM, 2010 (\$billions)	Market share, 2010 (%)	AuM, 2009 (\$billions)	Growth in 2010 (%)	Net sales, 2010 (\$billions)	Share of net sales, 2010 (%)
iShares	431.4	48	364.4	18	27.5	26
SSgA	176.8	20	149.8	18	11.7	11
Vanguard	148.3	17	92.0	61	40.5	38
PowerShares	41.5	5	33.6	24	3.4	3
ProShares	21.6	2	23.2	-7	2.1	2
Van Eck Global	20	2	12.5	60	3.7	3
BNY Mellon	12.2	1	8.6	42	1.6	2
WisdomTree	9.9	1	6.4	55	3.0	3
Direxion Shares	6.6	1	5.0	32	2.1	2
<b>Total market</b>	<b>891</b>	—	<b>705.4</b>	<b>26</b>	<b>106.6</b>	—

The top three players in Europe have 71 percent of the ETF market						
	AuM, 2010 (\$billions)	Market share, 2010 (%)	AuM, 2009 (\$billions)	Growth in 2010 (%)	Net sales, 2010 (\$billions)	Share of net sales, 2010 (%)
iShares	101.8	36	85.8	19	13.3	29
Lyxor	52.4	18	45.6	15	6.8	15
Db x-trackers	47.9	17	37.2	29	8.0	18
Credit Suisse	15.6	5	9.6	63	4.5	10
Zurich Cantonal Bank	11.8	4	6.7	76	2.1	5
Commerzbank	8.6	3	6.2	39	2.1	5
Amundi	7.2	3	4.8	50	2.2	5
ETFlab	6.8	2	7.1	-4	0.6	1
UBS	6.6	2	3.6	83	2.7	6
EasyETF	5.5	2	5.8	-5	-0.5	-1
Source	5	2	2.9	72	1.3	3
<b>Total market</b>	<b>284</b>	—	<b>226.6</b>	<b>25</b>	<b>106.6</b>	—

Fonte: <http://www.bcg.co.jp/documents/file81068.pdf> - acessado em 18.02.2013

**Gráfico 12 – Ranking EUA e Europa dos Principais ETFs**

Um viés interessante é referente aos portfólios de produtos equilibrado nos quais no longo prazo, gestores de sucesso - especialmente os menores e focados em determinados segmentos - serão necessários portfólios de produtos balanceados para gerenciar os riscos de concentração de ativos em alguns poucos produtos grandes. Enquanto um produto de sucesso é sempre bom de ser mantido em uma carteira, também pode expor os gestores com carteiras de produtos de menor dimensão a severas receitas e volatilidade nos lucros. Apresentar retornos satisfatórios ao longo do tempo exige a construção de portfólios de produtos que são menos vulneráveis aos ciclos de mercado que favorecem ou desfavorecem particulares classes de ativos e estratégias.

A migração da concorrência entre os ETFs não será de mão única: gestores americanos podem esperar para observar a competição com demais gestores europeus nos EUA ao longo dos próximos anos. Embora as taxas de crescimento na Europa dos ETFs serem mais elevadas do que as suas, este último ainda tem a maior concentração do mundo de ativos ETF (US\$ 1 trilhão). Além disso, os EUA são uma importante porta de entrada para muitos outros mercados uma vez que inúmeros padrões de regulação estrangeiros são padronizados conforme a legislação americana. Além disso, os fundos que respeitem as normas reguladoras dos EUA geralmente podem passar o regulamento em inúmeros outros mercados no exterior também.

Portanto, nos EUA, a primeira etapa foi fundamentalmente nacional enquanto agora apresentam um viés global. ETFs já fizeram a sua marca na indústria de gestão de ativos, crescendo com rapidez consistente e proporcionando uma inovação disruptiva no mercado financeiro. Agora, os sinais apontam para uma mudança neste mercado. Crescimento tende a prosseguir continuar, mas as fontes de crescimento e as capacidades que distinguem os líderes de retardatários estão mudando. Todos os executivos devem acompanhar de perto como o mercado de ETFs evolui de modo que estejam bem preparados para o que promete ser uma recompensadora época de retornos.

## **6. ANÁLISE DE CONTEXTO NACIONAL**

No que tange a perspectiva nacional do mercado de fundos de índice (ETFs) é possível destacar que o ano de 2012 apresentou significativo progresso referente à propagação deste produto disruptivo no Brasil.

Segundo matéria divulgado pelo jornal Valor Econômico em 11/07/2012 (“ET o que?”), entre janeiro e junho, os ETFs obtiveram um giro recorde de R\$ 15,67 bilhões. Tal montante não atinge 2% do total negociado no mercado à vista da BM&F Bovespa, no entanto, atua como um verdadeiro sinal positivo o qual merece atenção especial dos gestores de recursos.

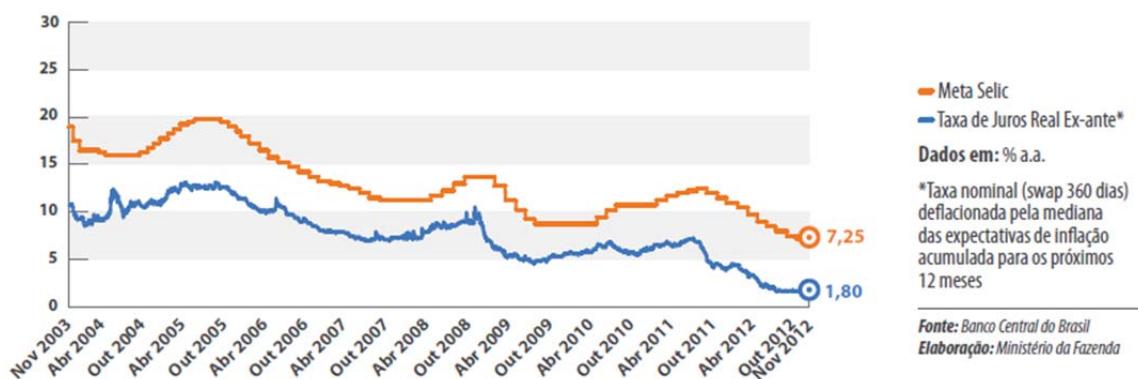
Considerando o cenário geral, 2.825 ETFs giraram mais de US\$ 10 trilhões em 49 bolsas em 2012. Aproximadamente 87% desse volume ficou concentrado no mercado americano. Na bolsa de Nova York, 10 entre os 20 ativos de maior liquidez são ETFs. Interessante é destacar a visão de Tatiana Grecco, superintendente de fundos indexados da Itaú Asset Management, a qual argumenta que o sucesso de tais fundos ao redor do mundo demorou a surgir uma vez que os primeiros ETFs foram lançados no fim dos anos 90 e apenas vingaram após a crise financeira de 2008.

Cabe notar que segundo analistas do mercado nacional, o potencial é positivo ao passo que o principal motivo para o aumento das negociações consiste na melhor assimilação do produto pelos investidores institucionais, os quais iniciaram a substituição de tradicionais carteiras de ações por cotas de ETFs, inclusive contemplando o início da negociação desses fundos em mercados como o de aluguel e o de opções de ativos, por exemplo.

Uma outra justificativa para o potencial local é referente ao novo patamar de juros na economia brasileira, em declínio. Desta forma, o investimento em renda variável por fundos de pensão e fundações sempre foi muito baixo e com tal cenário macroeconômico tendem a apresentar uma migração para o risco. Conforme relatório bimestral divulgado pelo Ministério da Fazenda, observa-se que de agosto de 2011 a outubro de 2012, o Banco Central do Brasil reduziu a taxa básica de juros em 525 pontos base, contribuindo para que as taxas reais e nominais atingissem seu menor nível histórico. Tal movimento repercutiu no sistema financeiro, onde os spreads bancários e as taxas de juros de empréstimos também atingiram os mínimos históricos.

O sistema financeiro do País mantém-se sólido, com práticas em conformidade estrita com os princípios de supervisão bancária de Basileia. Nesse contexto, outro foco crucial, além da redução dos juros e dos spreads, e sobre o qual há diversas ações em curso, é o desenvolvimento do mercado de capitais e de instrumentos e crédito privado de longo prazo, tais como Letras Financeiras, FDICs, Debêntures e outros títulos privados de longo prazo.

De fato, esse novo ambiente, caracterizado por taxas de juros mais baixas e com oportunidades de investimento, já começou a influenciar o processo de tomada de decisão dos agentes econômicos, impactando positivamente o investimento e a produção, à medida que os investidores deixam para trás o tempo e que a economia brasileira estava acostumada com altas taxas de juros de curto prazo.



Fonte: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/docs/perspectiva-economia-brasileira/link.htm>, acessado em 10/03/2013

**Gráfico 13 - Juros Reais e Nominais no Brasil (em % a.a.)**

Principalmente os investidores institucionais são verificados como os maiores responsáveis pela negociação dos ETFs do Itaú, por exemplo, assim como pela movimentação do mercado. A participação dos institucionais na compra e venda dos fundos negociados em bolsa foi de 34,89% em junho de 2012. Em segundo lugar, aparecem as instituições financeiras, como bancos e gestoras de fundos, com 32,47% de participação.

Conforme matéria divulgada no jornal Valor Econômico de 02/10/2012 (“CVM discute fundos de índices de renda fixa”), verifica-se que estudam uma alteração na ICVM 359 – Instrução da Comissão de Valores Imobiliários que versa sobre a constituição, administração e o funcionamento de fundos de índices no Brasil – sobre a permissão de ETFs atrelados a carteiras de renda fixa, uma vez que os fundos de índice brasileiros atualmente apenas são baseados em índices de ações. Além do fato que, com a taxa básica de juros (Selic) o governo prepara a regulamentação de um elenco de novos produtos financeiros - sobretudo de instrumentos de dívida privada - para dar impulso ao mercado de capitais. Desta forma, isenções de imposto de renda e FIDC's (Fundo de Investimento de Direitos Creditórios) e novas estruturas de ETFs para renda fixa são as principais medidas em estudo.

Com o intuito de complementar essa questão, mostra-se aberta uma audiência pública na CVM para adoção de ETFs de fundos internacionais. A expectativa de Ricardo Cavalheiro, diretor da Black Rock no Brasil é de que esses novos produtos tenham como referência o IMA (Índice de Mercado ANBIMA).

Há quem sugira ainda os ETFs como concorrente da poupança. Defendem a queda das taxas de juros em 2012 deixando o retorno da caderneta de poupança quase imbatível, mesmo após a mudança recente de suas regras. Cabe lembrar que desde maio de 2012, a remuneração dos novos depósitos na tradicional aplicação é equivalente a 70% da taxa Selic, livre do Imposto de Renda. Portanto, quase nenhum fundo de investimento oferecido no varejo consegue competir com a caderneta com os juros básicos em 7,25% ao ano, a taxa de administração precisando ser de, no máximo, 0,9% ao ano, algo que não é encontrado com facilidade no mercado.

Segundo grandes bancos de varejo, os custos de distribuição impedem que fundos acessíveis para muitos cotistas sejam oferecidos com taxa de administração consideravelmente baixas. Na falta de alternativas, a reação dos investidores tem sido pragmática e a captação da poupança apenas aumenta.

Dado esse cenário, muitos sugerem a alocação em alguns dos 14 ETFs disponíveis hoje no mercado brasileiro, destacando principalmente a baixa taxa de administração desses fundos e a possibilidade da rápida exposição a algum setor econômico específico em poucos momentos.

Durante a notícia veiculada pelo jornal Valor em 12/11/2012 (“Caixa prevê captar até R\$ 1,5 bi em novo fundo”) é indicada a intenção da Caixa Econômica Federal de captar entre R\$ 1 bilhão e R\$ 1,5 bilhão, num prazo de seis meses, em seu fundo de índice referenciado no Ibovespa e em um fundo de participação atrelado a ele.

O Caixa ETF Ibovespa Fundo de Índice foi lançado na BM&FBovespa, seis meses depois de o banco ter vencido concorrência promovida pela bolsa para a criação de um novo ETF baseado em seu principal índice de ações. Até este momento, apenas existia um ETF referenciado no Ibovespa, sob gestão da BlackRock. Com isso, a Caixa pretende capturar parte da movimentação dos fundos de pensão em busca de ativos mais rentáveis, que deve se acentuar com a queda da Selic.

No entanto, outra matéria do jornal Valor em 25/02/2013 (“Pessoas físicas reduzem participação em ETFs”) defende que estes ainda são pouco acessados por investidores pessoa física no Brasil. Inclusive, chegaram a reduzir a participação no volume negociado nesses produtos em 2012. O público de varejo respondeu por um saque líquido de R\$ 163,2 milhões no saldo de negociação em ETFs em 2012, o que significa que eles mais venderam do que compraram cotas no mercado. Em contrapartida, as instituições financeiras foram responsáveis pelo ingresso líquido de R\$ 141,7 milhões, volume equivalente a 33,3% do total negociado no período.

Enquanto nos Estados Unidos estima-se que os investidores pessoa física respondam por cerca de 40% do patrimônio dos ETFs, com campanhas de marketing sobre o produto sendo veiculadas durante a transmissão do campeonato de futebol americano Super Bowl, no Brasil a situação é diferente. A fatia destes aplicadores no volume negociado em ETFs na BM&FBovespa caiu de 15,4% em 2011 para 10,5% em 2012. Em janeiro, o varejo representou 10,1% do montante transacionado, o que indica grande espaço para que esse produto avance no país.

O fraco desempenho do Ibovespa, que acumula queda de 14,22% em 12 meses, fez com que os investidores ficassem avessos aos portfólios atrelados ao indicador. A categoria de fundos Ibovespa Indexado, por exemplo, teve saque de R\$ 1,596 bilhão no ano passado.

O mercado volátil também trouxe oportunidade para os aplicadores que usam os ETFs para montar estratégias. Algumas instituições financeiras estão utilizando os ETFs para fazer arbitragem com o Ibovespa no mercado futuro. A estratégia mais utilizada consiste no aluguel das cotas do ETF que segue o indicador e a posterior venda no mercado. Com o dinheiro, o investidor compra os contratos do índice futuro do Ibovespa e faz uma operação casada de aplicação em contrato de juro futuro. O ganho vem da diferença entre as taxas das duas operações.

Aproximadamente 64% das cotas do ETF BOVA11, gerido pela BlackRock e que segue o Ibovespa, estavam alugadas. Pela posição de quinta, as instituições financeiras estavam com posição líquida comprada em 23.985 contratos do Ibovespa futuro na BM&FBovespa, enquanto os investidores estrangeiros tinham uma posição líquida vendida em 94.193 contratos. "Está crescendo o uso do produto para a estruturação de estratégias de arbitragem", afirma Ricardo Cavalheiro, diretor da BlackRock no Brasil. A instituição é uma das maiores gestoras de ETFs e hoje conta com oito fundos de índices no país.

Normalmente as corretoras montam esse tipo de operação estruturada para investidores pessoa física, mas exige-se certo porte financeiro. "É preciso ter pelo menos R\$ 300 mil em investimentos para ter acesso", diz Mauro Oliveira, responsável pela mesa de venda de ações da corretora do Credit Suisse.

Em janeiro de 2013, o BOVA11 respondeu por 90,6% do volume negociado em ETFs na BM&FBovespa, que somou R\$ 154,23 bilhões. Apesar do apetite maior do mercado por ações do setor de consumo, o ETF atrelado ao índice deste segmento, o CSMO11, ainda não é muito procurado. "No Brasil, os investidores ainda não têm a cultura de comprar uma cesta de ativos para buscar um posicionamento no setor", diz Oliveira, do Credit, que presta serviço de formador de mercado para os ETFs da BlackRock. O executivo destaca, no entanto, que todos os índices contam com formador de mercado, que provê liquidez para esses ativos.

A bolsa tem hoje 15 fundos de índices listados. Mesmo com um mercado de ações fraco, o giro desses produtos cresceu 135,6% no ano passado em relação a 2011, passando de R\$ 12,114 bilhões para R\$ 28,454 bilhões. Essas carteiras somam um patrimônio de R\$ 4,105 bilhões.

A participação dos ETFs no mercado brasileiro ainda é muito pequena, respondendo por 1,25% do volume negociado na bolsa em janeiro. Esses produtos representam em torno de 40% do giro do mercado mexicano e aproximadamente 25% do fluxo das bolsas americanas.

Neste ano ainda devem ser lançados outros produtos no mercado local. Está em análise na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a constituição de ETFs de índices de renda fixa. Isso permitiria a criação de ETFs de índices que acompanham o desempenho dos títulos públicos como o IMA-B, que reflete o retorno dos papéis indexados à inflação, ou o IRF-M, que segue a variação dos títulos prefixados. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) já discute o assunto com o mercado.

Outra questão pendente é a criação de ETFs de índices de ações estrangeiros. A CVM já manifestou que analisará caso a caso a aprovação para a criação desses produtos, desde que estejam de acordo com a regra brasileira e sejam voltados para investidores com aplicações superiores a R\$ 1 milhão. BlackRock e Caixa têm interesse de participar de novas licitações.

Para os investidores pessoa física esse produto é interessante porque tem um custo atrativo. A taxa de administração dos ETFs que seguem o Ibovespa, por exemplo, estava em torno de 0,5%, inferior à média dos fundos indexados ao Ibovespa.

No ano passado, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) lançou o ETF vinculado ao Índice de Carbono Eficiente, chamado de ECOO11, que captou cerca de R\$ 1 bilhão e contou com grande participação do varejo. No final de janeiro, estes investidores respondiam por 38% do patrimônio do fundo. "A participação de pessoas físicas nesse produto deve crescer à medida que aumentar o apetite por aplicações em renda variável", diz Cavalheiro, da BlackRock.

Observe a seguir os principais ETFs do mercado brasileiro com seus detalhes.

## 6.1 PIBB11

Data de Início: 15/07/2004 Cota de Aplicação

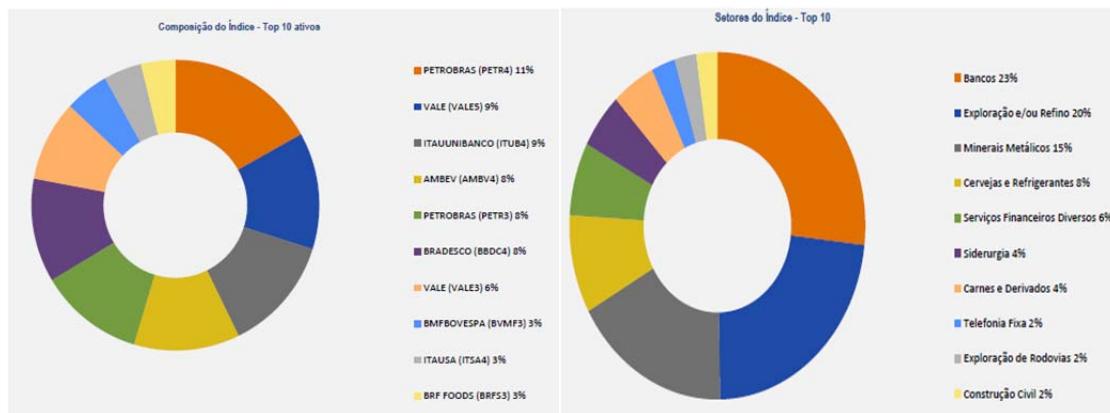
Benchmark: Índice Brasil 50 (IBRX-50)

Taxa de Administração: 0,059% aa

PL atual (referente ao dia 26/11/2012): R\$ 1.255.452.766,78

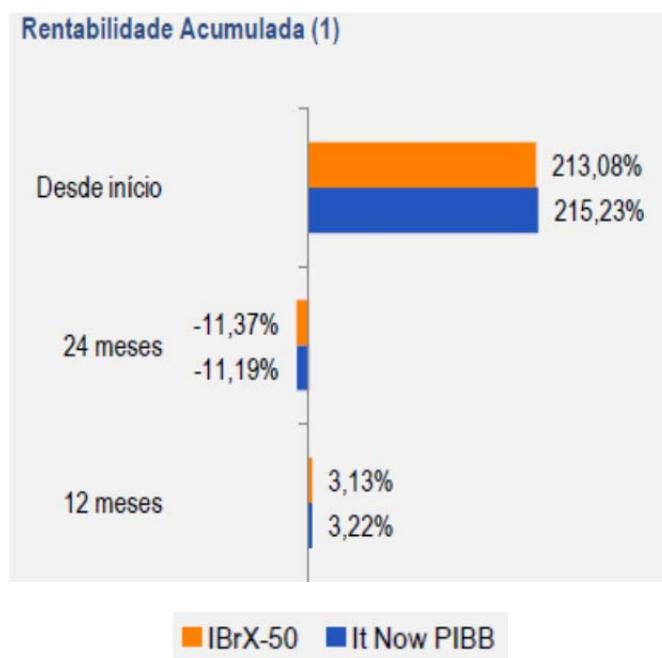
Gestor: ITAÚ UNIBANCO S.A

Administrador: ITAUCARD S.A



Fonte: <https://www93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

Gráfico 14 – PIBB11 dividido em suas 10 ações com maior peso e segmentado por setores



Fonte: <https://www93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/it-now-pibb-ibrx-50/> acessado em 18/03/2013

Gráfico 15 - Rentabilidade do PIBB11 comparada com seu benchmark

## 6.2 MATB11

Data de Início: 31/01/2012 Cota de Aplicação

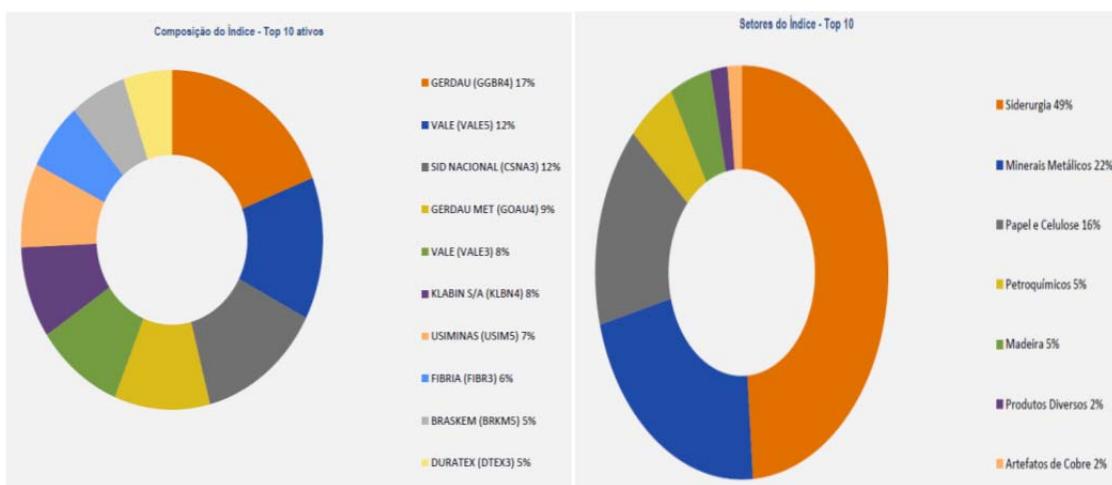
Benchmark: Índice de Materiais Básicos (IMAT)

Taxa de Administração 0,500% aa

PL atual (referente ao dia 26/11/2012): R\$ 15.089.796,70

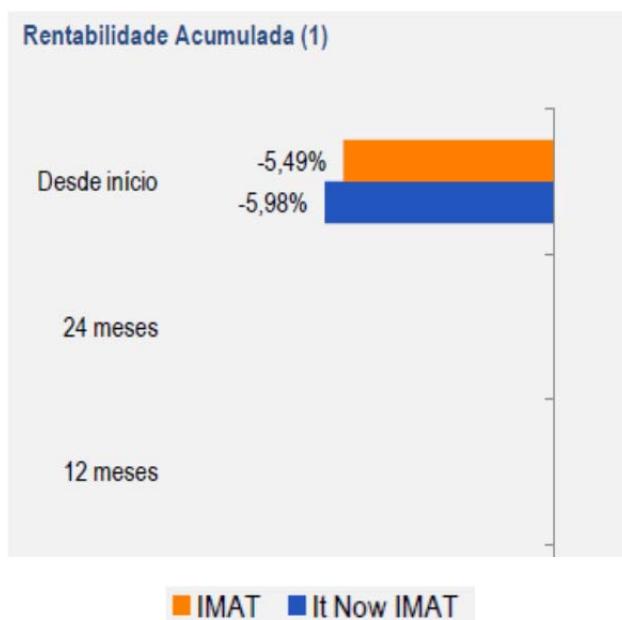
Gestor: ITAÚ UNIBANCO S.A

Administrador: ITAUCARD S.A



Fonte: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 16 - MATB11 dividido pelas suas 10 ações com maior peso / MATB11 dividido por setores econômicos**



Fonte: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 17 – Rentabilidade do MATB11 comparada com seu benchmark**

## 6.3 GOVE11

Data de Início: 31/10/2011 Cota de Aplicação

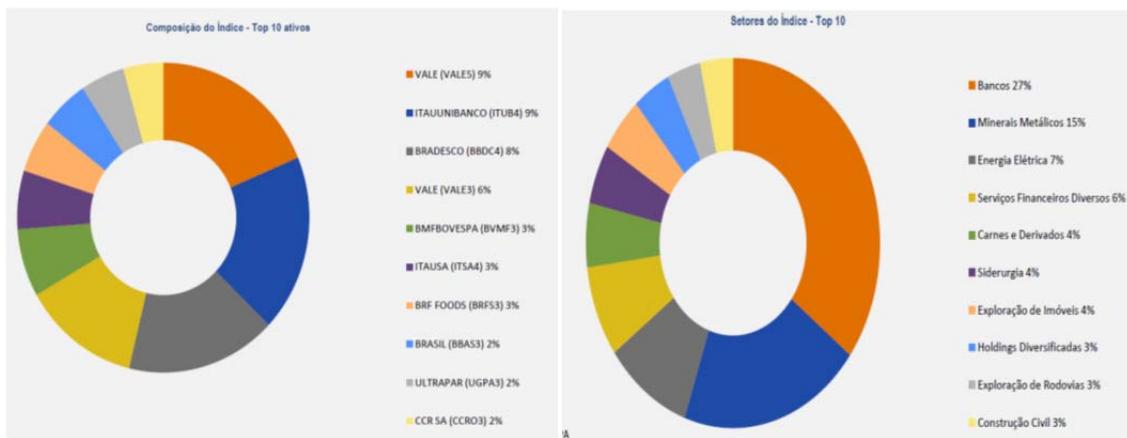
Benchmark: Índice BM&FBOVESPA de Governança Corporativa Trade (IGCT)

Taxa de Administração: 0,500% aa

PL atual (referente ao dia 26/11/2012): R\$ 72.655.005,60

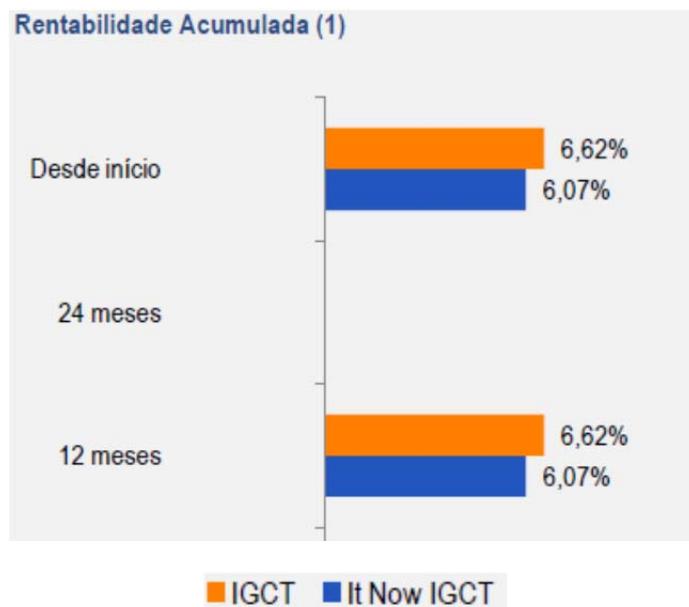
Gestor: ITAÚ UNIBANCO S.A

Administrador: ITAUCARD S.A



Fonte: <https://www.itaubank.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 18 - GOVE11 dividido pelas suas 10 ações com maior peso / GOVE11 dividido por setores econômicos**



Fonte: <https://www.itaubank.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 19 – Rentabilidade do GOVE1111 comparada com seu benchmark**

## 6.4 DIVO11

Data de Início: 31/01/2012 Cota de Aplicação

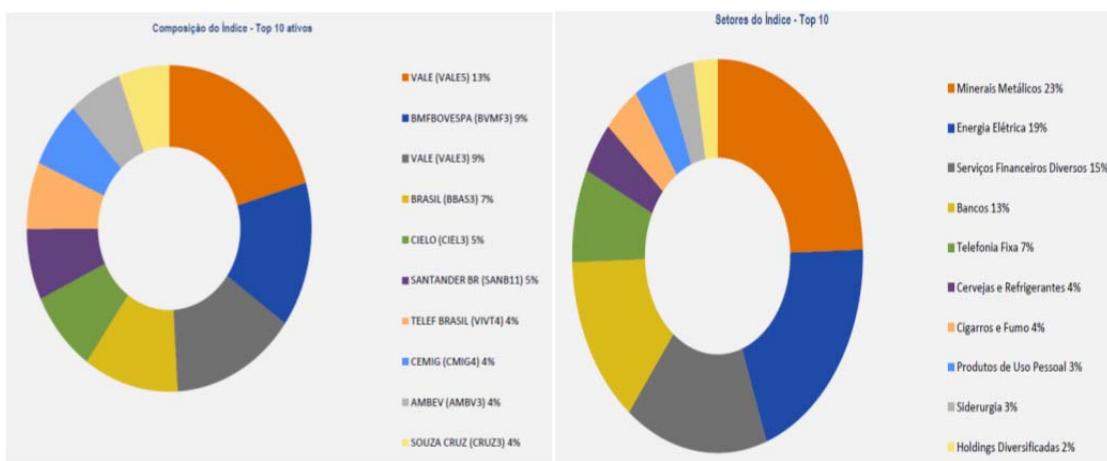
Benchmark: Índice Dividendos (IDIV)

Taxa de Administração: 0,500% aa

PL atual (referente ao dia 26/11/2012): R\$ 58.162.158,00

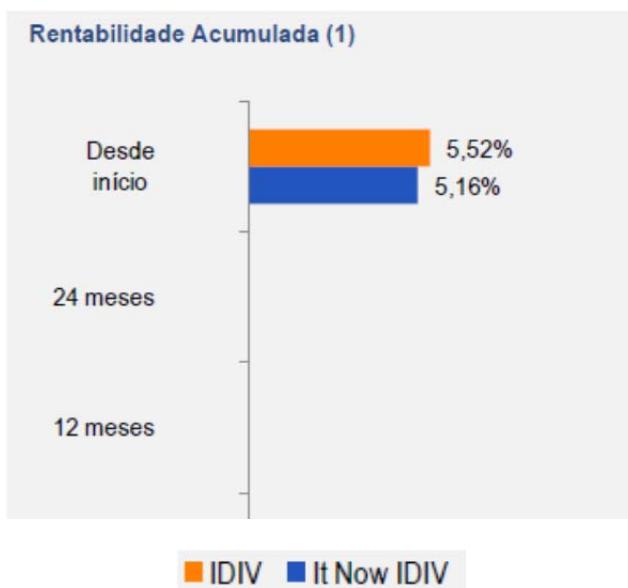
Gestor: ITAÚ UNIBANCO S.A

Administrador: ITAUCARD S.A



Fonte: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 20 – DIVO11 dividido pelas suas 10 ações com maior peso / DIVO11 dividido por setores econômicos**



Fonte: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 21 – Rentabilidade do DIVO11 comparada com seu benchmark**

## 6.5 ISUS11

Data de Início: 31/10/2011 Cota de Aplicação

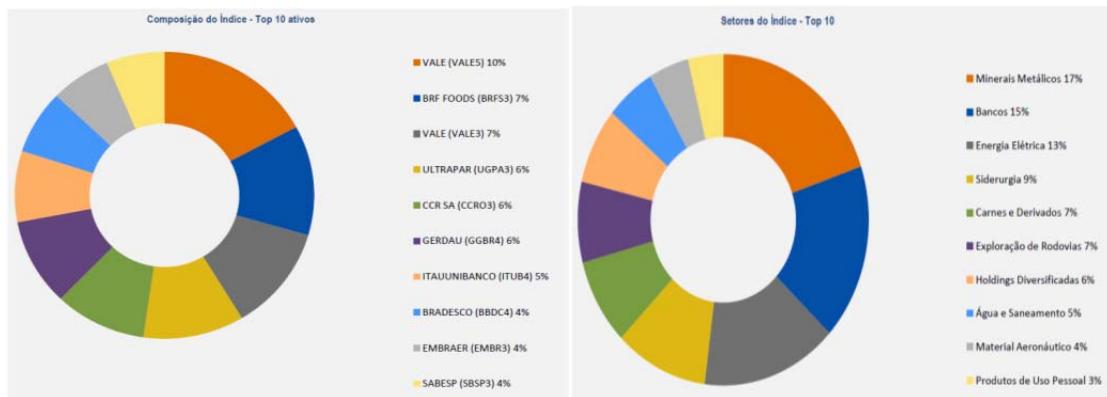
Benchmark: Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)

Taxa de Administração: 0,400% aa

PL atual (referente ao dia 26/11/2012): R\$ 11.375.214,00

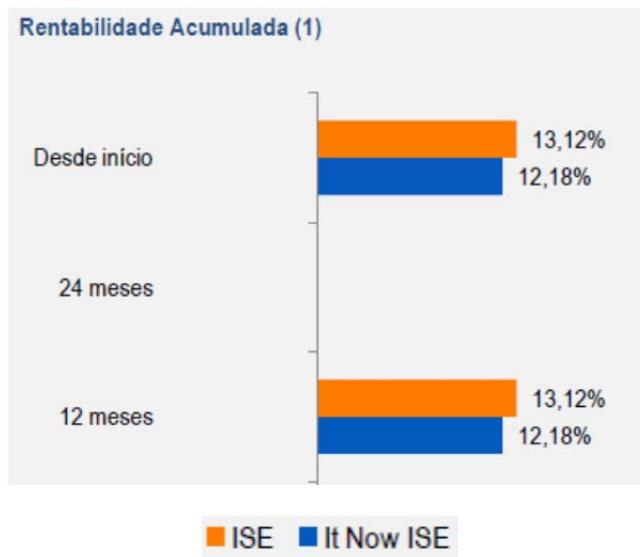
Gestor: ITAÚ UNIBANCO S.A

Administrador: ITAUCARD S.A



Fonte: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 22 - ISUS11 dividido pelas suas 10 ações com maior peso / ISUS11 dividido por setores econômicos**



Fonte: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 23 – Rentabilidade do ISUS11 comparada com seu benchmark**

## 6.6 FIND11

Data de Início: 01/04/2011 Cota de Aplicação

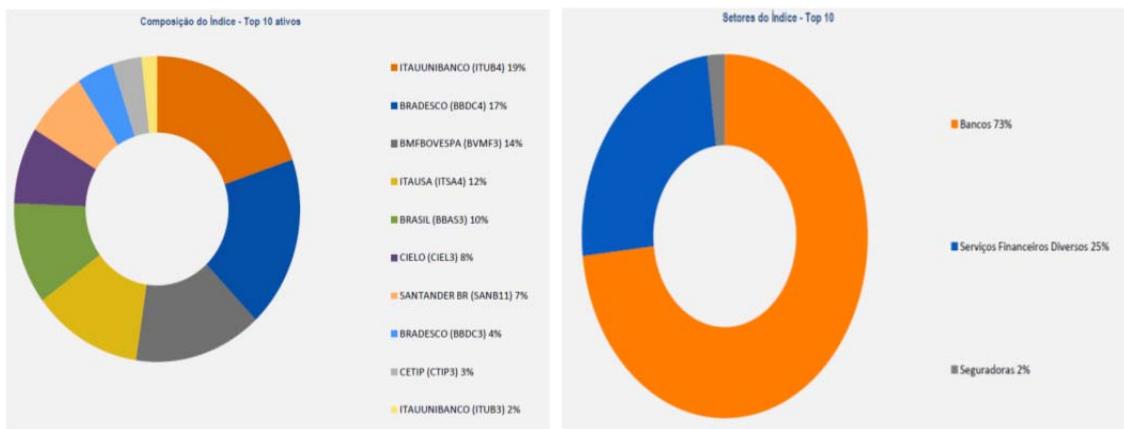
Benchmark: Índice BM&FBOVESPA Financeiro (IFNC)

Taxa de Administração: 0,600% aa

PL atual (referente ao dia 26/11/2012): R\$ 25.588.367,70

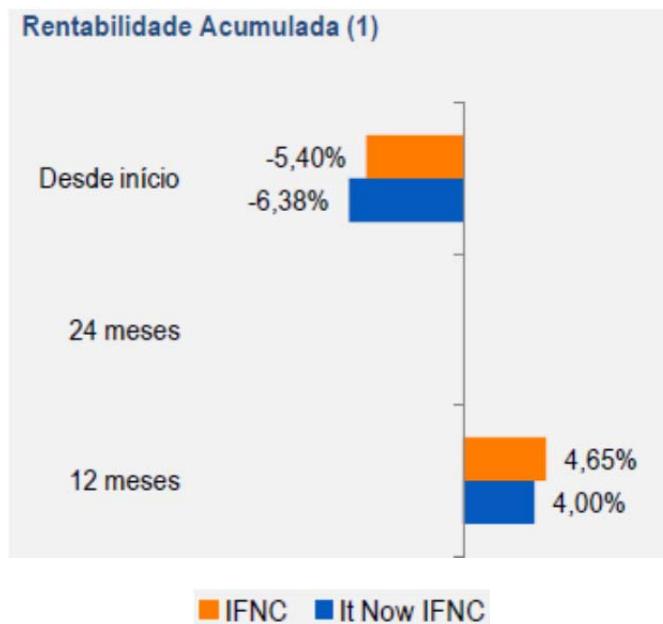
Gestor: ITAÚ UNIBANCO S.A

Administrador: ITAÚCARD S.A



Fonte: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 24 – FIND11 dividido pelas suas 10 ações com maior peso / FIND11 dividido por setores econômicos**



Fonte: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/todos-os-ETFs/> acessado em 18/03/2013

**Gráfico 25 – Rentabilidade do FIND11 comparada com seu benchmark**

## 6.7 IBOVESPA FUNDO DE ÍNDICE (BOVA11)

CNPJ: 10.406.511/0001-61

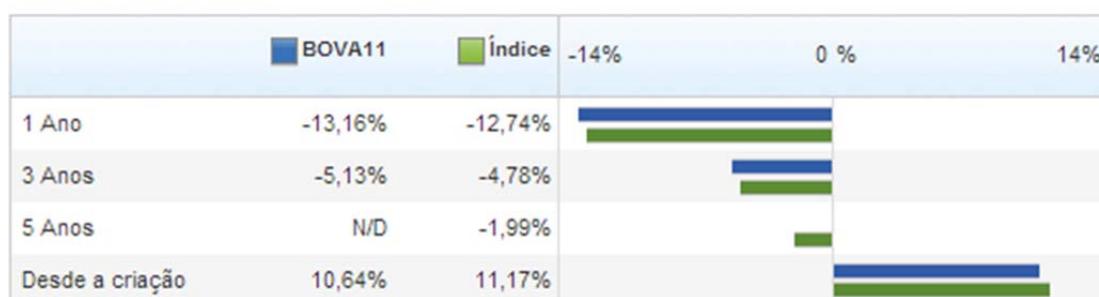
O iShares Ibovespa Fundo de Índice busca obter retornos de investimentos que correspondam, de forma geral, à performance, antes de taxas e despesas, do Índice Bovespa. O Índice Bovespa é um índice de mercado que mede o retorno de um investimento em uma carteira teórica calculada pela BM&FBOVESPA, composta pelas ações emitidas por companhias que respondam por mais de 80% (oitenta por cento) do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BM&FBOVESPA.

### Informação sobre o Produto

	Último	Variação \$	Variação %	Data
Valor da Cota <a href="#">i</a>	R\$55,22	-0,60	-1,08	19/03/13
Valor Indicativo <a href="#">i</a>	BRL \$55,23	-0,59	-1,05	19/03/13 17:54 (GMT -3)
Preço <a href="#">i</a>	BRL \$55,15	-0,35	-1,09	18/03/13 00:00 (GMT -3)

### Rentabilidade Total\* em 28/02/13

[Ver Rentabilidade Mensal](#)



\* Annualized total return. Moeda de negociação R\$.

### Ativos com Maior Peso em 19/03/13

[Ver Todos os Ativos](#)

Ativo	% Fundo	Ativo	% Fundo
PETROBRAS - PETROLEO BRAS...	8,70	BM&FBOVESPA SA	3,29
VALE SA-PREF	7,79	PDG REALTY SA	2,97
ITAU UNIBANCO HOLDING S-P...	4,96	OGX PETROLEO E GAS PARTICIPA	2,79
BANCO BRADESCO SA-PREF	3,53	ITAUSA-INVESTIMENTOS ITAU-PR	2,78
BANCO DO BRASIL S.A.	3,36	VALE SA	2,51

### Setores com Maior Peso em 19/03/13



### Perfil em 19/03/13

Código: BOVA11

Taxa de Administração ‡	0,54%	Índice Relacionado	IBOV
Data do Ínicio do Fundo	28/11/08	Valor da Cota	BOVANV
Classe de Ativo	Renda Variável	Valor Comercial Subjacente	BOVA
Patrimônio Líquido	BRL \$1.405.300.773	Total de Cotas em Negociação	BOVASO
Total de Cotas em Negociação	25.450.000	Total em Caixa	BOVATC
Domicílio	BR	ISIN	BRBOVACTF003
Bolsa	Bolsa de Valores de São Paulo		

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/BOVA11](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/BOVA11) acessado em 19/03/2013

### Quadro 1 – Detalhes BOVA11

## 6.8 IBrX-ÍNDICE BRASIL (IBRX-100) FUNDO DE ÍNDICE (BRAX11)

CNPJ: 11.455.378/0001-04

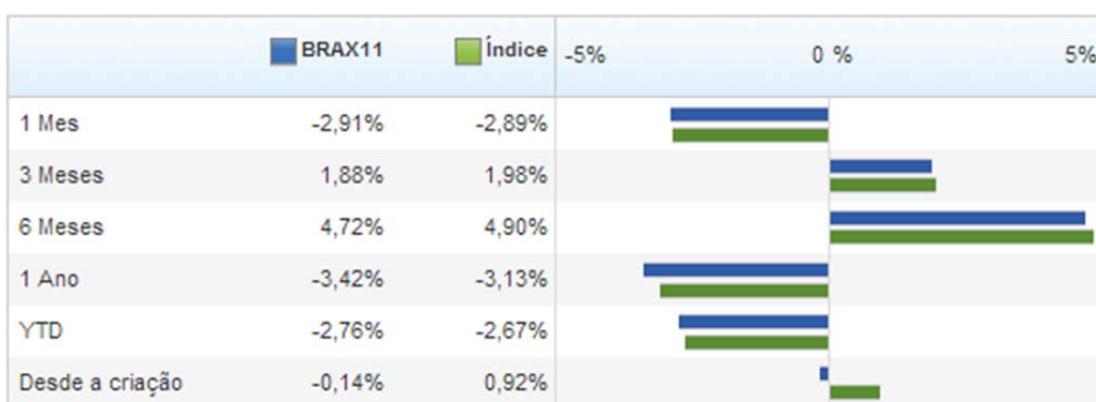
O iShares IBrX-Índice Brasil (IBRX-100) Fundo de Índice busca obter, de forma geral, retornos de investimentos que correspondam à performance, antes de taxas e despesas do Índice Brasil (IBRX 100). O Índice Brasil (IBRX 100) é um índice de mercado que mede o retorno de um investimento em uma carteira teórica composta pelas 100 ações mais negociadas na BM&FBOVESPA, em termos de número de

negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado.

### Informação sobre o Produto

	Último	Variação \$	Variação %	Data
Valor da Cota <a href="#">i</a>	R\$42,35	-0,39	-0,92	19/03/13
Valor Indicativo <a href="#">i</a>	BRL \$42,35	-0,39	-0,92	19/03/13 17:54 (GMT -3)
Preço <a href="#">i</a>	BRL \$42,55	0	-0,23	17/03/13 00:00 (GMT -3)

### Rentabilidade Total\* em 28/02/13

[Ver Rentabilidade Mensal](#)


### Ativos com Maior Peso em 19/03/13

[Ver Todos os Ativos](#)

Ativo	% Fundo	Ativo	% Fundo
ITAU UNIBANCO HOLDING S-P...	7,95	PETROBRAS - PETROLEO BRAS	4,74
PETROBRAS - PETROLEO BRAS...	7,71	VALE SA	4,12
BANCO BRADESCO SA-PREF	6,61	BM&FBOVESPA SA	2,65
CIA DE BEBIDAS DAS AME-PR...	6,26	ULTRAPAR PARTICIPACOES SA	2,63
VALE SA-PREF	5,97	ITAUSA-INVESTIMENTOS ITAU-PR	2,56

### Setores com Maior Peso em 19/03/13



Taxa de Administração ‡	0,54%	Índice Relacionado	IBX
Data do Ínicio do Fundo	22/02/10	Valor da Cota	BRAXNV
Classe de Ativo	Renda Variável	Valor Comercial Subjacente	BRAXBV
Patrimônio Líquido	BRL \$59.286.598	Total de Cotas em Negociação	BRAXSO
Total de Cotas em Negociação	1.400.000	Total em Caixa	BRAXTC
Domicílio	BR	ISIN	BRBRAXCTF002
Bolsa	Bolsa de Valores de São Paulo		

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/IBrX100](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/IBrX100) acessado em 19/03/2013

#### **Quadro 2 – Detalhes IBrX-100**

### **6.9      *BM&FBOVESPA MIDLARGE CAP FUNDO DE ÍNDICE (MILA11)***

CNPJ: 10.406.499/0001-95

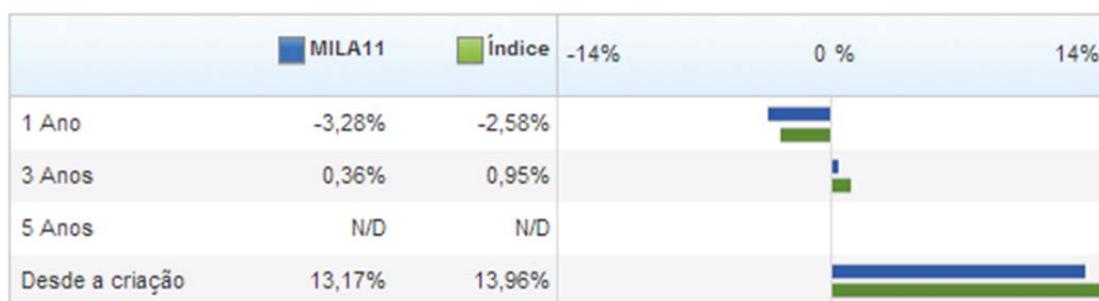
O iShares BM&FBOVESPA MidLarge Cap Fundo de Índice busca retornos de investimentos que correspondam, de forma geral, à performance, antes de taxas e despesas, do índice BM&FBOVESPA MidLarge Cap. O BM&FBOVESPA MidLarge Cap é um índice de mercado que mede o retorno de um investimento em uma carteira teórica calculada pela BM&FBOVESPA, composta pelas ações emitidas pelas companhias com os maiores valores de capitalização listadas na BM&FBOVESPA, cujo valor total represente, conjuntamente, 85% (oitenta e cinco por cento) da soma dos valores de capitalização de todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA.

## Informação sobre o Produto

	Último	Variação \$	Variação %	Data
Valor da Cota <a href="#">i</a>	R\$46,52	-0,43	-0,91	19/03/13
Valor Indicativo <a href="#">i</a>	BRL \$46,52	-0,43	-0,91	19/03/13 17:54 (GMT -3)
Preço <a href="#">i</a>	BRL \$46,42	0	-2,27	18/03/13 00:00 (GMT -3)

## Rentabilidade Total\* em 28/02/13

[Ver Rentabilidade Mensal](#)



## Ativos com Maior Peso em 19/03/13

[Ver Todos os Ativos](#)

Ativo	% Fundo	Ativo	% Fundo
ITAU UNIBANCO HOLDING S-P...	8,39	PETROBRAS - PETROLEO BRAS	5,03
PETROBRAS - PETROLEO BRAS...	8,21	VALE SA	4,40
BANCO BRADESCO SA-PREF	7,02	ULTRAPAR PARTICIPACOES SA	2,83
CIA DE BEBIDAS DAS AME-PR...	6,62	BM&FBOVESPA SA	2,80
VALE SA-PREF	6,34	ITAUSA-INVESTIMENTOS ITAU-PR	2,72

## Setores com Maior Peso em 19/03/13



**Perfil** em 19/03/13

Código: MILA11

Taxa de Administração ‡	0,54%	Índice Relacionado	MLCXBV
Data do Ínicio do Fundo	28/11/08	Valor da Cota	MILANV
Classe de Ativo	Renda Variável	Valor Comercial Subjacente	MILA
Patrimônio Líquido	BRL \$4.651.949	Total de Cotas em Negociação	MILASO
Total de Cotas em Negociação	100.000	Total em Caixa	MILATC
Domicílio	BR	ISIN	BRMILACTF003
Bolsa	Bolsa de Valores de São Paulo		

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/MILA11](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/MILA11) acessado em 19/03/2013

#### Quadro 3 – Detalhes MILA11

### **6.10 BM&FBOVESPA SMALL CAP FUNDO DE ÍNDICE (SMAL11)**

CNPJ: 10.406.600/0001-08

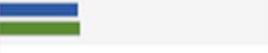
O iShares BM&FBOVESPA Small Cap Fundo de Índice busca obter retornos de investimentos que correspondam, de forma geral, à performance, antes de taxas e despesas, do índice BM&FBOVESPA Small Cap. O BM&FBOVESPA Small Cap é um índice de mercado que mede o retorno de um investimento em uma carteira teórica composta pelas ações emitidas pelas companhias com os menores valores de capitalização, listadas na BM&FBOVESPA, cujo valor total represente, conjuntamente, 15% (quinze por cento) da soma dos valores de capitalização de todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA.

#### Informação sobre o Produto

	Último	Variação \$	Variação %	Data
Valor da Cota 	R\$73,53	-0,45	-0,61	19/03/13
Valor Indicativo 	BRL \$73,53	-0,45	-0,61	19/03/13 17:54 (GMT -3)
Preço 	BRL \$73,53	-0,47	-0,60	18/03/13 00:00 (GMT -3)

## Rentabilidade Total\* em 28/02/13

[Ver Rentabilidade Mensal](#)

	SMAL11	Índice	-33%	0 %	33%
1 Ano	8,87%	9,17%			
3 Anos	9,66%	10,02%			
5 Anos	N/D	N/D			
Desde a criação	31,36%	32,05%			

\* Annualized total return. Moeda de negociação R\$.

## Ativos com Maior Peso em 19/03/13

[Ver Todos os Ativos](#)

Ativo	% Fundo	Ativo	% Fundo
CETIP SA-MERCADOS ORGANIZ...	5,11	ESTACIO PARTICIPACOES SA	3,19
ANHANGUERA EDUCACIONAL PA...	4,53	MARCOPOLO SA-PREF	3,15
KROTON EDUCACIONAL SA	4,34	PDG REALTY SA	3,13
ALL AMERICA LATINA LOGIST...	3,68	CIA ENERGETICA DE SP-PREF B	3,12
QUALICORP SA	3,53	DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA	2,97

## Setores com Maior Peso em 19/03/13



Taxa de Administração ‡	0,69%	Índice Relacionado	SMLLBV
Data do Início do Fundo	28/11/08	Valor da Cota	SMALNV
Classe de Ativo	Renda Variável	Valor Comercial Subjacente	SMAL
Patrimônio Líquido	BRL \$154.410.900	Total de Cotas em Negociação	SMALSO
Total de Cotas em Negociação	2.100.000	Total em Caixa	SMALTC
Domicílio	BR	ISIN	BRSMALCTF002
Bolsa	Bolsa de Valores de São Paulo		

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/SMAL11](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/SMAL11) acessado em 19/03/2013

#### Quadro 4 – Detalhes SMAL11

## 6.11 ÍNDICE BM&FBOVESPA DE CONSUMO FUNDO DE ÍNDICE (CSM011)

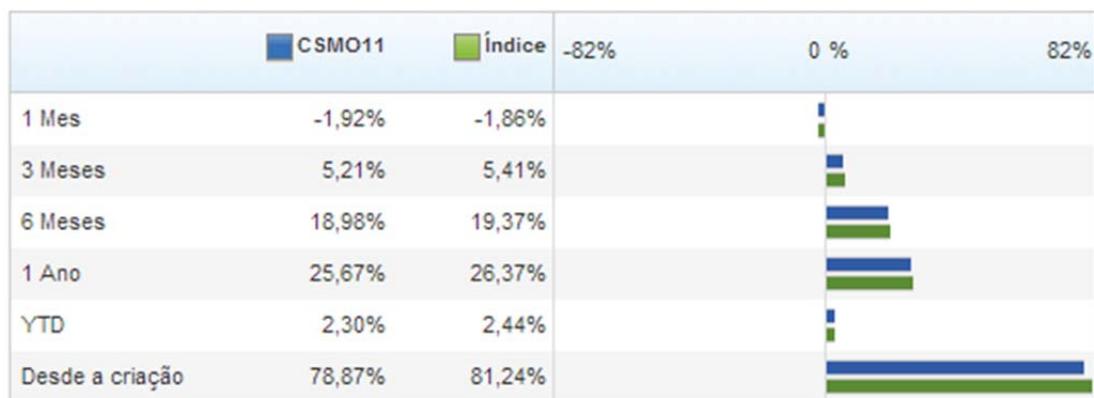
CNPJ: 11.455.397/0001-22

O iShares Índice BM&FBOVESPA de Consumo Fundo de Índice busca obter, de forma geral, retornos de investimentos que correspondam à performance, antes de taxas e despesas, do índice BM&FBOVESPA de Consumo. O Índice BM&FBOVESPA de Consumo tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o retorno de um investimento em uma carteira teórica composta pelas ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico. As ações componentes são selecionadas por sua liquidez, e são ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

## Informação sobre o Produto

	Último	Variação \$	Variação %	Data
Valor da Cota <a href="#">i</a>	R\$46,98	-0,16	-0,34	19/03/13
Valor Indicativo <a href="#">i</a>	BRL \$46,98	-0,16	-0,34	19/03/13 17:54 (GMT -3)
Preço <a href="#">i</a>	BRL \$46,98	-0,2	-0,38	18/03/13 00:00 (GMT -3)

## Rentabilidade Total\* em 28/02/13

[Ver Rentabilidade Mensal](#)


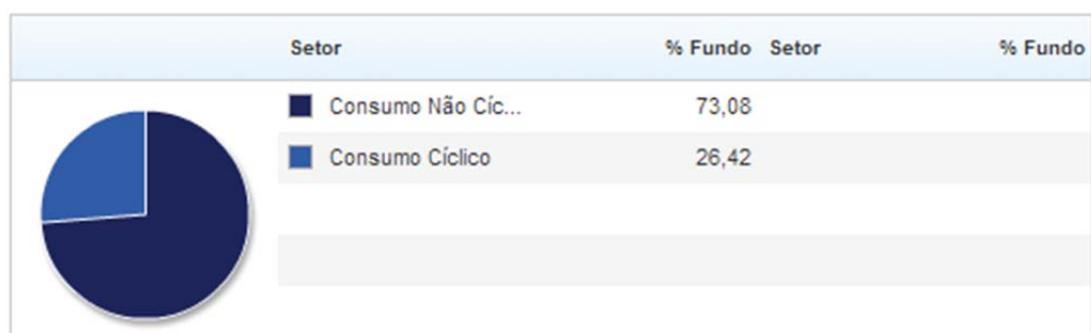
\* Rentabilidade acumulada. Moeda de negociação R\$.

## Ativos com Maior Peso em 19/03/13

[Ver Todos os Ativos](#)

Ativo	% Fundo	Ativo	% Fundo
CIA DE BEBIDAS DAS AME-PR...	16,74	LOJAS RENNER S.A.	4,65
BRF - BRASIL FOODS SA	12,26	NATURA COSMETICOS SA	4,31
SOUZA CRUZ SA	5,75	CIA DE BEBIDAS DAS AMERICAS	3,40
JBS SA	5,47	HYPERMARCAS SA	3,13
CIA BRASILEIRA DE DIS-PRE...	5,36	LOJAS AMERICANAS SA-PREF	3,12

## Setores com Maior Peso em 19/03/13



Taxa de Administração ‡	0,69%	Índice Relacionado	ICONBV
Data do Ínicio do Fundo	22/02/10	Valor da Cota	CSMONV
Classe de Ativo	Renda Variável	Valor Comercial Subjacente	CSMOBV
Patrimônio Líquido	BRL \$9.396.773	Total de Cotas em Negociação	CSMOSO
Total de Cotas em Negociação	200.000	Total em Caixa	CSMOTC
Domicílio	BR	ISIN	BRCMSMOCTF002
Bolsa	Bolsa de Valores de São Paulo		

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/CSMO11](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/CSMO11) acessado em 19/03/2013

**Quadro 5 – Detalhes CSMO11**

## **6.12 ÍNDICE CARBONO EFICIENTE (ICO2) BRASIL FUNDO DE ÍNDICE (ECOO11)**

CNPJ: 15.562.377/0001-01

O iShares Índice Carbono Eficiente (ICO2) Brasil Fundo de Índice ("Fundo") é um fundo de índice constituído sob a forma de condomínio aberto, que tem como referência Índice Carbono Eficiente – ICO2, conforme descrito abaixo. O Fundo é regido pelo seu regulamento e pelas demais disposições legais e regulamentares que lhe forem aplicáveis, em especial a Instrução CVM 359. Com flexibilidade de negociação similar a de uma ação, um fundo de índice pode ter suas cotas negociadas durante o horário de pregão na Bolsa de Valores, através da corretora de sua preferência.

### **Informação sobre o Produto**

	Último	Variação \$	Variação %	Data
Valor da Cota <span style="color: blue;">i</span>	R\$55,22	-0,50	-0,91	19/03/13
Valor Indicativo <span style="color: blue;">i</span>	BRL \$55,22	-0,51	-0,90	19/03/13 17:54 (GMT -3)
Preço <span style="color: blue;">i</span>	BRL \$55,25	0,25	-0,84	18/03/13 00:00 (GMT -3)

### Rentabilidade Total\* em 28/02/13

[Ver Rentabilidade Mensal](#)

	ECOO11	Índice	-13%	0 %	13%
1 Mes	-2,07%	-2,09%			
3 Meses	4,29%	4,39%			
6 Meses	9,86%	10,05%			
1 Ano	N/D	3,66%			
YTD	-0,57%	-0,52%			
Desde a criação	12,36%	11,49%			

\* Rentabilidade acumulada. Moeda de negociação R\$.

### Ativos com Maior Peso em 19/03/13

[Ver Todos os Ativos](#)

Ativo	% Fundo	Ativo	% Fundo
ITAU UNIBANCO HOLDING S-P...	13,99	BM&FBOVESPA SA	5,10
BANCO BRADESCO SA-PREF	11,78	BANCO DO BRASIL S.A.	4,52
CIA DE BEBIDAS DAS AME-PR...	10,87	BRF - BRASIL FOODS SA	4,36
VALE SA-PREF	8,00	CCR SA	3,47
VALE SA	5,57	TELEFONICA BRASIL S.A.-PREF	3,01

### Setores com Maior Peso em 19/03/13



**Perfil** em 19/03/13

Código: ECOO11

Taxa de Administração	0,38%	Índice Relacionado	BICO2
Data do Ínicio do Fundo	15/06/12	Valor da Cota	ECOONV
Classe de Ativo	Renda Variável	Valor Comercial Subjacente	ECOO
Patrimônio Líquido	BRL \$314.752.422	Total de Cotas em Negociação	ECOOSO
Total de Cotas em Negociação	5.700.000	Total em Caixa	ECOOTC
Domicílio	BR	ISIN	BRECOOCTF008
Bolsa	Bolsa de Valores de São Paulo		

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/ECOO11](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/ECOO11) acessado em 19/03/2013

#### **Quadro 6 – Detalhes ECOO11**

### **6.13 ÍNDICE BM&FBOVESPA IMOBILIÁRIO FUNDO DE ÍNDICE (MOBI11)**

CNPJ: 11.455.392/0001-08

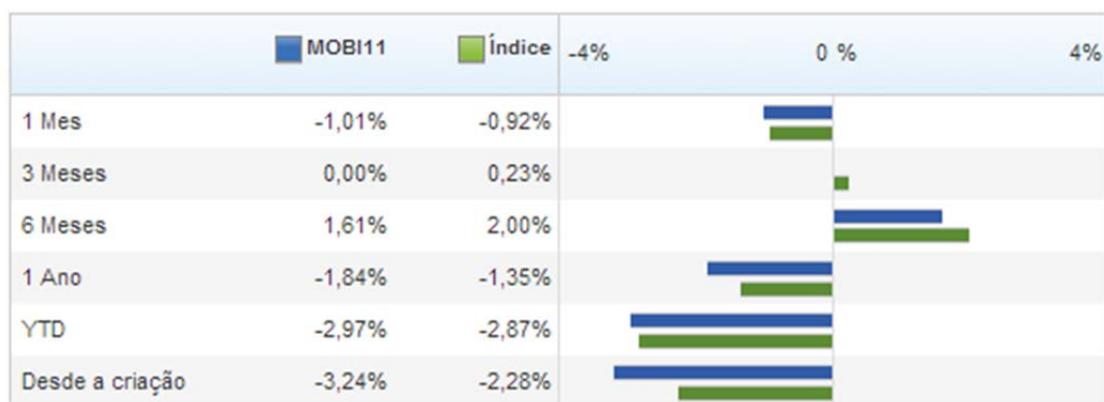
O iShares Índice BM&FBOVESPA Imobiliário Fundo de Índice busca obter, de forma geral, retornos de investimentos que correspondam à performance, antes de taxas e despesas, do índice BM&FBOVESPA Imobiliário. O Índice BM&FBOVESPA Imobiliário é um índice de mercado que mede o retorno de um investimento em uma carteira teórica calculada pela BM&FBOVESPA, composta pelas ações emitidas pelas companhias mais representativas de companhias listadas na BM&FBOVESPA, dos seguintes setores do ramo imobiliário: construção civil, intermediação imobiliária e exploração de imóveis. As ações componentes são selecionadas por sua liquidez, e são ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

## Informação sobre o Produto

	Último	Variação \$	Variação %	Data
Valor da Cota <a href="#">i</a>	R\$16,57	-0,21	-1,28	19/03/13
Valor Indicativo <a href="#">i</a>	BRL \$16,57	-0,22	-1,28	19/03/13 17:54 (GMT -3)
Preço <a href="#">i</a>	BRL \$16,78	-0,24	-2,94	17/03/13 00:00 (GMT -3)

## Rentabilidade Total\* em 28/02/13

[Ver Rentabilidade Mensal](#)



\* Rentabilidade acumulada. Moeda de negociação R\$.

## Ativos com Maior Peso em 19/03/13

[Ver Todos os Ativos](#)

Ativo	% Fundo	Ativo	% Fundo
BR MALLS PARTICIPACOES SA	19,93	MRV ENGENHARIA	6,36
BR PROPERTIES SA	15,40	ALIANSCE SHOPPING CENTERS SA	4,81
CYRELA BRAZIL REALTY SA E...	9,50	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORA	4,25
MULTIPLAN EMPREENDIMENTOS	8,75	LPS BRASIL CONS DE IMOVEIS	4,19
PDG REALTY SA	7,83	GAFISA SA	3,55

## Setores com Maior Peso em 19/03/13



Taxa de Administração ‡	0,69%	Índice Relacionado	IMOBBV
Data do Ínicio do Fundo	22/02/10	Valor da Cota	MOBINV
Classe de Ativo	Renda Variável	Valor Comercial Subjacente	MOBIBV
Patrimônio Líquido	BRL \$4.971.253	Total de Cotas em Negociação	MOBISO
Total de Cotas em Negociação	300.000	Total em Caixa	MOBITC
Domicílio	BR	ISIN	BRMOBICTF005
Bolsa	Bolsa de Valores de São Paulo		

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/MOBI11](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/MOBI11) acessado em 19/03/2013

**Quadro 7 – Detalhes MOBI11**

#### **6.14 ÍNDICE DE UTILIDADE PÚBLICA (UTIL) BM&FBOVESPA FUNDO DE ÍNDICE (UTIP11)**

CNPJ: 14.521.194/0001-85

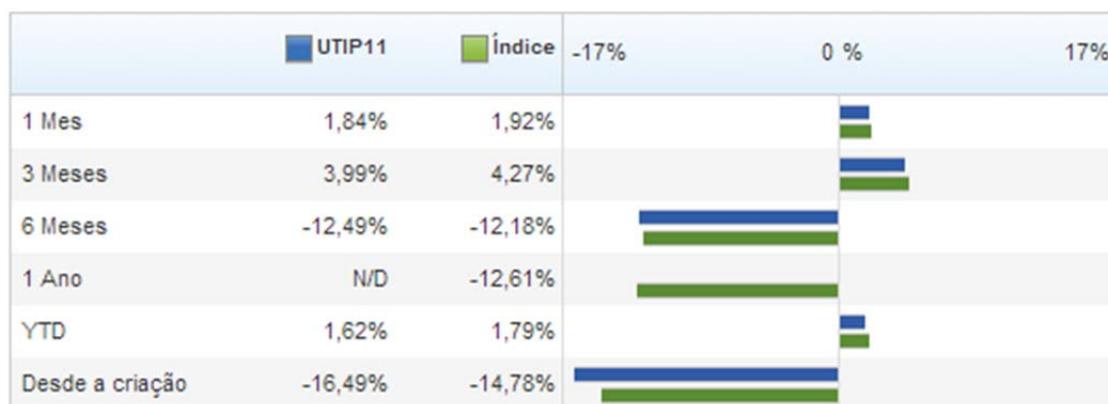
O iShares Índice Utilidade Pública (UTIL) BM&FBOVESPA Fundo de Índice busca obter retornos de investimentos que correspondam, de forma geral, à performance, antes de taxas e despesas do Índice Utilidade Pública - UTIL. O Índice Utilidade Pública – UTIL BM&FBOVESPA é um índice de mercado que mede o retorno de um investimento em uma carteira teórica calculada pela BM&FBOVESPA, que tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas representativas do setor de utilidade pública (energia elétrica, água e saneamento e gás). Tais ações são selecionadas por sua liquidez e ponderadas na carteira do índice pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

## Informação sobre o Produto

	Último	Variação \$	Variação %	Data
Valor da Cota <a href="#">i</a>	R\$23,51	-0,23	-0,97	19/03/13
Valor Indicativo <a href="#">i</a>	BRL \$23,51	-0,25	-0,97	19/03/13 17:54 (GMT -3)
Preço <a href="#">i</a>	BRL \$23,58	0	-1,29	17/03/13 00:00 (GMT -3)

## Rentabilidade Total\* em 28/02/13

[Ver Rentabilidade Mensal](#)



\* Rentabilidade acumulada. Moeda de negociação R\$.

## Ativos com Maior Peso em 19/03/13

[Ver Todos os Ativos](#)

Ativo	% Fundo	Ativo	% Fundo
CIA ENERGETICA MINAS GER-...	16,24	CIA ENERGETICA DE SP-PREF B	5,01
CIA SANEAMENTO BASICO DE ...	13,64	CIA PARANAENSE DE ENERGI-PFB	4,13
TRACTEBEL ENERGIA SA	9,74	EDP - ENERGIAS DO BRASIL SA	4,10
CPFL ENERGIA SA	8,49	CIA SANEAMENTO MINAS GERAIS	3,88
CIA ENERGETICA DE MINAS G...	6,09	EQUATORIAL ENERGIA SA - ORD	3,82

## Setores com Maior Peso em 19/03/13



**Perfil** em 19/03/13

Código: **UTIP11**

Taxa de Administração ‡	0,69%	Índice Relacionado	BZUTIL
Data do Ínicio do Fundo	15/05/12	Valor da Cota	UTIPNV
Classe de Ativo	Renda Variável	Valor Comercial Subjacente	UTIPBV
Patrimônio Líquido	BRL \$7.052.660	Total de Cotas em Negociação	UTIPSO
Total de Cotas em Negociação	300.000	Total em Caixa	UTIPTC
Domicílio	BR	ISIN	BRUTIPCTF007
Bolsa	Bolsa de Valores de São Paulo		

Fonte: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/UTIP11](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/UTIP11) acessado em 19/03/2013

**Quadro 8 – Detalhes UTIP11**

## **7. ESTRATÉGIAS**

Devido a flexibilidade de negociação e a mobilidade que os ETFs proporcionam para seus investidores, é possível montar diversas estratégias (tal como no mercado de ações), a fim de buscar uma maior rentabilidade. A rapidez das transações, bem como a cotização em tempo real dos ativos, permitem ao investidor comprar ou vender as cotas de um ETF com extrema facilidade. Vale frisar, que apesar de todas as vantagens de negociação que os ETFs proporcionam, o alto volume de negócios impacta diretamente nos custos de corretagem do fundo, causando desconforto para o investidor. Portanto, ao implementar uma das estratégias citadas abaixo, o investidor deve considerar os custos de corretagem no resultado financeiro. A seguir, serão apresentadas as estratégias mais comuns que podem ser utilizadas com ETFs.

### **7.1      *ALOCAÇÃO DE CARTEIRA (ASSET ALLOCATION)***

A primeira grande decisão a tomar com relação a onde investir seu dinheiro é a definição dos ativos que irão compor sua carteira. Tendo em mente a relação de risco e retorno, o investidor deverá escolher sob quais ativos ele gostaria de manter posição.

Segundo o Financial Analyst Journal (2000), 90% da variabilidade dos rendimentos de um investimento são representados pela alocação de ativos. Isto quer dizer que, a primeira etapa é fundamental para a busca de retornos maiores.

Dessa forma, o indivíduo deve escolher seu perfil de risco e dentre as conjunturas econômicas, definir sua carteira.

Existe uma linha tênue entre todos os perfis de risco, entretanto, caso o investidor seja completamente averso ao risco, deve aceitar o investimento em renda fixa, em que o menor risco é premiado com uma menor rentabilidade. Caso o investidor seja tomador de risco, aplicar em um ETF que seja exposto ao mercado de consumo interno seria mais arriscado, entretanto um prêmio maior seria pago, aumentando sua rentabilidade (ou então diminuindo).

Uma vez apresentados exemplos extremos, o investidor deve ter em mente se, ao aplicar em um ETF, estará disposto a correr os risco que os ativos que o compõe

oferecem. Como já mencionado, os ETF permitem uma rápida exposição a determinado setor, logo, o investidor pode, a curto prazo, se expor aos riscos de uma determinada classe de ativos e depois modificar sua carteira para outro setor.

Além da estratégia de curto prazo que os ETFs permitem, existe a possibilidade de se obter maiores prêmios sem incorrer nas movimentações constantes. Isto é possível, por exemplo, caso o investidor almeje uma alta rentabilidade a longo prazo, investindo em um fundo de crédito a empresas com notas de crédito BB- ou B+. Dessa forma, seu crédito especulativo pode pagar um spread maior entretanto seu risco de não pagamento é elevado. Uma vez que o investidor achar que seus empréstimos não serão pagos (desvalorização da cota do ETF), ele pode rapidamente vender sua participação e migrar para outro setor.

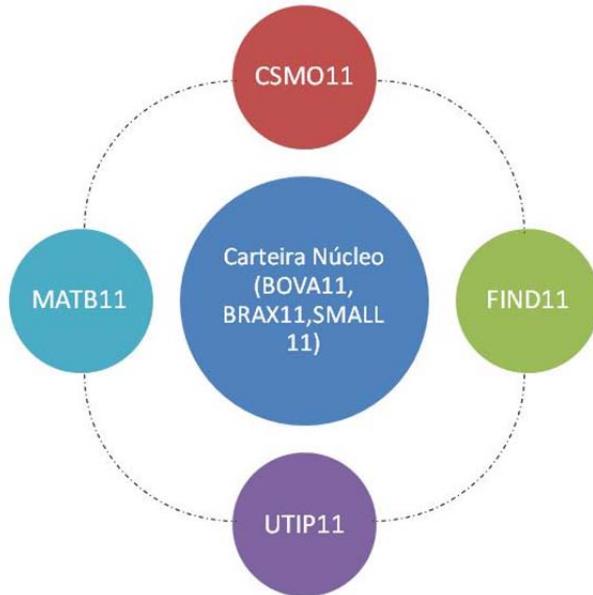
## **7.2 CARTEIRA PRINCIPAL E AUXILIAR (NÚCLEO-SATÉLITE)**

A estratégia de carteiras núcleo e satélite busca combinar, de maneira ótima uma gestão passiva e ativa dos investimentos. Por gestão passiva, entende-se a simples réplica de determinado índice, sendo passivo ao movimento (de alta ou de baixa) do mesmo. Por gestão ativa, entende-se uma alocação mais dinâmica do investimento, buscando nichos de mercado específicos em que se espera um desempenho superior ao do mercado.

Dessa forma, o investidor ao adotar essa estratégia escolhe qual índice deseja replicar, escolhendo dentre uma gama de ETFs de índices gerais, tais como BOVA11, BRAX11, SMAL11, SPY (SPDR S&P 500). Uma vez que foi definido o fundo de gestão passiva, o investidor deverá alocar grande parte dos seus recursos nesse fundo, ao qual denominamos “núcleo” ou “principal”.

Na outra ponta da estratégia, o investidor deverá determinar índices específicos que gostaria de se expor, buscando uma rentabilidade maior. Uma vez definido, o investidor deverá alocar a menor parte de seus investimentos e ter uma gestão ativa desse portfólio, isto é, alto índice de rotatividade perante setores. A escolha desses ativos específicos, com menor volume de investimento é chamada de carteira “satélite” ou “auxiliar”, bem como a escolha de ativos específicos para gestão ativa dos recursos é denominada “stock picking”. Com isso, o investidor poderia escolher como carteira

satélite dentro dessa estratégia, ETFs como CSMO11 (ETF iShares de Consumo) ou FIND11 (ETF do Itaú de bancos/serviços financeiros).



Fonte: Elaboração Própria

**Figura 9 - Esquematização da carteira núcleo e possíveis carteiras satélites**

### **7.3 LONG AND SHORT - COMBINANDO ETFs COM AÇÕES**

As operações de Long and Short consistem na compra de determinado ativo e venda de outro ativo que a princípio sejam correlacionados. Com um histórico de preços, esses ativos correlacionados tendem a apresentar um ratio (preço do ativo comprado dividido pelo preço do ativo vendido) constante.

Caso haja uma distorção desse fator constante, isto é, uma ação está subvalorizada enquanto a outra está sobrevalorizada, o investidor poderá decidir pela venda desta última e pela compra da primeira. Dessa forma, o spread entre elas, que estava distorcido devido a sobre/sub valorização, tende a voltar ao seu valor histórico.

Uma vez que o preço converja, o investidor desfaz sua posição auferindo lucro em ambas as pontas da operação (vendendo a ação que se valorizou e comprando, a um preço menor daquele que vendeu, a ação que se desvalorizou).

Vale frisar que para que essa operação ocorra sem grandes impactos do risco sistêmico, é necessário a compra e venda de ações do mesmo seguimento, tais como PETR4/OGX3P, CMIG4/Eletropaulo, entre outras.

Por ser uma operação bem arriscada, costuma-se operá-la com stop loss, isto é, um determinado valor no qual o investidor finaliza a operação mesmo sabendo que ela incorre em prejuízo. Caso a operação comece a tomar um rumo diferente do desejado, é preferível auferir um pequeno prejuízo do que correr o risco de maiores perdas e é esse o conceito por trás do stop loss.

Já que os ETFs possuem em sua composição diversas ações e possuem um padrão de negociação igual ao do mercado de ações, é bem plausível que opere-se estratégias de *Long and Short* com ETFs. Assim, escolhe-se um ETF específico e compara-se com uma ação do mesmo setor econômico.

Para ilustrar, caso um investidor aposte em um grande desempenho do setor bancário brasileiro, devido aos diversos incentivos do Banco Central para liberação de crédito e estímulo ao consumo. Entretanto, o investidor acha que o Banco Itaú (ITUB3 PN) não deverá seguir tal tendência, caindo suas ações de R\$35,40 para R\$30,40 devido a problemas operacionais. Caso pense assim, o investidor poderá comprar o ETF que aposta no setor bancário (FIND11) e vender especificamente ações ITUB3 PN.

Pelo mesmo raciocínio, o investidor poderia esperar alta do Banco Itaú, sobressaindo-se sobre outros membros do sistema bancário, que sofrerão um downside. Dessa forma, ele compraria ações ITUB3 PN e venderia cotas do ETF FIND11.

## **7.4        EQUITIZAÇÃO DO CAIXA**

O termo “equitização” do caixa refere-se à rápida conversão dos recursos alocados aos ativos desejados. Isto é, transformar o dinheiro aplicado rapidamente em ações ou outros ativos.

Geralmente, fundos de investimento convencionais, especialmente os de pensão, buscam manter sua rentabilidade atrelada a algum índice de referência. Ao receber um novo aporte de recursos, não necessariamente esse dinheiro consegue ser rapidamente investido nos ativos desejados. Essa demora pode gerar um descolamento da rentabilidade do fundo com o índice de referência.

Uma vez que os ETFs possuem liquidez e agilidade de negociação, além de acompanhar determinado índice de referência, as cotas de um ETF podem servir como “ligação” entre o fundo e o índice até que todos os recursos possam ser alocados definitivamente.

## **7.5 OPÇÕES DE ETFs**

O mercado de opções é dividido entre opções de compra (*call*) e opções de venda (*put*). Enquanto a primeira é a opção ao comprador de comprar determinada ação a um determinado preço (*strike*), mediante o pagamento de um prêmio ao emissor, a segunda é a opção ao comprador de vender determinada ação a determinado preço (*strike*), mediante o pagamento de um prêmio ao emissor.

Esse mecanismo permite diversas estratégias, porém citaremos apenas duas estratégias utilizadas com ETFs, devido a sua relevância e utilização no mercado. A primeira consiste no lançamento de opções de compra de um ativo que o emissor já possui. Isto é, caso o investidor possua ações da Petrobras (PETR4) em uma estratégia de longo prazo (*buy and hold*), ele pode emitir opções de compra a um preço maior que o atual e assim lucrar com os prêmios pagos por essas opções. Caso o preço da PETR4 suba acima do *strike* da opção, o comprador exercerá sua opção e o emissor deverá vender seu ativo. Caso o preço do ativo caia, o comprador da opção não exercerá a opção (a opção “vira pó”) e o emissor embolsa o prêmio pago.

Para ficar mais claro, um exemplo numérico. Supondo que um investidor possua 1000 ações PETR4 que comprou a R\$20,00 cada. Por ser um investidor de longo prazo, ele deseja rentabilizar seu ativo emitindo opções de compra. Ao emitir 1000 opções de compra de ações PETR4 com *strike* R\$21,00 e vencimento em Maio/2013, ele recebeu de prêmio R\$2000,00.

Em Maio/2013, caso a PETR4 esteja a R\$22,00, o comprador da opção irá exercê-la e o investidor desse exemplo venderia seus ativos por R\$21,00.

Caso em Maio/2013 o preço da ação PETR4 fosse R\$19,00, a opção de compra não seria exercida e o investidor iria embolsar apenas os R\$2000,00, não necessitando vender seus ativos.

<b>Preço de compra</b>	R\$ 20,00
<b>Quantidade</b>	1000
<b>Strike da opção de compra</b>	R\$ 21,00
<b>Vencimento</b>	Maio/2013
<b>Prêmio recebido de cada opção</b>	R\$ 2,00

Preço do ativo em Maio/2013	Lucro total do Portfolio
R\$19,00	(R\$19,00 - R\$20,00)*1000 + R\$2000 = R\$1000
R\$20,00	(R\$20,00 - R\$20,00) * 1000 + R\$2000 = R\$2000
R\$20,99	(R\$20,99 - R\$20,00) * 1000 + R\$2000 = R\$2999,00
R\$21,00**	(R\$21,00 - R\$20,00) * 1000 + R\$2000 = R\$3000
R\$22,00**	(R\$22,00 - R\$20,00) * 1000 + R\$2000 = R\$3000

\* \*nesse caso o investidor é obrigado a se desfazer do ativo.

**Tabela 5 - Possibilidade de Lucro ao emitir call (opções de compra)**

Essa estratégia é chamada de lançamento coberto de opções de compra, uma vez que o investidor possui os ativos da opção.

Outra estratégia abordada é a de compra de opções de venda a fim de se *hedgear* (proteger) contra eventuais caídas no preço da ação. Dessa forma, o investidor que possui uma estratégia de longo prazo, paga um prêmio por essas opções a fim de fazer um seguro. Caso a ação caia, o investidor que possui a *put* tem o direito de vender o ativo ao determinado *strike*.

Voltando ao exemplo numérico anterior. Supondo que o investidor possua 1000 ações PETR4 que comprou a R\$20,00 cada. Temendo uma possível perda caso as ações caiam, o investidor decide fazer um “seguro” contra essa queda. Dessa forma, compra 1000 opções de venda com *strike* R\$19,00 e vencimento em Maio/2013 pagando um prêmio de R\$500,00 no total.

Caso em Maio/2013 o preço das ações PETR4 caia para R\$18,00, o investidor irá exercer sua opção de venda e venderá seus ativos a R\$19,00 cada.

Agora, caso a ação PETR4 em Maio/2013 esteja acima de R\$19,00, a opção comprada pelo investidor vira pó, e o investidor perde R\$500,00 a título de seguro.

<b>Preço de compra</b>	R\$ 20,00
<b>Quantidade</b>	1000
<b>Strike da opção de venda</b>	R\$ 19,00
<b>Vencimento</b>	Maio/2013
<b>Prêmio pago por cada opção</b>	R\$ 0,50

<b>Preço do ativo em Maio/2013</b>	<b>Lucro total do Portfolio</b>
R\$21,00	(R\$21,00 - R\$20,00)*1000 - R\$500 = R\$500
R\$20,00	(R\$20,00 - R\$20,00) * 1000 - R\$500 = - R\$500
R\$19,00	(R\$19,00 - R\$20,00) * 1000 - R\$500 = - R\$1500,00
R\$18,99*	(R\$19,00 - R\$20,00) * 1000 - R\$500 = - R\$1500,00
R\$18,00*	(R\$21,00 - R\$20,00) * 1000 - R\$500 = - R\$1500,00

\* nesse caso o investidor exercearia a opção de vender seu ativo

**Tabela 6 - Possibilidade de Lucro ao comprar *put* (opções de venda)**

Percebe-se que, caso a ação caia para menos de R\$19,00, o investidor já travou seu prejuízo em R\$1500,00 graças à compra da opção de venda com *strike* R\$19,00;

Vale frisar que opção de compra e *put* são válidas para ETFs, entretanto não existem ainda no mercado brasileiro. Para utilizar as estratégias citadas acima, o investidor deverá apostar em índices como S&P 500, Dow Jones Industrial Average, FTSE 100, DAX, etc. nos mercados americanos e europeus.

## **8. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Através da análise do cenário internacional, podemos perceber que o mercado de ETFs ainda possui grandes oportunidades e está em crescimento. Nos EUA, onde o mercado é mais maduro e os investidores estão ávidos por novas formas de investimento e oportunidades de lucratividade, os ETFs já surgem como opção que possuem diversas formas diferentes de investimento dentro de uma mesma categoria.

No entanto, o mercado de ETFs no Brasil encontra-se em seu início. Com apenas 15 opções e com um baixo patrimônio gerido pelos ETFs, os investidores passam a observar os ETFs como um veículo de eficiente alocação de recursos. Em breve, mais investidores de médio porte, poupadore que estão acostumados a investir na poupança, deverão diversificar suas carteiras. Com a taxa de juros mais baixa da história (Taxa Selic = 7,25%) e o CDI ainda mais baixo (6,99%<sup>6</sup>), no médio prazo, outros produtos ganharão importância. E, nesse cenário, os ETFs surgem como o meio termo entre o conservadorismo dos fundos convencionais (especialmente fundos DI) uma vez que se comportam como fundos de investimento, mas também possuem uma gestão mais arrojada ao alocar seu patrimônio em ações.

Vale ressaltar que para todo tipo de investimento existe um risco. E cabe ao investidor decidir qual perfil de risco que gostaria de se adequar a fim de maiores rentabilidades.

Por outro lado, os ETFs possuem uma vasta gama de setores a serem cobertos, uns com mais outros com menos risco. Um investidor mais conservador poderá investir em FI ETFs atrelados a Títulos Públicos, enquanto um mais arrojado poderia investir em determinado setor econômico mais arriscado.

Seja conservador ou arrojado, o investidor deve sempre estudar o cenário econômico antes de tomar uma decisão de investimento. É necessário estar atualizado com a política monetária e decisões macroeconômicas do país a fim de direcionar melhor seus investimentos. Além disso, não basta apenas estudar o cenário interno, nacional. Deve-se entender o cenário internacional, uma vez que, especialmente o Brasil é bastante influenciado pelo cenário internacional.

---

<sup>6</sup> Valor referente ao dia 22/03/2013.

Concluindo, os ETFs possuem grandes vantagens e são bastante acessíveis ao investidor de pequeno e médio porte, transformando-se, assim, em uma alternativa de investimento. Apesar de ter sua liquidez ainda limitada no Brasil, os ETFs têm tudo para crescer no nosso mercado.

## **9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

FERRI, Richard . ETFS– ALL YOU NEED TO KNOW ABOUT EXCHANGE TRADED FUNDS. Editora Wiley 2009

MORRIS Virginia, MORRIS Kenneth. GUIDE TO MONEY & INVESTING. Editora LIGHTBULB PRESS, 2010

WILD Russel. EXCHANGE TRADED FUNDS FOR DUMMIES. Editora Wiley, 2011

BLACKROCK: <http://br.ishares.com/home.htm>, acessado em: 30/01/2013.

BLACKROCK: <http://blackrock.com/home.htm>, acessado em: 30/01/2013.

BLOOMBERG: <http://www.bloomberg.com/markets/ETFs/>, acessado em: 30/01/2013

FINANCIAL TIMES: <http://www.ft.com/intl/ftfm/ETFs>, acessado em: 30/01/2013

ITAÚ-UNIBANCO: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/it-now>, acessado em: 30/01/2013

ETF DATA BASE: <http://etfdb.com/etf/IVE/holdings/>, acessado em: 27/11/2012

ITAÚ-UNIBANCO: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/it-now/>, acessado em 03/12/2012

EXAME: <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/blackrock-negocia-mudancas-para-aperfeicoar-ETFs>, acessado em 02/12/2012

EXAME: <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/acoes/noticias/caixa-lanca-fundo-de-indice-atrelado-ao-ibovespa-na-bolsa>, acessado em: 30/11/2012

EXAME: <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/receita-muda-tributacao-de-rendimentos-sobre-alguns-fundos>, acessado em: 30/11/2012

VALOR ECONÔMICO: <http://www.valor.com.br/financias/2907376/com-forte-demanda-fundo-de-alto-risco-lembra-2007#ixzz2CrxQxSWT>, acessado em: 30/11/2012

VALOR ECONÔMICO: <http://www.valor.com.br/financas/2868550/etf-possivel-competidor-para-poupanca#ixzz2ChUtYe7V>, acessado em: 30/11/2012

VALOR ECONÔMICO: <http://www.valor.com.br/financas/2744972/et-o-que>, acessado em: 29/11/2012

VALOR ECONÔMICO: <http://www.valor.com.br/financas/2815912/fazenda-estuda-novos-incentivos-divida-privada>, acessado em: 29/11/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/content/stream.jsp?url=/content/br/pt/repository/material/Understanding-Liquidity\\_PT.pdf&mimeType=application/pdf](http://br.ishares.com/content/stream.jsp?url=/content/br/pt/repository/material/Understanding-Liquidity_PT.pdf&mimeType=application/pdf), acessado em 30/11/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/content/stream.jsp?url=/content/br/pt/repository/material/Structure-Index-Funds\\_PT.pdf&mimeType=application/pdf](http://br.ishares.com/content/stream.jsp?url=/content/br/pt/repository/material/Structure-Index-Funds_PT.pdf&mimeType=application/pdf), acessado em 10/12/2012

ITAÚ-UNIBANCO: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/it-now-pibb-ibrx-50/>, acessado em 10/12/2012

ITAÚ-UNIBANCO: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/it-now-imat/>, acessado em 10/12/2012

ITAÚ-UNIBANCO: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/it-now-igct/>, acessado em 10/12/2012

ITAÚ-UNIBANCO: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/it-now-idiv/>, acessado em 10/12/2012

ITAÚ-UNIBANCO: <https://ww93.itau.com.br/itnow-pt/ETFs-it-now/it-now-ifnc/>, acessado em 10/12/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/BOVA11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/BOVA11.htm), acessado em 10/12/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/BRAX11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/BRAX11.htm), acessado em 10/12/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/BRAX11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/BRAX11.htm), acessado em 10/12/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/SMAL11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/SMAL11.htm), acessado em 10/12/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/CSMO11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/CSMO11.htm), acessado em 10/12/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/ECHO11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/ECHO11.htm), acessado em 10/12/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/MOBI11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/MOBI11.htm), acessado em 10/12/2012

BLACKROCK: [http://br.ishares.com/product\\_info/fund/overview/UTIP11.htm](http://br.ishares.com/product_info/fund/overview/UTIP11.htm), acessado em 10/12/2012