



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 2/2015

Rio de Janeiro, 9 de junho de 2015

Aos/Às Diretores(as) Responsáveis

Instituições Administradoras de Fundos de Investimento

Assunto: Gestão de Risco de Liquidez de Fundos de Investimento

Prezados(as) Senhores(as),

Desde a edição da Instrução CVM nº 522/12 (“ICVM 522”), o administrador e o gestor de um fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio aberto devem adotar as políticas, práticas e controles internos que se façam necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com (i) os prazos previstos em seu regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e (ii) o cumprimento de suas obrigações.

Ademais, as referidas políticas, práticas e controles devem levar em conta, no mínimo, (i) a liquidez dos ativos; (ii) as obrigações, incluindo depósitos de margem esperados e outras garantias; (iii) os valores de resgate esperados em condições ordinárias, calculados com critérios estatísticos consistentes e verificáveis; e (iv) o grau de dispersão da propriedade das cotas.

Destaque-se que a despeito de o *caput* do art. 65-B da Instrução CVM nº 409/04 (“ICVM 409”) não conter referência expressa ao gestor da carteira de ativos, no entendimento desta área técnica a gestão de liquidez de um fundo é tarefa a ser desempenhada de forma conjunta por administrador e gestor, haja vista que requer coordenação entre os controles de passivos (administrador) e ativos (gestor).

Diante do acima exposto, com base na regulamentação incidente sobre os fundos de investimento, combinada com a experiência colhida por esta área técnica nas atividades de supervisão relacionadas à matéria, ora publicamos o presente Ofício-Circular, cujo principal intuito é fornecer orientações acerca de procedimentos que consideramos devam ser observados no âmbito da gestão de liquidez de fundos de investimento.

Nesse sentido, sem diminuir a importância de outros procedimentos, apontamos três pontos que consideramos especialmente importantes, a saber:

- a) A gestão de liquidez de um fundo começa antes mesmo de sua constituição, quando do planejamento de seu público-alvo, de seus objetivos, estratégia e política de investimentos, e, conseqüentemente, das condições de cotização e pagamento dos resgates;
- b) Os controles internos dos administradores devem estar preparados para calcular a liquidez das carteiras dos fundos a qualquer momento, e de forma precisa. Ademais, deve ser possível estimar de modo consistente as saídas previstas de caixa (que por sua vez devem considerar não apenas o



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

pagamento dos resgates solicitados, mas também todas as despesas operacionais do fundo, bem como provisões relacionadas a operações com derivativos); e

c) Os testes de estresse aplicados às carteiras dos fundos de investimento, nos termos do art. 65-B, §2º, da ICVM 409, não devem considerar simplesmente um horizonte histórico predefinido de atividade, mas sim simular a volatilidade que poderá ocorrer em relação à liquidez dos ativos, bem como os impactos ocasionados pelos passivos do fundo, incluindo pedidos de resgates, em períodos de crise. Na hipótese de o fundo não possuir um histórico que alcance período de verdadeiro estresse, uma alternativa é utilizar como referência os impactos em termos de liquidez, tanto do ponto de vista de ativos quanto de passivos, ocorridos em fundos semelhantes em momentos de estresse, ou mesmo simular de forma consistente e verificável condições que representem um verdadeiro teste de compatibilidade de liquidez entre ativos e passivos. Vale ainda ressaltar que, do ponto de vista dos passivos, o teste de estresse deve considerar o impacto de eventual concentração de cotistas.

Ainda a propósito do teste de estresse, informamos que segue anexo um relatório desenvolvido conjuntamente pela Assessoria de Análise e Pesquisa – ASA – da CVM e por esta Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN, denominado INDICADOR DE RESGATE EM SITUAÇÕES DE ESTRESSE. Tal relatório fornece informações detalhadas a respeito de ferramenta analítica desenvolvida para a supervisão do gerenciamento do risco de liquidez nos fundos de investimento.

Esclarecemos que embora se trate de modelo que está sendo efetivamente utilizado na rotina de supervisão, o mesmo faz parte de um trabalho em contínua evolução conduzido pela ASA e por esta SIN. O aprendizado até aqui é no sentido de que, mesmo ainda em uma versão inicial, a ferramenta está se revelando bastante útil para monitorar o risco de liquidez da indústria de fundos de investimento. Assim, reforçamos o encorajamento a visitar o relatório e destacamos que eventuais críticas e sugestões serão muito bem vindas.

Finalmente, no intuito de ilustrar o resultado do acompanhamento realizado até aqui pelo time de supervisão sobre os testes de estresse de liquidez a que são submetidas as carteiras de ativos dos fundos de investimento, destacamos abaixo os resultados de dois testes analisados, sendo que consideramos o primeiro resultado positivo e o segundo resultado preocupante:

Caso 1 - Mesmo com prazo para resgate em D+0, o índice de liquidez em cenário de estresse (aqui definido como ativos líquidos estressados, nos termos do disposto na Instrução CVM nº 512/11, divididos pelo PL) do fundo (8,7094%) é superior ao pior resgate desde 2008 (LVaR em estresse de -7,0138%). Ou seja, o administrador consegue demonstrar que em um cenário de estresse de liquidez tanto de ativos quanto de passivos a situação do fundo é aderente ao disposto no art. 65-B da Instrução CVM nº 409/04. Vale ainda mencionar que em situação de normalidade o índice de liquidez desse fundo é 3,8 vezes maior que seu LVaR.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Caso 2 - A liquidez atual do fundo corresponde a aproximadamente 4% do seu patrimônio líquido e o maior resgate ocorrido nos últimos 12 meses corresponde a 2,73% do PL; pelas características apresentadas, o administrador considera que o fundo não apresenta riscos de liquidez. Nesse caso, consideramos que a utilização de um histórico de 12 meses, sem que o teste alcance um período que cubra realmente uma situação de estresse para ativos e passivos do fundo, não é aderente ao disposto no art. 65-B, § 2º, da ICVM 409.

Atenciosamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Francisco José Bastos Santos', written in a cursive style.

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais