



## 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 nº 6/2015/CVM/SIN

Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2015.

Aos  
Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários

**Assunto: Procedimentos recomendáveis para investimento em instrumentos financeiros estruturados**

Prezados(as) Senhores(as),

1. O presente ofício-circular tem como objetivo orientar os administradores de recursos de terceiros quanto a procedimentos recomendáveis no processo de investimento em instrumentos financeiros estruturados. Trata-se de tema de incontestável importância já que os instrumentos financeiros desse tipo têm características próprias que devem ser atentamente avaliadas pelos administradores de forma a cumprir os requisitos de diligência previstos na regulação, em particular nos artigos 14 da Instrução CVM nº 306 (artigo 16 da Instrução CVM nº 558) e 65-A da Instrução CVM nº 409 (artigo 92 da Instrução CVM nº 555).
2. O dever fiduciário que os administradores de carteiras de valores mobiliários têm para com os seus clientes implica na necessidade de atuar sempre com profissionalismo, fazendo a adequada análise relativa a quaisquer ativos financeiros em que decidam investir. Os instrumentos estruturados, no entanto, têm características muito específicas que fazem com que a diligência exigida dos profissionais de investimento no processo de investimento nesses ativos seja diferente daquela exigida no caso do investimento em ativos mais simples. Os riscos envolvidos são diferentes e, por isso, é preciso um processo de *due diligence* especificamente adaptado a esses riscos. Além disso, existem no mercado diversas variedades de instrumentos estruturados de forma que o cumprimento das recomendações mencionadas nesse ofício-circular pode ser muito simples para alguns instrumentos e bastante complexo para outros.
3. Por instrumentos estruturados, no contexto desse ofício-circular entendem-se os instrumentos securitizados ou estruturados complexos, em particular quando eles tenham uma estrutura de capital complexa, sejam de difícil precificação (de forma que a sua precificação depende de sistemas e competências específicas) e tenham mercado secundário limitado ou inexistente (sendo, portanto, potencialmente ilíquidos)<sup>1</sup>.
4. As recomendações abaixo se baseiam em boas práticas recomendadas pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (OICV - IOSCO) e na experiência de supervisão da SIN.
5. É relevante mencionar que a obrigatoriedade da aplicação das recomendações aqui apresentadas depende da razoabilidade verificada caso a caso. Algumas das práticas

---

<sup>1</sup> Ver a respeito da definição utilizada o relatório da IOSCO disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>



## 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)

apresentadas abaixo podem não ser aplicáveis ou precisar ser adaptadas em determinadas situações. A análise de sua relevância frente ao caso concreto é de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores, inclusive levando-se em consideração as disposições da regulação e autorregulação vigentes aplicáveis a cada tipo de instrumento financeiro. Além disso, a intensidade da análise deve ser proporcional à relevância dos investimentos feitos em comparação com a carteira em que eles se inserem e deve ser considerada a perda possível vis-à-vis o perfil do investidor.

6. Primeiramente, é preciso alertar que o processo de *due diligence* não pode ser reduzido a um mero processo de cumprimento de etapas predeterminadas. Também não se trata de um processo estático, mas sim de um processo iterativo e que se inicia antes do investimento inicial e só termina quando o instrumento chega à sua maturidade ou quando ocorre o desinvestimento.

7. Antes do investimento propriamente dito, é necessário assegurar-se da existência de autorização expressa do cliente, nos mandatos firmados, para o investimento no tipo de ativo que se cogita adquirir. Além disso, é preciso verificar se existe compatibilidade entre o(s) instrumento(s) estruturado(s) e os objetivos de investimento do cliente.

8. O administrador deve também avaliar a sua capacidade de compreender e precificar os ativos, incluindo os conhecimentos jurídicos. A regra deve sempre ser “se não entende, não compre”. É preciso compreender a estrutura do fluxo de caixa do instrumento e a sua alocação para as diferentes tranches, se for o caso. Na mesma linha, é preciso ter a capacidade de avaliar se o preço pago pelo instrumento é proporcional aos riscos assumidos e assegurar-se que todos os riscos relevantes estão identificados e avaliados e que se compreende como eles são mitigados ou expandidos.

9. Existente a capacidade mencionada no item anterior, é preciso verificar a disponibilidade, confiabilidade e relevância das informações disponíveis tanto sobre o mercado em que se inserem os ativos subjacentes do instrumento quanto sobre os ativos propriamente ditos.

10. A informação adequada ao processo de diligência pode não ser somente quantitativa. Em muitos casos a compreensão da dinâmica de mercado pode envolver também a coleta de informações qualitativas.

11. O administrador deve garantir que as análises sejam feitas com base em informações relevantes para o tipo específico de ativos subjacentes, mas não deve assumir que as propriedades do instrumento estruturado são iguais às da categoria de ativos existentes na carteira do instrumento.

12. A análise da estrutura do instrumento deve ser feita tanto em situação normal quanto em cenários de estresse. A importância dos testes de estresse é reforçada pelo fato de que muitos instrumentos estruturados têm pouca capacidade de adaptação a situações não previstas. O primeiro passo para a utilização dos testes deve ser a identificação dos aspectos que podem ter resultados não esperados e das consequências possíveis. O administrador deve, então, analisar de que forma os cenários de estresse estão refletidos na estrutura do instrumento e se as provisões existentes podem ser fácil e rapidamente utilizadas. Essa análise deve envolver tanto os aspectos jurídicos envolvidos quanto quaisquer outros aspectos relevantes da estrutura do instrumento. A



## 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)

análise deve envolver também a verificação das mudanças esperadas nos fluxos de caixa nos cenários de estresse e o seu impacto nas diversas tranches ou classes do instrumento.

13. Adicionalmente, os riscos operacionais existentes devem ser levados em consideração. Essa análise deve levar em conta, por exemplo, o impacto da ruptura na prestação de determinados serviços como, por exemplo, a custódia.

14. Também é importante identificar o papel de terceiros na estruturação e operação do instrumento, como por exemplo, condições em que foram elaborados pareceres de advogados sobre a estruturação. Com relação às notas dadas por agências classificadoras de risco, caso sejam utilizadas como ferramenta adicional para a tomada de decisão, é preciso compreender a metodologia e os parâmetros com base nos quais a opinião tenha sido produzida e ser capaz de questionar esses aspectos.

15. Ainda com relação ao papel de terceiros, deve-se avaliar a conveniência de se utilizar mecanismos para alinhar os interesses daqueles que têm importância estratégica na estrutura com os dos investidores do instrumento ao longo do tempo. Um exemplo é requerer a subscrição pelo terceiro de cotas subordinadas, caso cabível.

16. Por fim, é importante não basear a análise somente em documentos promocionais, tomando sempre o cuidado de verificar se os documentos analisados são juridicamente vinculativos e executáveis. No caso de análise baseada em minutas, é preciso tomar o cuidado de verificar se existem discrepâncias para a versão final e, em caso afirmativo, o seu impacto.

Atenciosamente,

Original assinado por

**FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS**

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais