



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 10/2018/CVM/SIN

Rio de Janeiro, 17 de setembro de 2018

Aos

Diretores Responsáveis pela Administração e Gestão de Fundos de Investimento

Assunto: Gestão de Liquidez de Fundos de Investimento

Prezados Senhores,

A Instrução CVM nº 555/14 estabelece, em seu artigo 91, que o administrador e o gestor de um fundo de investimento devem, conjuntamente, adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com (1) os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e (2) o cumprimento das obrigações do fundo.

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 e indisponibilidades conhecidas; (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.

De outro lado, o Relatório do Financial Stability Board (“FSB”) sobre a regulação brasileira de fundos de investimento de 2017 (Brazil Peer Review) sugeriu que a CVM:

should (a) consider allowing post-event liquidity risk management tools to be deployed at short notice without the approval of investors; and (b) assess the adequacy of existing liquidity risk management tools and consider whether to broaden the range of such tools available to investment funds

Em especial sobre a segunda recomendação do FSB em relação ao tema da gestão de liquidez, é sugerido que a CVM avalie se as ferramentas ordinárias de gestão de liquidez hoje previstas na regulação dos fundos de investimento seria suficiente para um adequado exercício, por parte do gestor, de seus deveres fiduciários no tema.

Em especial, mencionou aquele relatório que:

In addition, it should be noted that some liquidity risk management tools found in other jurisdictions are not currently available in Brazil. These include swing pricing, anti-dilution levies, short term borrowings and redemption gates. Making these tools available in Brazil has the potential to provide fiduciary administrators greater flexibility to manage liquidity risk in the manner most appropriate to the type of investment fund and investors in question.

Assim, e sem prejuízo de estudos em curso na CVM a respeito das recomendações efetuadas no relatório, esta superintendência julga oportuno e necessário esclarecer a interpretação desta área técnica para certos dispositivos da Instrução, em especial em relação às medidas de gestão de



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

liquidez admitidas, na interpretação da área técnica, pelo presente arcabouço regulatório doméstico.

A superintendência entende que o uso da ferramenta de *swing pricing* não é permitido e sequer seria desejável, dados os desafios associados à (i) transparência na imputação dos custos ao investidor nessas circunstâncias, (ii) complexidade de entendimento por parte do investidor médio brasileiro em relação à aplicação do mecanismo, e (iii) o fato de que, para efeitos de proteção sistêmica, as já admitidas taxas de saída ofereceriam mitigação similar, com mais transparência e simplicidade que o *swing pricing* e com os mesmos efeitos esperados de desestímulo ao *first mover advantage*.

De outro lado, é interpretação da área técnica que os empréstimos de curto prazo alavancariam o fundo justamente em situações de estresse, agregariam um risco de contraparte não previsto em regulamento nem conhecido dos investidores, amplificariam o risco de transferência de riqueza entre cotistas do fundo e, por fim, incentivariam um comportamento leniente do administrador e do gestor do fundo em relação à gestão de liquidez, que já deve estimar cenários de estresse para a determinação do montante de ativos líquidos em carteira. Por essas razões, na avaliação da área técnica tal ferramenta ofereceria desvantagens desnecessárias em relação ao fechamento do fundo para resgates já previsto no artigo 39 da Instrução CVM 555.

Com relação às denominadas *anti-dilution levies*, assim entendidas como a atribuição direta ao investidor dos custos de transação associados a uma aplicação ou resgate, esta superintendência entende não haver nenhuma restrição regulatória ao seu uso, ainda que, de fato, não seja uma prática na indústria de fundos brasileira. Formalmente, tais taxas devem ser caracterizadas como de entrada ou de saída, conforme o caso, e segundo previsto, respectivamente, nos incisos XLV e XLVI do artigo 2º da Instrução CVM 555, e assim, os critérios para sua aplicação e sua metodologia de cálculo, se for o caso, deve ser detalhada no regulamento do fundo.

Por fim, ainda que as *redemption gates* não possam ser utilizadas como ferramenta ordinária de gestão de liquidez para fundos destinados ao público em geral, relembramos o disposto no artigo 125, IV, da Instrução 555, que permite aos fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados “estabelecer prazos para conversão de cota e para pagamento dos resgates diferentes daqueles previstos nesta Instrução”; assim como, a previsão do artigo 39, I, da mesma Instrução de que, na hipótese ali tratada, seja possível deliberar pela “reabertura ou manutenção do fechamento do fundo para resgate”, disposição que acomodaria, também, a implantação de resgates por meio de janelas, se assim deliberado pelos cotistas na assembleia.

Atenciosamente,

Assinado digitalmente por

DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais