

Guia técnico

# Ferramentas de Gestão de Liquidez



# Sumário

## Introdução ..... 04

## Side pockets ..... 06

### Visão internacional 06

0 que são side pockets? ..... 06
Por que usar side pockets? ..... 07
Exemplos de uso internacionais ..... 09

### Visão Brasil 12

Regulação e autorregulação ..... 12
Orientações práticas para o acionamento ..... 13

### Checklist rápido para gestores 16

## Barreiras ao resgate ..... 17

### Visão internacional 17

0 que são barreiras aos resgates ..... 17
Por que usar as barreiras aos resgates ..... 18
Exemplos de uso internacionais ..... 19

### Visão Brasil 22

Regulação e autorregulação ..... 22
Orientações práticas para o acionamento ..... 24

### Checklist rápido para gestores 33

# INTRODUÇÃO

A Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), com intuito de fortalecer o mercado de capitais, elaborou, em conjunto com os participantes de mercado, este Guia Técnico de Ferramentas de Gestão de Liquidez. O material traz diretrizes para auxiliar na adoção das ferramentas de gestão de liquidez, em especial o side pocket e as barreiras aos resgates.

A Resolução CVM 175, publicada em dezembro de 2022, estabeleceu regras para o uso das ferramentas de gestão de liquidez no mercado brasileiro. São elas o side pocket, também conhecido como cisão de parcela ilíquida da carteira do fundo e as barreiras ao resgate (também chamadas de "gates"), na qual ocorre a definição de parâmetros específicos para limitar os resgates. A viabilização do uso dessas ferramentas é oportuna e aproxima a indústria de fundos brasileira das práticas internacionais.

## A Anbima<sup>1</sup> entende que a gestão adequada de liquidez ocorre em três etapas:

**Etapa 1** No momento da constituição do fundo, com a definição das suas características, tais como: política de investimento, universo e liquidez dos ativos, público investidor e regras de resgate;

**Etapa 2** No monitoramento diário tanto da liquidez dos ativos como das mudanças de composição dos passivos (investidores), por exemplo, com base no cálculo de índices de liquidez por horizontes de tempo, privilegiando o gerenciamento contínuo das condições de liquidez; e

**Etapa 3** Na possibilidade de previsão de ferramentas de gestão de liquidez<sup>2</sup> categorizadas como de antídiluição, de quantidade (barreiras ao resgate) ou outras ferramentas como o side pocket, adequadas a cada tipo de fundo e respectiva condição de resgate.

Dessa forma, no mercado brasileiro o processo de gerenciamento de liquidez se inicia no momento da constituição do fundo (desenho do produto), devendo ser implementado de forma proativa, com monitoramentos preventivos e contínuos que levem em consideração tanto o ativo como o passivo do fundo, adotando ferramentas de gerenciamento de liquidez para tratar situações específicas, cenários atípicos de iliquidez e/ou cenários de estresse sistêmico.

---

<sup>1</sup> [Resposta às Consultas IOSCO sobre ferramentas de gerenciamento de riscos de liquidez em fundos abertos.](#)

<sup>2</sup> [Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes](#), página.

O objetivo deste guia técnico é fornecer uma referência clara e detalhada para o uso das ferramentas de gestão de liquidez, funcionando como uma referência para gestores que desejam utilizar esses instrumentos conforme estabelecido pelas normas regulatórias vigentes.

Ao propor uma padronização de práticas, busca-se facilitar a compreensão e adoção das ferramentas e eficiência na atuação das instituições participantes.

A Iosco (International Organization of Securities Commissions) defende que a adoção de ferramentas de gestão de liquidez visa evitar que situações de estresse, causadas por uma onda de resgates, gerem descasamento entre a liquidez dos ativos da carteira e os volumes solicitados de resgate. Também destaca que esse processo de gestão de risco de liquidez deve ser efetivamente divulgado aos investidores e aos potenciais investidores. Além disso, essas ferramentas ajudam a mitigar o efeito de "first-mover advantage", que é a vantagem obtida pelo cotista que inicia uma sequência de pedidos de resgate, causando a diminuição do valor das cotas dos cotistas remanescentes, ou seja, gerando diluição.

Vale ressaltar que o conteúdo deste Guia Técnico não é vinculante para quaisquer instituições, associadas ou não à Anbima, e não integra documento da nossa autorregulação. Esse material estabelece somente orientações técnicas, e, sob nenhuma hipótese, vincula as instituições e a Anbima a futuras discussões sobre o tema que forem tratadas no âmbito da autorregulação.

Adicionalmente, o conteúdo não deve ser interpretado como contraditório ou conflitante com os dispositivos legais, regulamentares e autorregulatórios vigentes nos mercados financeiro e de capitais. Seu escopo é restrito à apresentação de diretrizes técnicas com vistas à melhoria dos processos e práticas operacionais relacionadas à gestão de liquidez.

# SIDE POCKETS



## Visão internacional

### O que são side pockets?

Conforme definido no documento de Recomendações para Gestão de Risco de Liquidez da Iosco<sup>3</sup>, "side pockets" são mecanismos pelo qual os gestores segregam ativos específicos da classe, os quais apresentam problemas de avaliação no preço (valuation) ou incerteza jurídica, do restante do portfólio do fundo. O evento consiste na cisão da parcela que engloba os ativos que, por motivos excepcionais e não previstos, se tornaram ilíquidos no fundo, resultando na criação de uma nova classe para esses ativos. Os investidores recebem unidades da nova classe com base na proporção de suas participações na classe original.

No documento de boas práticas relacionados a gestão de risco<sup>4</sup>, a Iosco destaca a importância de que exista um framework sólido, detalhando como, quando e em quais situações essa ferramenta pode ser utilizada. Esse framework deve ser amplamente divulgado aos investidores, com o objetivo de evitar controvérsias relacionadas ao grau de discricionariedade do gestor na designação de ativos para um side pocket.

<sup>3</sup> [Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes](#).

<sup>4</sup> [Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration](#).

## Por que usar side pockets?

### 👍 Vantagens

- Os gestores de fundos evitam vendas forçadas a preços depreciados (artificial ou temporariamente);
- O uso permite a entrada de novos investimentos no fundo sem que os novos investidores tenham que se expor a ativos ilíquidos;
- Ajuda a fornecer acesso ao componente líquido de um portfólio, por meio de solicitações de resgates, sem comprometer a integridade de todo o portfólio;
- Garante tratamento justo entre os investidores, pois eles recebem participação igualitária na parte ilíquida/em dificuldades da carteira (mitigando o risco de transferência de riqueza);
- Garantir que somente os investidores existentes, e não os investidores que posteriormente invistam na classe, beneficiem-se de potencial valorização de um side pocket ilíquido;

### 👎 Desvantagens

- Pode limitar quando e como os investidores podem sacar parte de seu investimento, além de impedir o resgate total de seus investimentos.

## Formas de uso

A Iosco<sup>5</sup> sinaliza duas formas de side pockets que são comumente usadas pela indústria:



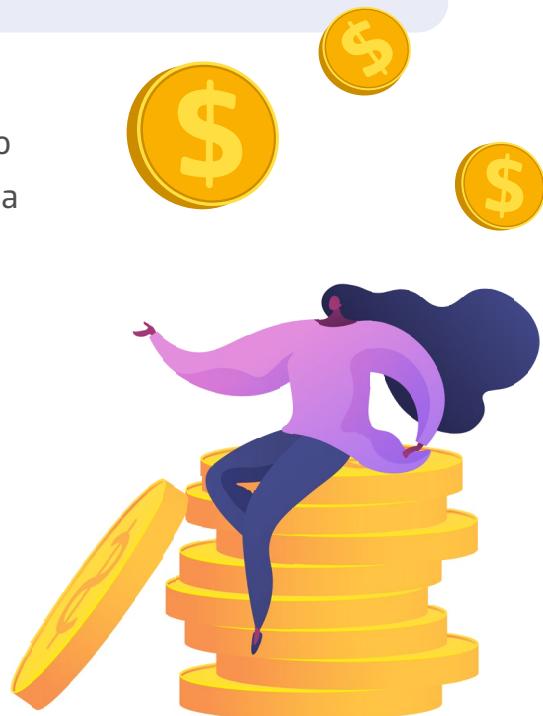
**Separação física:** ativos sob os quais existem questões de avaliação ou incerteza legal são transferidos para um novo veículo ou permanecem no fundo existente enquanto os ativos "não afetados" são alocados em um novo fundo.



**Segregação contábil:** ativos sob os quais existem questões de avaliação ou incerteza legal são alocados a uma classe dedicada do fundo existente.

Após a cisão, somente o valor do Patrimônio Líquido referente à parcela líquida segregada deverá ser divulgado aos investidores, com este servindo de base para a efetuação das operações de resgate e subscrição.

Além de seguir normalmente com seus procedimentos comerciais e obrigações, esta parcela segue mantendo a estratégia de investimento do fundo original para a alocação dos recursos em ativos.



<sup>5</sup> [Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management](#)

## Exemplos de uso internacionais



O documento de orientações para implementação das recomendações da Iosco<sup>6</sup> menciona exemplos internacionais de uso dessa ferramenta, elencados abaixo:

### **França - Madoff<sup>7</sup>**

Em 2009, após o escândalo Madoff, diversos fundos franceses estavam expostos ao Lux Alpha, um fundo ligado ao esquema. Como medida emergencial para lidar com ativos ilíquidos e de difícil precificação, a AMF (Autorité des Marchés Financiers) autorizou a criação de side pockets nos fundos afetados.

Um exemplo foi o fundo Central Valour, cujo gestor decidiu avaliar a posição em Lux Alpha em 1% do último valor de fechamento. Em seguida, o fundo foi dividido em dois novos veículos:

---

<sup>6</sup> [Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management](#)

<sup>7</sup> [Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Final Report, página 34](#)

- Um contendo exclusivamente a posição em Lux Alpha;
- Outro, denominado "Fundo X", que manteve a estratégia original do Central Valour.

Cada investidor do fundo inicial recebeu cotas proporcionais em ambos os novos fundos. O veículo com a posição em Lux Alpha foi liquidado assim que as condições de mercado permitiram a saída da posição, e todos os recursos foram redistribuídos pro rata aos investidores.



## Espanha – Insolvência do Banco de Madrid<sup>8</sup>

Em decorrência da insolvência do Banco de Madrid, 23 fundos espanhóis que mantinham depósitos na instituição criaram side pockets para segregar esses ativos.

- Os recursos foram alocados em veículos de propósito específico, separados dos fundos originais.
- À medida que o liquidante do banco liberava valores, os side pockets repassavam aos investidores.
- Os fundos originais continuaram operando normalmente, honrando pedidos de resgate.
- O regulador espanhol impôs limite de taxa de performance: máximo de 0,2% ao ano, acumulada e cobrada apenas após 2 anos, se houvesse liquidez suficiente.

---

<sup>8</sup> [Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Final Report, página 34](#)



## Luxemburgo – Guerra Ucrânia/Rússia<sup>9</sup>

Fundos com alta exposição a ativos ilíquidos devido à guerra Ucrânia/Rússia optaram pela criação de side pockets após suspensão imediata das operações.

A decisão exigiu aprovação regulatória da CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier), com envio de informações detalhadas:

- **Percentual e natureza dos ativos ilíquidos;**
- **Justificativa para a opção de segregação;**
- **Taxas adicionais previstas;**
- **Medidas para garantir tratamento justo aos investidores;**
- **Plano de comunicação e, quando aplicável, processo de aprovação pelos cotistas.**

Também foi exigida opinião legal documentada sobre questões fiscais e jurídicas.

---

<sup>9</sup> [Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management](#), página 46



## Visão do Brasil

### Regulação e autorregulação

De acordo com o artigo 44 da parte geral da Resolução CVM 175 é permitida, desde que prevista no regulamento, a cisão do patrimônio relativo a ativos excepcionalmente ilíquidos para integralização de cotas de uma nova classe fechada — prática conhecida como side pocket. Essa cisão não pode resultar em aumento dos encargos atribuídos à classe original.

A CVM, por meio do Ofício Circular Conjunto nº 2/2023/CVM/SIN/SSE, apresentou interpretações adicionais sobre os eventos que justificam a ativação do side pocket.

Entre elas, destaca-se a possibilidade de aplicação em todas as situações que, em princípio, levariam ao fechamento do fundo para resgates, não se limitando apenas a eventos relevantes de crédito que gerem incertezas nos preços. Contudo, o regulador enfatiza que o gatilho para acionamento deve ser um evento extremo e inesperado, por se tratar de uma medida excepcional de gestão de liquidez. A utilização dessa ferramenta em condições ordinárias indica deficiência no gerenciamento de liquidez e pode ensejar a instauração de processo administrativo sancionador envolvendo os prestadores essenciais.

A Anbima, por sua vez, incluiu nas Regras e Procedimentos do Código de Administração e Gestão de Recursos de Terceiros o capítulo sobre Ferramentas de Gestão de Liquidez<sup>10</sup>, com foco na governança para seu uso. O gestor só pode utilizar essas ferramentas se houver previsão no regulamento da classe e no Acordo entre Essenciais, que deve detalhar metodologias e procedimentos.

---

<sup>10</sup> [Regras e Procedimentos do Código de Administração e Gestão de Recursos de Terceiros](#)

Esse acordo também deve estabelecer a obrigação do gestor de informar imediatamente ao administrador, para que seja divulgado fato relevante na criação do side pocket. Além disso, a Política de Gestão de Liquidez e o regulamento dos fundos devem prever expressamente essa possibilidade, garantindo transparência aos cotistas atuais e potenciais.

## Orientações práticas para o acionamento

O gestor poderá adotar decisões diferentes quanto ao acionamento do side pocket para cada classe sob sua gestão, considerando a relevância do ativo – ou conjunto de ativos – em relação ao patrimônio líquido da respectiva classe.

Considerando as recomendações da Esma<sup>11</sup> e as orientações da losco<sup>12</sup>, os gestores devem considerar o uso do side pockets apenas em circunstâncias excepcionais. O gatilho para seu acionamento deve ser um evento excepcional e/ou inesperado que torne parte dos ativos da classe ilíquidos e/ou com significativa dificuldade na especificação.

## Exemplos de gatilhos

- **incerteza significativa na avaliação de ativos;**
- **problemas severos de liquidez de uma parte específica do portfólio do fundo, por exemplo: devido a chamadas de margem ou retiradas significativas, onde a execução da venda de ativos subjacentes poderia agravar os problemas de liquidez do fundo (por exemplo: grandes descontos em vendas de ativos ou grande diluição dos investidores remanescentes);**

---

<sup>11</sup> [Final Report: Guidelines on LMTs of UCITS and open-ended AIFs](#)

<sup>12</sup> [Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management](#)

- **incidentes cibernéticos críticos que afetam a classe e/ou a capacidade do prestador de serviços do fundo de operar;**
- **fechamentos de mercado imprevistos;**
- **restrições de negociação ou fechamento de locais de negociação;**
- **fraude, crise financeira e/ou política severa;**
- **desastre natural.**

## Boas práticas de governança

Considerando o disposto nas regras da Anbima, o gestor de recursos deverá manter organismos, de governança responsável pelas decisões relativas à criação de side pockets. Esses organismos deverão contar, no mínimo, com a participação dos Diretores de Gestão e de Risco da gestora, os quais serão conjuntamente responsáveis pela definição quanto ao uso das ferramentas de gestão de liquidez.

Todas as decisões do organismo de governança deverão ser fundamentadas em informações e elementos quantitativos, devidamente formalizadas, justificadas e arquivadas.

O gestor deverá de forma diligente zelar pela liquidez do fundo, acionando a ferramenta de gestão de liquidez no intuito de evitar a transferência de riqueza entre cotistas e a venda de ativos sem a precificação adequada.

Apesar da eventual dificuldade na precificação dos ativos ilíquidos objetos da cisão, estes devem ser avaliados ao valor mais justo possível, conforme informações disponíveis à época e manuais e critérios adotados pelo administrador fiduciário, ou seja, considerando a melhor estimativa de preço derivada da expectativa de perda desses ativos.

Esta metodologia de avaliação deve estar referenciada no acordo entre essenciais e as premissas utilizadas devem ser devidamente documentadas.

Conforme o Ofício-Circular-Conjunto nº 2/2023/CVM/SIN/SSE<sup>13</sup>, uma parcela de ativos de liquidez deverá ser cindida junto com os demais ativos ilíquidos com o objetivo de prover recursos necessários para sua subsistência e condução de suas atividades, pelo tempo previsto para sua existência, como por exemplo as despesas advocatícias e de manutenção da classe (cartórios, tributos, taxa CVM etc.).

O side pocket deverá ser gerido com o objetivo de liquidar os ativos e permitir a distribuição dos recursos oriundos da liquidação aos cotistas. Os ativos cindidos e ilíquidos poderão ser reincorporados à classe original desde que, de acordo com o Ofício-Circular-Conjunto nº 2/2023/CVM/SIN/SSE, as três condições sejam satisfeitas cumulativamente:



**permaneçam na classe os mesmos cotistas e mantenha-se a proporção em cotas da ocasião da cisão;**



**o ativo voltar a ter marcação a mercado e liquidez**



**mediante a aprovação da reincorporação em assembleia.**

<sup>13</sup> [Ofício-Circular-Conjunto nº 2/2023/CVM/SIN/SSE](#)

A nova classe constituída a partir da cisão da parcela excepcionalmente ilíquida não está sujeita às regras ordinárias de manutenção de patrimônio mínimo líquido diário e de limites de enquadramento previstas na Resolução CVM 175.

Segundo práticas internacionais, o procedimento mais comum consiste em distribuir os recursos aos cotistas à medida em que a classe ilíquida receba os eventuais recursos decorrentes da liquidação das posições da parcela cindida.

Por fim, recomenda-se a inclusão da previsão do uso dessa ferramenta no regulamento, principalmente em fundos de crédito privado, uma vez que estão mais suscetíveis a eventos inesperados e relevantes de crédito e de liquidez, cuja gestão pode ser significativamente favorecida pela segregação do(s) ativo(s) problemático(s) proporcionada pelo uso do side pocket.

## Checklist rápido para gestores

- ✓ Previsão no regulamento e política de liquidez
- ✓ Comitê de governança ativo
- ✓ Comunicação clara aos cotistas
- ✓ Documentação completa e arquivada
- ✓ Avaliação justa possível dos ativos
- ✓ Transparência total

# BARREIRAS AO RESGATE



## Visão internacional

### O que são barreiras aos resgates?

Segundo a Bloomberg Law Reports<sup>14</sup>, as barreiras ao resgate ("gates") são mecanismos que limitam parcialmente e temporariamente a capacidade do investidor de resgatar seus recursos de um fundo. Diferem da suspensão total, que bloqueia completamente os resgates por um período definido.

De acordo com a losco<sup>15</sup>, o objetivo das barreiras é organizar os pedidos de resgate e as vendas de ativos ao longo do tempo, garantindo tratamento equitativo entre os investidores e reduzindo a pressão causada por resgates em massa. Sem esse mecanismo, o fundo poderia ser forçado a vender ativos rapidamente, muitas vezes a preços depreciados, comprometendo a integridade da carteira.

### Como funciona?

**Exemplo:** Se o regulamento de um fundo prevê uma barreira de resgate de 5%, o gestor pode aplicá-la quando os pedidos de resgate ultrapassarem esse percentual do patrimônio líquido.

Caso açãoada, os resgates serão realizados apenas parcialmente, segundo critérios previamente definidos para a parte não executada.

---

<sup>14</sup> [Gates, A Primer, Bloomberg Law Reports](#)

<sup>15</sup> [Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management](#)

## Por que usar as barreiras aos resgates?

A Iosco recomenda o uso das barreiras de resgate para todos os tipos de fundos, pois oferecem uma alternativa à suspensão total, permitindo alguma liquidez aos investidores e maior equilíbrio nas operações. Além disso:

A calibração adequada é essencial para evitar o "first-mover advantage", quando os primeiros cotistas a resgatarem se beneficiam em detrimento dos demais.

### 👍 Vantagens

- Reduz pressão de resgates, distribuindo-os ao longo do tempo.
- Suaviza impactos de liquidez, permitindo gestão mais eficiente.
- Dá tempo para comunicação e ajuste de expectativas dos investidores.
- Evita suspensão total, mantendo alguma liquidez

### 👎 Desvantagens

- Pode sinalizar problemas de liquidez.
- Não elimina totalmente a pressão — investidores ainda podem insistir em resgatar.
- Pode gerar percepção de tratamento desigual se critérios não forem claros.
- Restringe temporariamente a liquidez do investidor.

## Exemplos de uso internacionais



### Alemanha

De acordo o Código de Investimento de Capital Alemão<sup>16</sup>:

- O gestor pode decidir implementar barreiras de resgate em fundos de investimento que gerencia e os termos e condições do fundo, assim como o prospecto, devem indicar que, ao atingir ou exceder um limite predefinido, apenas uma proporção de cada pedido de resgate será executada.
- O limite é normalmente determinado com base nos resgates brutos, expressos como porcentagem do NAV (valor patrimonial líquido) para o dia de negociação e o gestor tem autonomia para definir o nível do limite conforme seu critério.
- O objetivo do limite é evitar que os resgates afetem negativamente o perfil de liquidez dos fundos, protegendo o interesse dos investidores.

---

<sup>16</sup> Redemption restrictions as a new liquidity management tool of the German Investment Act (KAGB) – practical guidance (December 2021)

 **França**

Segundo o Guia para Monitoramento de Organismos de Investimento Coletivo da AMF<sup>17</sup>, o mecanismo de barreira deve:

- Assegurar tratamento equitativo entre cotistas.
- Ser consistente com a estrutura de ativos e passivos do fundo.
- Estar descrito nos documentos dos fundos – especificar se pedidos não executados serão cancelados ou adiados para execução futura.
- O limite definido para acionamento não pode comprometer a natureza dos fundos abertos.

 **Irlanda<sup>18</sup>**

No prospecto dos fundos:

- É necessário especificar que as barreiras podem ser acionadas quando um determinado limite de resgate é atingido. Exemplo: se em um dia de negociação, as solicitações totais de resgate excederem 10% do número total de cotas do fundo em circulação, cada solicitação de resgate pode ser reduzida proporcionalmente, de modo que o total de cotas resgatadas não ultrapasse os 10% das cotas em circulação no fundo.
- Dessa forma, todos os investidores que solicitam resgate recebem a mesma proporção de suas cotas, garantindo tratamento equitativo.
- As cotas não resgatadas devido à barreira são levadas para resgate em dias de negociação subsequentes, até que todas as cotas da solicitação original sejam resgatadas e se as solicitações de resgate forem postergadas, os gestores devem garantir que os investidores afetados sejam prontamente informados sobre o andamento dos resgates.

---

<sup>17</sup> AMF, A Guide To The Monitoring Of Collective Investment Undertakings

<sup>18</sup> Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Final Report, página 31



## Romênia<sup>19</sup>

- O prospecto de um UCITS romeno pode prever o uso de barreiras de resgate quando um limite específico de resgate é atingido.
- Para fundos com resgates diários, o limite recomendado é de 5%, mas o gestor tem autonomia para decidir sobre o acionamento das barreiras, conforme as disposições do prospecto, estratégia de investimento e perfil de liquidez do fundo.

Além desses exemplos das jurisdições, compartilhamos algumas situações de utilização do mecanismo por fundos:

- Em dezembro de 2015, o fundo imobiliário Greenman Open<sup>20</sup>, usou a barreira ao resgate em resposta a um período prolongado de elevado volume de pedidos de resgate. O mecanismo foi considerado uma medida temporária criada para garantir o tratamento justo de todos os investidores, permitindo a gestão ordenada da liquidez.
- Em 2016, um fundo de investimento imobiliário no Reino Unido implementou a barreira de resgate após uma série de pedidos de resgate dos investidores. A suspensão foi devido a problemas de liquidez causados pela incerteza no mercado imobiliário do Reino Unido após o referendo do Brexit.
- Durante a crise da dívida soberana da zona do euro em 2011, vários fundos de investimento em títulos europeus enfrentaram restrições de resgate e implementaram barreiras para evitar uma corrida de resgates em um momento de turbulência nos mercados de títulos.

---

<sup>19</sup> [Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Final Report](#), página 32.

<sup>20</sup> <https://www.greenman.com/greenman-open-implements-redemption-gate-to-ensure-orderly-liquidity-management/>



## Visão do Brasil

### Regulação e autorregulação

De acordo com o artigo 41 da Parte Geral da RCVM 175, o regulamento pode prever a existência de barreiras aos resgates, permitindo ao gestor, a seu critério e de acordo com parâmetros estabelecidos no regulamento, limitar os pedidos de resgate a uma fração do patrimônio líquido da classe, sempre garantindo tratamento equitativo entre os cotistas.

#### A CVM estabelece que:

**Classes destinadas ao público em geral:** os parâmetros de liquidez que autorizam a adoção das barreiras devem levar em consideração a representatividade dos resgates solicitados em relação ao patrimônio líquido da classe. O ofício-circular Conjunto nº 2/2023/SIN/SSE<sup>21</sup> confirma o entendimento que esse tipo de público o critério utilizado para a redução dos pedidos de resgates deve ser realizado na mesma proporção para todos os cotistas.

**Classes restritas:** o regulamento pode dispor livremente sobre o método a ser adotado.

---

<sup>21</sup>[Ofício-Circular Conjunto nº 2/2023/SIN/SSE](#)

## Regulamentos:

- o anexo descritivo da classe deve conter as condições para a utilização das barreiras ao resgate, contendo os parâmetros de liquidez que autorizam o gestor a utilizar a medida.
- deve prever o tratamento que será dado aos resgates que ultrapassem o limite, definindo se serão cancelados ou adiados, por exemplo.

Além disso, a Anbima através do capítulo de Ferramentas de Gestão de Liquidez, do Regras e Procedimentos do código de Administração e Gestão de Recursos de Terceiros<sup>22</sup> da Anbima, estabelece que a Política de Gestão de Liquidez deve detalhar:



**Condições para uso das barreiras aos resgates: parâmetros de liquidez, metodologia de açãoamento, acompanhamento e encerramento.**



**Procedimentos operacionais e comunicação aos investidores (fato relevante).**



**Fóruns ou comitê(s) responsáveis pela decisão de açãoar ou encerrar essas barreiras.**

<sup>22</sup> [Regras e Procedimentos do código de Administração e Gestão de Recursos de Terceiros](#)

# Orientações práticas para o acionamento

**Avaliar necessidade:** verificar perfil de liquidez da carteira e do investidor. Fundos com prazos curtos (D0) podem apresentar dificuldade operacional para o uso da ferramenta.

## Critérios:

- **Percentual do PL para acionamento (ex.: 10%).**
- **Janela temporal (diária, semanal, mensal).**
- **Rateio proporcional ou por participação no PL** (preferência pelo segundo, alinhado às práticas internacionais).
- **Governança:** Decisão deve ser formal, documentada e monitorada.
- **Comunicação:** Transparência total sobre regras e impactos.

## Acionamento opcional ou automático

De acordo com a Bloomberg Law Reports, existe uma discussão sobre a forma de acionamento das barreiras:

- **Gatilho automático:** quando o limite definido é atingido, a barreira é acionada de forma obrigatória, podendo ser dispensada pelo gestor.
- **Gatilho opcional:** mesmo após atingir o limite, a barreira só é aplicada se o gestor decidir pelo acionamento.

Embora o impacto prático possa ser semelhante, há diferenças importantes na percepção dos investidores e nas obrigações de divulgação:

- No modelo automático, o gestor precisa agir para dispensar a barreira.
- No modelo opcional, a ação pelo gestor é necessária para impor a barreira.

No Brasil, o entendimento é que a decisão de acionar ou não a barreira cabe ao gestor, e a decisão pelo não acionamento deve ser monitorado por meio de um plano de ação. Além disso, a barreira não deve ser acionada e desativada diariamente, devendo ser usada apenas em situações de estresse de liquidez.

## Por que os limites de acionamento variam entre estratégias de investimento?

Fundos com maior liquidez (cotização mais curta) tendem a ter limites mais altos para acionamento da barreira porque:

- **Carteira mais líquida:** ativos negociados em bolsa e derivativos têm mercado ativo, permitindo vendas rápidas sem grandes perdas.
- **Estratégia flexível:** o gestor pode ajustar posições e fazer hedge, reduzindo impacto dos resgates.
- **Menor risco de concentração:** diferente de fundos de crédito ou imobiliários, que carregam ativos ilíquidos, os fundos de cotização mais curta têm composição mais líquida.
- **Impacto menor nos preços:** mesmo grandes volumes tendem a gerar menos distorção.

Já fundos com ativos menos líquidos (crédito privado, imobiliário) precisam de limites menores, pois grandes resgates podem comprometer a carteira.

## Data de determinação e açãoamento

As datas de implementação das barreiras devem estar alinhadas ao prazo de cotização da classe. Para verificar se o limite foi atingido, devem ser considerados os pedidos de resgate solicitados e ainda não cotizados.

Pedidos já cotizados não entram no cálculo porque, após a cotização, o valor correspondente já foi efetivamente deduzido do patrimônio líquido. Em outras palavras:

- **Antes da cotização:** o pedido é apenas uma obrigação futura, ainda não refletida no PL. Por isso, deve ser considerado para evitar que a barreira seja ultrapassada.
- **Depois da cotização:** o impacto já ocorreu, o PL está atualizado, e o risco de ultrapassar o limite foi absorvido. Incluir novamente seria duplicar o efeito.

**Em resumo:** a barreira é preventiva. Pedidos cotizados já foram incorporados ao PL, portanto, não há risco adicional de ultrapassar o limite por eles.

## Janela temporal

O período para apuração da barreira pode ser diário, semanal ou mensal, conforme definido no regulamento.



Em fundos com janelas de resgate (mensal, trimestral), recomenda-se acumular os pedidos até a data de corte e aplicar a barreira sobre o total.



O prazo deve estar sincronizado com a cotização e liquidação dos resgates.

## Critérios de rateio

Foram discutidos dois modelos de critérios de rateio:

### Critério 1

Rateio proporcional ao valor solicitado por cada cotista no evento de barreira (todos recebem a mesma proporção dos seus pedidos de resgate).

### Critério 2

Rateio proporcional à participação de cada cotista no patrimônio líquido do fundo (cada um recebe um valor proporcional ao seu percentual no PL da classe).

Entende-se que ambos os critérios atendem ao requisito de tratamento equitativo previsto na RCVM 175, contudo, o critério 2 é entendido como o mais alinhado às práticas internacionais.

## Exemplos de utilização das barreiras para fundos destinados ao varejo

### Premissas adotadas:

Para ambos os cenários, consideramos uma classe composta por três cotistas. Essa classe possuía um Patrimônio Líquido (PL) de R\$ 10 milhões. Estabelecemos que a barreira para resgate seria acionada caso os pedidos de resgate ultrapassassem 10% do PL, ou seja, R\$ 1 milhão.

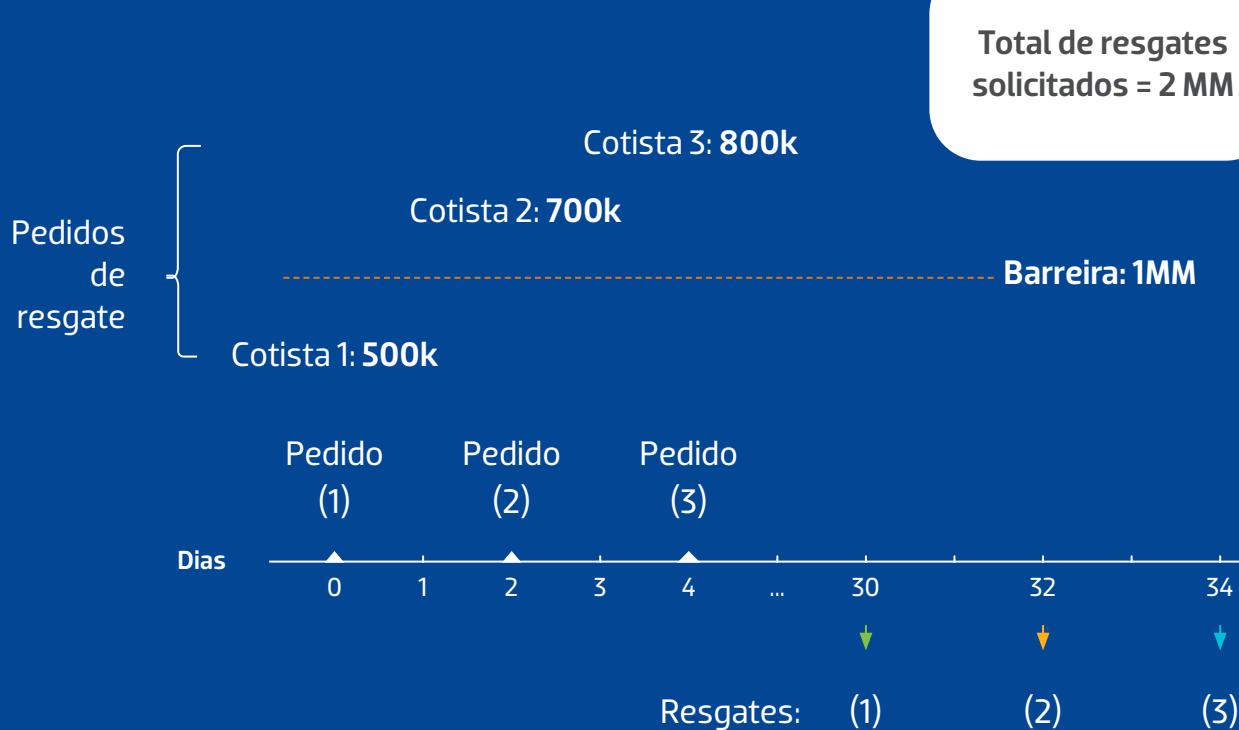
## Cenário 1

Considera casos de cotização e pagamento no mesmo dia, neste caso D+30.

### Como funciona?

1º Durante o mês, os pedidos de resgate são recebidos ao longo dos dias e somados antes da cotização para verificar se atingem a barreira.

Cotista 1	Cotista 2	Cotista 3
solicita resgate de R\$ 500 mil	solicita resgate de R\$ 700 mil	solicita resgate de R\$ 800 mil



**2º** Soma dos resgates = R\$ 2 milhões ultrapassando a barreira de 10% do PL (1MM).

### Exemplo 1: rateio proporcional

Cotista 1	Cotista 2	Cotista 3
solicita resgate de R\$ 500 mil x (R\$1 milhão/R\$2 milhões) resgata R\$ 250 mil	solicita resgate de R\$ 700 mil x (R\$1 milhão/R\$2 milhões) resgata R\$ 350 mil	solicita resgate de R\$ 800 mil x (R\$1 milhão/R\$2 milhões) resgata R\$ 400 mil

**Total de resgates (1 + 2 + 3) após ativação da barreira = R\$ 1 milhão**

### Exemplo 2: rateio proporcional à representatividade de cada cotista com relação ao PL da classe:

Cotista 1	Cotista 2	Cotista 3
solicita resgate de R\$ 500 mil	solicita resgate de R\$ 700 mil	solicita resgate de R\$ 800 mil

Rateio considerando o percentual que cada cotista detém do PL:

Cotista 1	Cotista 2	Cotista 3
20% x R\$ 1 milhão resgata R\$ 200 mil	30% x R\$ 1 milhão resgata R\$ 300 mil	50% x R\$ 1 milhão resgata R\$ 500 mil

**Total de resgates (1 + 2 + 3) após ativação da barreira = R\$ 1 milhão**

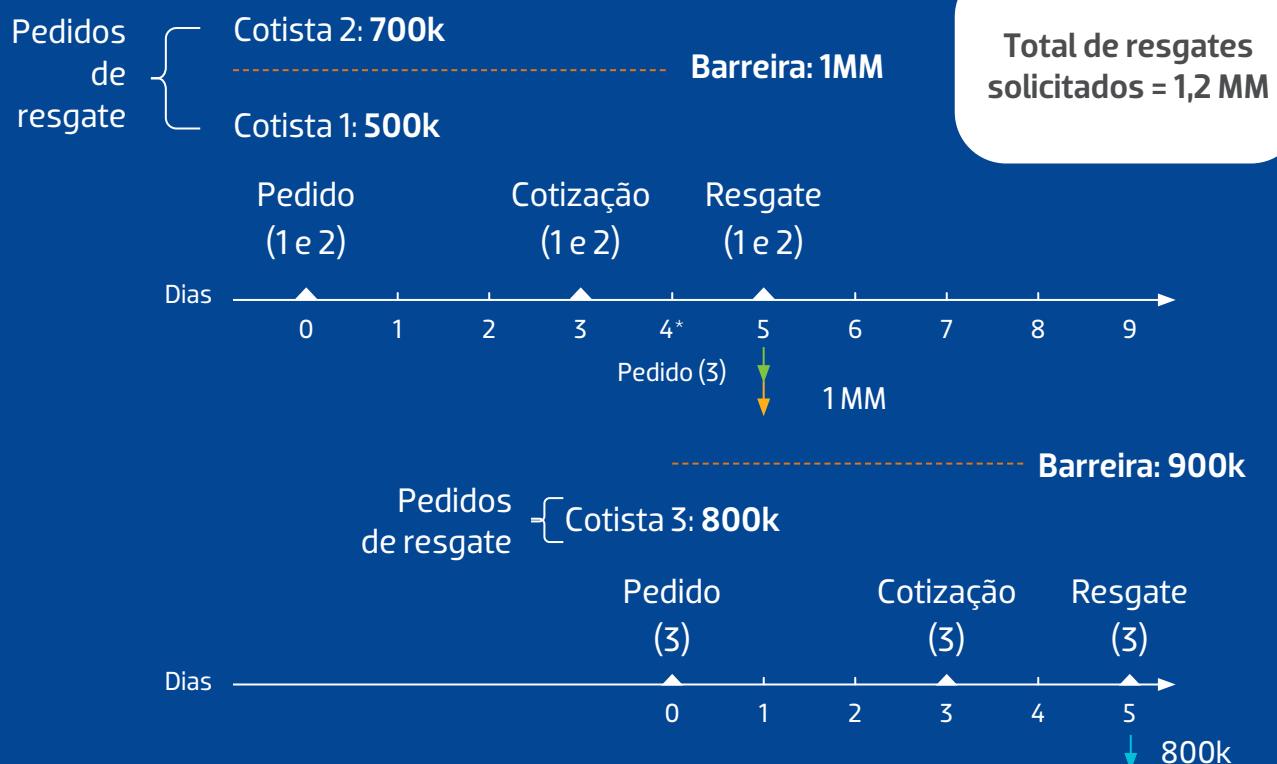
## Cenário 2

Consideramos as mesmas premissas, mas o prazo de cotização e pagamento da classe ocorrem em dias diferentes, cotização em D+3 e pagamento em D+5

## Como funciona?

1º Neste exemplo, os cotistas 1 e 2 solicitam resgate no dia D0, totalizando R\$ 1,2 milhão. A cotização ocorre em D3 e o pagamento do resgate em D5. Como o valor solicitado ultrapassa a barreira de R\$ 1 milhão, esta é acionada, e os resgates serão realizados conforme o critério de rateio definido. Durante a janela de cotização (de D0 a D3), não há novas solicitações de resgate. Assim, no dia D4, o gestor decide suspender a barreira. Após essa decisão, o cotista 3 solicita resgate de R\$ 800 mil no mesmo dia (D4). Esse pedido será cotizado em D7 e pago em D9, mantendo o mesmo procedimento operacional: cotização em 3 dias e pagamento em 5 dias.

Dessa forma, temos a seguir:



### Exemplo 1: rateio proporcional

Cotista 1	Cotista 2
solicita resgate de R\$ 500 mil x R\$1 milhão/R\$1,2 milhões <b>resgata R\$ 417 mil</b>	solicita resgate de R\$ 700 mil x R\$1 milhão/R\$1,2 milhões <b>resgata R\$ 583 mil</b>
Cotista 3	
não entra no rateio porque pediu resgate após cotização dos pedidos de 1 e 2 (barreira não está mais vigente)	
<b>Total de resgates (1 + 2) após ativação da barreira = R\$1 milhão</b>	

**Exemplo 2: rateio proporcional à representatividade de cada cotista com relação ao PL da classe, nesse caso, rebalanceada:**

Cotista 1	Cotista 2
Cotista 1 e 2: representam 50% do PL	
Cotista 3	
Cotista 3 não entra no rateio porque pediu resgate após cotização dos pedidos de 1 e 2	
<b>Total dos pedidos (1 e 2) = (R\$ 1,2 milhões)</b>	

## Rebalanceamento da representatividade do PL de 1 e 2 em relação ao que ambos têm do PL somados.

Cotista 1	Cotista 2	Cotista 3
20% do PL inicial/50% (total do PL inicial cotistas 1 e 2) = 40%  Após rebalanceamento, resgata 40% do limite da barreira  $40\% \times R\$ 1.000.000$ resgata R\$ 400 mil	30% do PL inicial/50% (total do PL inicial cotistas 1 e 2) = 60%  Após rebalanceamento, resgata 60% do limite da barreira  $60\% \times R\$ 1.000.000$ resgata R\$ 600 mil	não entra no rateio porque pediu resgate após cotização dos pedidos de 1 e 2
<b>Total de resgates (1 + 2) após ativação da barreira = R\$ 1 milhão</b>		

Analisando o caso do cotista 3, que solicita um resgate de R\$ 800 mil no quarto dia, após a cotização dos cotistas 1 e 2. Nesse cenário, consideramos que o fundo não teria mais um patrimônio líquido (PL) de R\$ 10 milhões, mas sim um PL atualizado para R\$ 9 milhões, após os resgates anteriores. Com uma barreira de 10% do PL, agora recalculada, o limite seria de R\$ 900 mil em pedidos de resgate. Assim, o cotista 3 não teria sua solicitação impactada, pois pediu apenas R\$ 800 mil.

Nos exemplos acima, consideramos apenas os pedidos de resgate para simplificar a explicação sobre o acionamento da barreira. No entanto, em um cenário real deve ser considerado o fluxo líquido, ou seja, saídas menos entradas (resgates menos aplicações), somando esses valores para verificar se a barreira foi atingida.

Quando aplicamos o rateio proporcional aliado à representatividade de cada cotista no PL da classe (critério 2), pode ocorrer de o cálculo do valor a ser resgatado resultar em um montante superior ao originalmente solicitado. Nesse caso, o excedente deve ser redistribuído entre os demais cotistas que pediram resgate, proporcionalmente à participação de cada um no PL da classe.

Além disso, conforme recomenda a Bloomberg Law Reports, sempre que possível, o critério de rateio não deve considerar apenas o percentual do pedido em relação ao total de resgates, mas também o tamanho da posição de cada investidor no fundo. Essa prática evita que investidores solicitem valores maiores do que realmente desejam apenas para garantir uma fatia maior na distribuição.

Por fim, permanece a dúvida: qual o tratamento para os valores não pagos? De acordo com o item g do Ofício-Circular-Conjunto nº 2/2023/CVM/SIN/SSE, essa definição deve constar no regulamento do fundo, de forma transparente aos cotistas. Esses valores podem, por exemplo:

- **Ser cancelados; ou**
- **Ser adiados para execução quando a ferramenta for desligada.**

## Checklist rápido para gestores

<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Previsão no regulamento das condições para que a barreira seja acionada e removida e na política de liquidez</li><li>✓ Detalhamento operacional da barreira, incluindo, mas não se limitando a: o tamanho/tempo da barreira, a forma de rateio, definição de como serão tratados</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>os pedidos solicitados, mas não atendidos devido ao acionamento.</li><li>✓ Comitê de governança ativo</li><li>✓ Comunicação clara aos cotistas</li><li>✓ Documentação completa e arquivada</li></ul>
--	--

# Expediente

## Guia Técnico – Ferramentas de Gestão de Liquidez



### Rio de Janeiro

Praia de Botafogo, 501 – 704,  
Bloco II, Botafogo, Rio de Janeiro, RJ  
CEP: 22250-911 | Tel.: (21) 2104-9300



### São Paulo

Av. Doutora Ruth Cardoso, 8501,  
21º andar, Pinheiros, São Paulo, SP  
CEP: 05425-070 | Tel.: (11) 3471 4200



[www.anbima.com.br](http://www.anbima.com.br)

### Presidente

Carlos André

### Diretores

Adriano Koelle, Andrés Kikuchi, Aquiles Mosca,  
Carlos Takahashi, César Mindof, Eduardo  
Azevedo, Eric Altafim, Fernanda Camargo,  
Fernando Rabello, Flavia Palacios, Giuliano De  
Marchi, Gustavo Pacheco, Gustavo Pires, Julya  
Wellisch, Pedro Rudge, Roberto Paolino, Roberto  
Paris, Rodrigo Azevedo, Sergio Bini, Sergio  
Cutolo, Teodoro Lima e Zeca Doherty

### Comitê Executivo

Amanda Brum, Eliana Marino, Francisco Vidinha,  
Guilherme Benaderet, Lina Yajima, Marcelo Billi,  
Soraya Alves, Tatiana Itikawa, Thiago Baptista e  
Zeca Doherty

### Superintendência de Representação de Mercados

Tatiana Itikawa

### Gerência de Representação de Gestão, Serviços Fiduciários e Análises de Mercado

Soraia Amaral Barros

### Elaboração

Ana Abidor, Giovanna Printes da Silva, Juliana  
Caldas Figueiredo, Mariana Aleixo Boani e  
Rodrigo Cesar Barcellos De Souza