

# Atualidades

## REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS OU ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

RENATO BURANELLO

BRUNO CERQUEIRA

*1. Inserção internacional e nova macroeconomia do Brasil. 2. A regulação das entidades fechadas de previdência complementar/EFPCs. 3. Dos limites máximos para as aplicações no segmento de renda fixa: 3.1 Dos limites máximos de ativos de renda fixa para composição da carteira – 3.2 Dos limites máximos para ativos de renda fixa específicos – 3.3 Dos limites de concentração para cada devedor/coobrigado/fundo. 4. Dos limites máximos para as aplicações no segmento de renda variável: 4.1 Dos limites máximos de ativos de renda variável para composição da carteira – 4.2 Dos limites máximos para ativos de renda variável específicos – 4.3 Dos limites de concentração para cada empresa/instituição/fundo de investimento. 5. Dos limites máximos para as aplicações no segmento de imóveis. 6. Dos limites máximos para as aplicações no segmento de empréstimos e financiamentos. 7. Das aplicações em ativos no Exterior: 7.1 Investimento em títulos e valores mobiliários negociados em Bolsas de Valores ou mercado de balcão localizado no Exterior – 7.2 Investimento em imóveis ou em ações de empresas não negociadas em Bolsas de Valores ou mercado de balcão localizado no Exterior. 8. Conclusão.*

### **1. Inserção internacional e nova macroeconomia do Brasil**

Durante os últimos anos, ciclos de euforia e de frustração historicamente se alternavam no Brasil. As mudanças globais certamente ajudam a contar grande parte da história econômica recente, bem como das perspectivas de médio e longo prazos de países emergentes como o Brasil. Nesse sentido, é nítido que o estoque de capital aumentou fortemente nos países da Ásia emergente e também nos países emergentes como um todo. Nesse contexto, a economia brasileira, com amplo complemento ao mercado asiático, particularmente com a China, tem-se tornado cada vez menos dependente do mundo desenvolvido nas suas exportações. A economia brasileira,

em particular, é a que dispõe da maior diversidade de *commodities*, tanto metálicas como agrícolas, e recentemente abriu nova e importante frente na área de petróleo e gás, além do promissor mercado do etanol.

No contexto de política cambial, com a introdução do regime de câmbio flutuante, trouxe uma alteração importante na história ciclotímica na economia nacional, na medida em que passou a exercer sua função primária de absorver os choques externos e, com isso, restabelecer a possibilidade dos agentes em uma economia de menor volatilidade. A posição cambial brasileira trouxe novas perspectivas positivas à estabilidade e à previsibilidade dos atores econômicos, favorecendo a construção de

um ambiente macroeconômico relativamente inédito.

Nesse novo quadro, a economia brasileira experimentou importante alteração na sua inserção internacional, tanto no plano do comércio exterior como na sua integração financeira com o resto do mundo. O fortalecimento das empresas brasileiras capitalizadas e com presença crescente como investidores no Exterior e a importante participação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar/EFPCs no financiamento da atividade econômica expõem-se para o mundo global.

Dados os volumes e a importância dos recursos administrados e a necessidade de realizar aplicações de longo prazo consistentes, as EFPCs ou fundos de pensão constituem segmento de investidores institucionais com grande potencial no financiamento de setores econômicos estratégicos e, ainda, mantendo o compromisso atuarial e de necessidade de criação de mercados secundários que assegurem liquidez aos ativos relacionados. Nesse sentido, este artigo dispõe sobre a regulação dos fundos de pensão, inclusive quais ativos no Brasil e no Exterior poderão ser objeto de investimento pelos referidos fundos brasileiros.

## **2. A regulação das entidades fechadas de previdência complementar/EFPCs**

As entidades fechadas são fundações ou sociedades sem fins lucrativos acessíveis exclusivamente: (i) aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados "patrocinadores", e (ii) aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas "instituidores". Atualmente os recursos administrados por tais entidades representam aproximadamente R\$ 460 bilhões, equivalente a aproximadamente 18% do Produto Interno Bruto/PIB

brasileiro. Em razão do volume em administração, pode-se afirmar que as entidades fechadas são importantes instrumentos para a economia brasileira, pois, além de serem veículos de captação de poupança junto aos seus inúmeros participantes, contribuem para desenvolver diversas atividades produtivas de nossa economia através de seus investimentos.

Nesse sentido, e tendo em vista a referida importância econômica, as entidades fechadas estão sujeitas a regulação, dado que a intervenção do Estado (i) contribui para reduzir a assimetria informacional dos seus participantes em relação aos envolvidos na administração de recursos, tais como gestores, administradores e as próprias entidades, e (ii) evita possíveis externalidades que poderiam ocorrer no mercado financeiro brasileiro decorrente da quebra de uma das entidades.

Historicamente a regulação das entidades fechadas pode ser dividida em duas fases. A primeira fase vigorou de 1978 até 1994 e fundamentava-se em regras quantitativas e na obrigatoriedade de aplicar seus recursos seguindo limites mínimos e máximos estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional/CMN. Nesse modelo o principal objetivo do Estado Brasileiro era (i) estimular nosso incipiente mercado de capitais existente nessa época, através da destinação compulsória de recursos para tal mercado, e (ii) financiar o próprio Tesouro Nacional, através da aquisição de títulos públicos.

A segunda e atual fase da regulação das entidades iniciou-se em 1994, estando também fundamentada em regras quantitativas. Regulamentada atualmente pela Lei Complementar 109, de 29.5.2001, a principal alteração introduzida nessa fase foi a extinção dos limites mínimos para aplicação dos recursos dos fundos de pensão, permanecendo, assim, somente os limites máximos para aplicação em cada ativo.

A Lei Complementar 109 estabelece divisão das entidades responsáveis pela re-

gulação das entidades fechadas, sendo um órgão responsável pela fiscalização e outro responsável pela estipulação dos limites máximos de aplicação pelos fundos de pensão. No que se refere à fiscalização das entidades, compete à Secretaria de Previdência Complementar/SPC, de acordo com a combinação dos arts. 5º e 74 da falada lei complementar, a seguir transcritos:

“Art. 5º. A normatização, coordenação, supervisão, fiscalização e controle das atividades das entidades de previdência complementar serão realizados por órgão ou órgãos regulador e fiscalizador, conforme disposto em lei, observado o disposto no inciso VI do art. 84 da Constituição Federal.

“(…)”

“Art. 74. Até que seja publicada a lei de que trata o art. 5º desta Lei Complementar, as funções do órgão regulador e do órgão fiscalizador serão exercidas pelo Ministério da Previdência e Assistência Social, por intermédio, respectivamente, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) e da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), relativamente às entidades fechadas, e pelo Ministério da Fazenda, por intermédio do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), em relação, respectivamente, à regulação e fiscalização das entidades abertas.”

Já para a regulação da aplicação dos recursos, conforme dispõe o § 1º do art. 9º da Lei Complementar 109, ainda cabe ao CMN estabelecer as diretrizes correspondentes às aplicações dos recursos das entidades fechadas:

“Art. 9º. As entidades de previdência complementar constituirão reservas técnicas, provisões e fundos, de conformidade com os critérios e normas fixados pelo órgão regulador e fiscalizador.

“§ 1º. A aplicação dos recursos correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos de que trata o *caput* será feita

conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.”

Nesse passo, o CMN regulamenta as aplicações dos recursos por meio da Resolução CMN-3.456, de 1.6.2007, estabelecendo os tipos de ativos e seus respectivos limites máximos de aplicação, que são divididos em quatro segmentos distintos: (i) de renda fixa; (ii) de renda variável; (iii) de imóveis; e (iv) de empréstimos e financiamentos.

### ***3. Dos limites máximos para as aplicações no segmento de renda fixa***

Conforme a Resolução 3.456/2007, os seguintes ativos de renda fixa podem ser adquiridos pelas entidades fechadas de previdência complementar: (a) os títulos de emissão do Tesouro Nacional, os créditos securitizados pelo Tesouro Nacional e os títulos de emissão de Estados e Municípios que tenham sido objeto de refinanciamento pelo Tesouro Nacional; (b) os títulos de emissão de Estados e Municípios; (c) os certificados e os recibos de depósito bancário, as letras de crédito imobiliário, as letras de crédito do agronegócio e os demais títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituição financeira ou outra instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil/BACEN, como as Cédulas de Produto Rural com liquidação financeira/CPRs-F que tenham aval de instituição financeira; (d) os depósitos de poupança em instituição financeira; (e) as debêntures, as Cédulas de Crédito Bancário/CCBs, os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e de serviços que atendam às condições estabelecidas na Resolução 2.801, de 7.12.2000, bem como os demais valores mobiliários de renda fixa de emissão de sociedades anônimas, inclusive as de objeto exclusivo, cuja distribuição tenha sido registrada na CVM; (f) as obrigações emitidas por organismos multilaterais

autorizados a captar recursos no Brasil, cuja distribuição tenha sido registrada na CVM; (g) as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, classificados como fundos de dívida externa; (h) as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios/FIDCs e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios/FI-CFIDCs; (i) as cotas de fundos de investimento previdenciários e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento previdenciários classificados como renda fixa ou referenciado em indicadores de desempenho de renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto; (j) os Certificados de Recebíveis Imobiliários/CRIs cuja distribuição tenha obtido registro definitivo na CVM, bem como as Cédulas de Crédito Imobiliário/CCIs; e (k) as Cédulas de Produto Rural com liquidação financeira/CPRs-F que contem com cobertura de seguro, conforme regulamentação da Superintendência de Seguros Privados/SUSEP, os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio/CDCA's e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio/CRAs.

Após a definição dos ativos de renda fixa, a Resolução 3.456/2007 estabeleceu três categorias de limites máximos para as aplicações das entidades fechadas: (i) limites máximos gerais de ativos de renda fixa para composição da carteira; (ii) limites máximos para ativos específicos; e (iii) limites máximos de concentração por cada devedor/coobrigado/fundos de investimento. Ressalta-se que os limites máximos em cada categoria variam, em regra, conforme a classificação de risco dos ativos estabelecida por agência de classificação de risco em funcionamento no país, sendo um limite maior de aplicação para ativos de renda fixa classificados como de baixo risco de crédito e outro menor para os ativos de renda fixa classificados como de médio e alto risco de crédito.

### *3.1 Dos limites máximos de ativos de renda fixa para composição da carteira*

Esse limite visa a restringir o máximo de exposição que as entidades fechadas de previdência complementar terão ao segmento de renda fixa tendo como base determinadas composições dos ativos anteriormente listados.

### *3.2 Dos limites máximos para ativos de renda fixa específicos*

Após a limitação da exposição da carteira das entidades fechadas de previdência complementar ao segmento de renda fixa, antes mencionada, a Resolução 3.456/2007 estabelece limites máximos para ativos de renda fixa específicos, restringindo a exposição das aplicações a determinado tipo de produto.

### *3.3 Dos limites de concentração para cada devedor/coobrigado/fundo*

Por fim, após a limitação da exposição da carteira das entidades fechadas de previdência complementar ao segmento de renda fixa e a determinado tipo de produto, o normativo do CMN estipula limites máximos proibitivos de concentração das aplicações em ativos de emissão ou de responsabilidade de um mesmo devedor, coobrigado ou fundo de investimento (inclusive por série de quota ou título).

## **4. Dos limites máximos para as aplicações no segmento de renda variável**

No que se refere ao segmento de renda variável, os seguintes ativos podem ser objeto de aquisição pelas entidades fechadas de previdência complementar: (a) as ações, os bônus de subscrição de ações, os recibos de subscrição de ações e os certificados de depósito de ações de companhia aberta negociados em Bolsa de Valores ou



admitidos a negociação em mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM; (b) as ações subscritas em lançamentos públicos ou em decorrência do exercício do direito de preferência; (c) as cotas de fundos de investimento previdenciários e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento previdenciários classificados como ações, constituídos sob a forma de condomínio aberto; (d) as ações, as debêntures<sup>1</sup> e os demais títulos e valores mobiliários de emissão de Sociedades de Propósito Específico/SPEs constituídas com a finalidade de viabilizar o financiamento de novos projetos, com prazo de duração determinado, as cotas de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes/FIEEs e as cotas de Fundos de Investimento em Participações/FIPs, nos termos da regulamentação baixada pela CVM; (e) os certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no Exterior (*Brazilian Depositary Receipts/BDRs*), classificados nos Níveis II e III definidos na regulamentação baixada pela CVM, cujos programas tenham sido registrados naquela autarquia; (f) as ações de emissão de companhias sediadas em países signatários do Mercado Comum do Sul/MERCOSUL ou os certificados de depósito dessas ações admitidos a negociação em Bolsa de Valores no Brasil, observado o disposto na Resolução 3.265, de 4.3.2005; (g) as debêntures com participação nos lucros cuja distribuição tenha sido registrada na CVM; (h) os certificados representativos de ouro físico no padrão negociado em Bolsa de Mercadorias e de Futuros; (i) os certificados de potencial adicional de construção, de que trata o art. 34 da Lei 10.257, de 10.7.2001, negociados em Bolsa de Valores ou admi-

tidos a negociação em mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, cuja distribuição tenha sido registrada naquela autarquia; e (j) as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como fundos multimercado, constituídos sob a forma de condomínio aberto.

Assim como ocorre para os ativos de renda fixa, os limites de renda variável também são divididos em três categorias: (i) limites máximos gerais de ativos de renda variável para composição da carteira; (ii) limites máximos para ativo de renda variável específicos; e (iii) limites máximos de concentração por cada empresa/instituição/fundo de investimento.

#### *4.1 Dos limites máximos de ativos de renda variável para composição da carteira*

Da mesma forma como feito para o segmento de renda fixa, esse limite visa a restringir a exposição das aplicações das entidades fechadas de previdência complementar ao segmento de renda variável.

#### *4.2 Dos limites máximos para ativos de renda variável específicos*

Após a limitação da exposição da carteira das entidades fechadas de previdência complementar ao segmento de renda variável, mencionada acima, a Resolução 3.456/2007 estabelece limites máximos para ativos de renda variável específicos, restringindo a exposição das aplicações das entidades a determinado tipo de produto.

#### *4.3 Dos limites de concentração para cada empresa/instituição/fundo de investimento*

Por fim, como forma de criar regras proibitivas de concentração das aplicações

1. Somente podem ser admitidas as debêntures de emissão de sociedades de propósito específico consideradas pela entidade fechada de previdência complementar, com base em classificação efetuada por duas agências classificadoras de risco em funcionamento no país, como de baixo risco de crédito.

das entidades fechadas de previdência complementar em ativos de emissão de mesma empresa, instituição ou fundo de investimento, o normativo do CMN cria limites máximos de concentração por emissor (inclusive fundo de investimento).

### **5. Dos limites máximos para as aplicações no segmento de imóveis**

O segmento de imóveis é segregado nas seguintes carteiras: (a) carteira de desenvolvimento, que inclui os investimentos em regime de co-participação na realização de empreendimentos imobiliários com vistas a sua ulterior alienação; (b) carteira de aluguéis e renda, que inclui os investimentos em imóveis e na realização de empreendimentos imobiliários, com a finalidade de obter rendimentos sob a forma de aluguel ou renda de participações; (c) carteira de fundos imobiliários, que inclui os investimentos nesses tipos de investimento; e (d) carteira de outros investimentos imobiliários, que inclui os investimentos imobiliários de uso próprio, imóveis recebidos em dação em pagamento ou como produto de execução de dívidas ou garantias, bem como outros imóveis não enquadrados em qualquer outra carteira acima.

### **6. Dos limites máximos para as aplicações no segmento de empréstimos e financiamentos**

No que se refere às aplicações no segmento de empréstimos e financiamentos, a Resolução 3.456/2007 aponta as seguintes carteiras: (a) carteira de empréstimos a participantes e assistidos, que incluem as operações de empréstimo realizadas entre as entidades fechadas de previdência complementar e seus participantes assistidos, incluindo os valores mobiliários que sejam lastreados em recebíveis oriundos, direta ou indiretamente, desses empréstimos; e

(b) carteira de financiamentos imobiliários a participantes e assistidos, que incluem as operações de financiamentos imobiliários realizadas entre as entidades fechadas de previdência complementar e seus participantes e assistidos, incluindo os valores mobiliários que sejam lastreados em recebíveis oriundos, direta ou indiretamente, desses financiamentos imobiliários.

### **7. Das aplicações em ativos no Exterior**

Segundo o inciso XI do art. 65 da Resolução 3.456/2007, transcrito, as entidades fechadas de previdência complementar somente poderão aplicar em ativos no Exterior quando for expressamente permitido pelo referido normativo: “Art. 65. É vedado às entidades fechadas de previdência complementar: (...) XI – aplicar recursos no Exterior, ressalvados os casos expressamente previstos neste Regulamento”.

Pela leitura do artigo, e em virtude de todo o exposto acima, percebe-se que o normativo do CMN abre expressamente uma possibilidade direta e uma indireta de aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência complementar no Exterior. A possibilidade de aplicação direta decorre da autorização expressa para a aplicação de recursos pelas entidades fechadas de previdência complementar em ações de emissão de companhias sediadas em países signatários do MERCOSUL, devendo ser observado, no entanto, o disposto na Resolução 3.265, de 4.3.2005.

No que se refere à aplicação indireta, o normativo permite aplicação em fundos de investimentos classificados como dívida externa que poderão aplicar em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União e outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional. Adicionalmente, se não fosse por determinadas controvérsias existentes na Resolução 3.456/2007 e em normativos da CVM, as EFPCs poderiam constituir algu-

mas estruturas para permitir o investimento indireto de seus recursos das entidades fechadas de previdência complementar em ativos no Exterior, conforme dois exemplos a seguir apresentados.

*7.1 Investimento em títulos e valores mobiliários negociados em Bolsas de Valores ou mercado de balcão localizado no Exterior*

Nessa estrutura, as entidades fechadas de previdência complementar iriam subscrever quotas de um Fundo de Investimento Multimercado no Exterior/FIM Exterior, constituído nos termos do inciso II do art. 110-B da Instrução CVM-409, de 18.8.2004. Assim, dado que o FIM Exterior já detém autorização da CVM e do próprio BACEN para adquirir títulos e valores mobiliários negociados em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado localizado no Exterior,<sup>2</sup> estaríamos viabilizando o investimento das EFPCs em mercados de Bolsa e de balcão organizado localizados no Exterior.

Ressalta-se que a principal controvérsia para a implementação dessa estrutura pelas fundações é a previsão contida no art. 42 da Resolução 3.456/2007, pelo qual o normativo equipara às aplicações realizadas diretamente pela EFPC aquelas efetuadas via fundos de investimento, salvo fundos de investimento em participações e fundos de investimento em empresas emergentes. Assim, entendemos que o CMN deveria rever a Resolução 3.456/2007, adaptando sua redação à nova realidade de investimentos instituída pela Instrução CVM-409, de 18.8.2004, dado que num horizonte de taxas menores de juros domésticas as EFPCs devem ter a flexibilidade necessária para auferir ganhos em ou-

tras localidades do mundo, visando a cumprir com suas metas atuariais.

*7.2 Investimento em imóveis ou em ações de empresas não negociadas em Bolsas de Valores ou mercado de balcão localizado no Exterior*

Nessa estrutura as entidades fechadas de previdência complementar aplicariam seus recursos num Fundo de Investimento em Participações/FIP ou num Fundo de Investimento em Empresas Emergentes/FIEE, estando sujeitas somente ao limite de aplicações previsto para esses fundos. Como nenhum desses fundos tem autorização da CVM ou do BACEN para fazer investimentos no Exterior, o FIP ou o FIEE poderia, em tese, aportar os recursos numa empresa brasileira, que, por não estar sujeita à regulação dessas entidades reguladoras, poderia livremente fazer a remessa dos recursos para o Exterior para adquirir imóveis e ações localizados no Exterior. No entanto, cabe mencionar as regras previstas no art. 38, VI, da Instrução CVM-209, de 25.3.1994, e no art. 35, VI, da Instrução CVM-391, de 16.7.2003, que criam controvérsias acerca da aplicação em ações e imóveis localizados no Exterior pelas empresas investidas do referido *private equity* brasileiro. Nesse sentido, entendemos que a CVM deveria rever tais dispositivos, de forma a permitir a alocação irrestrita dos recursos das empresas investidas de FIP e/ou FIEE, pois do contrário estaríamos admitindo que empresas brasileiras (apenas pelo fato de um de seus acionistas ser um desses fundos de investimento) teriam uma restrição para realizar negócios no Exterior – restrição que não existe para as demais empresas brasileiras e que, no nosso entendimento, violaria o princípio constitucional da livre iniciativa.

## **8. Conclusão**

Com o desenvolver desse artigo buscamos mostrar que a regulação dos fundos

2. Ressaltamos que para fins fiscais essa estrutura é um pouco mais complexa, com a eventual criação de veículos específicos no Exterior.

de pensão brasileiros é complexa e específica, tendo regras diferenciadas para diversos tipos de ativos ou operações. A participação direta das entidades fechadas de previdência complementar no sentido de adquirir determinado tipo de ativo deve ser amplamente estudada, com o objetivo de garantir o cumprimento da legislação bra-

sileira. Também assim, no caso de investimentos no Exterior deve-se buscar a melhor forma para viabilizar estruturas que permitam a aplicação dos recursos de maneira mais eficiente e segura, mas que também permitam para os gestores das EFPCs liberdade para cumprir com suas metas atuariais.