



## Resolução CMN N° 4.661



## 1 Introdução

O Conselho Monetário Nacional reuniu-se em 25 de maio de 2018, com a finalidade de deliberar acerca da nova Resolução CMN N° 4.661, que substitui e revoga a Resolução n° 3.792/09.

A seguir, apresentaremos as principais modificações normativas e alguns comentários decorrentes da comparação entre a regulamentação anterior e a nova Resolução.

## 2 O que mudou?

O Conselho Monetário Nacional realizou uma série de modificações nas regras de investimentos para EFPCs, com maior destaque para os aspectos de controles internos, processo decisório, governança e compartilhamento de responsabilidade entre dirigentes e assessores.

Além disso, a nova Resolução aborda questões ligadas à seleção de prestadores de serviços, análise de riscos e incentiva a observância de princípios de sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança de investimentos.

Entre as alterações implementadas, foram modificados alguns limites; a classe de imóveis cedeu lugar ao segmento imobiliário, o qual não permite investimento direto em imóveis; foram criados requisitos adicionais para os investimentos em FIP e, finalmente, buscou-se maior compatibilidade da norma com a regulamentação da CVM, o que é muito positivo para o mercado.

### 2.1 Diretrizes para aplicação dos recursos

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N° 4.661/18
Art. 4º Na aplicação dos recursos dos planos, os <u>administradores da EFPC</u> devem: (...) IV - adotar práticas que garantam o cumprimento do seu dever fiduciário em relação aos participantes dos planos de benefícios;	Art. 4º Na aplicação dos recursos dos planos, <u>a EFPC</u> deve: (...) IV - adotar práticas que garantam o cumprimento do seu dever fiduciário em relação aos participantes dos planos de benefícios, considerando, inclusive, a política de investimentos estabelecida, observadas as modalidades, segmentos, limites e demais critérios e requisitos estabelecidos nesta Resolução; e  V - executar com diligência a seleção, o acompanhamento e a avaliação de prestadores de serviços relacionados à gestão de ativos.

**Comentários:** Dicção da norma modificada no sentido de ampliação do conjunto de destinatários, alinhando-se com a filosofia proposta pelo regulador, voltando-se cada vez mais para o envolvimento

de toda a governança da EFPC no processo de gestão dos investimentos. Com isso, atribuiu responsabilidades aos membros de conselhos estatutários da EFPC, aos procuradores com poderes de gestão, aos membros do comitê de investimentos e a outros profissionais que participam do processo de análise, de assessoramento e de decisão sobre a aplicação dos recursos dos planos de benefícios.

Cabe destacar que a nova Resolução expressamente dispõe acerca da responsabilidade dos consultores (Par. 2º, Inc. V), em convergência com a recente modificação do marco regulatório da CVM para a atividade de consultoria (CVM 592), com introdução de diversos requisitos técnicos.

## 2.2 Controles internos

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N° 4.661/18
<p>Art. 11. A EFPC deve adotar regras, procedimentos e controles internos, observados o porte, a complexidade, a modalidade e a forma de gestão de cada plano por ela administrado, <u>que possibilitem</u> que limites, requisitos, condições e demais disposições estabelecidos nesta Resolução sejam permanentemente observados.</p>	<p>Art. 7º A EFPC deve adotar regras, procedimentos e controles internos <u>que garantam</u> a observância dos limites, requisitos e demais disposições estabelecidas nesta Resolução, considerando o porte, a complexidade, a modalidade e a forma de gestão de cada plano por ela administrado.</p> <p>§ 1º A EFPC deve definir claramente a separação de responsabilidades e objetivos associados aos mandatos de todos os agentes que participem do processo de análise, avaliação, gerenciamento, assessoramento e decisão sobre a aplicação dos recursos dos planos da entidade, inclusive com a definição das alçadas de decisão de cada instância.</p> <p>§ 1º A EFPC deve manter registro, por meio digital, de todos os documentos que suportem a tomada de decisão na aplicação dos recursos dos planos, quando se tratar de gestão própria, de fundo de investimento exclusivo ou de aplicação na qual a EFPC tenha poder decisório sobre a sua realização.</p>

Comentários: A nova resolução manteve boa parte do texto anterior, mas com profunda divergência de significado. Antes, a regulação exigia que as regras, procedimentos e controles internos possibilitassem o atendimento das disposições regulamentares. Todavia, o novo texto elevou a rigidez, exigindo que os citados mecanismos garantam o cumprimento das normas. Entendemos que não se trata de contraste acidental, e que tal fato demonstra o nível de preocupação do regulador

para com o processo de investimento e reforça a diretriz de aperfeiçoamento da governança das EFPC.

Chama a atenção, também, a necessidade de registro documental das decisões de investimento inclusive em fundos exclusivos.

## 2.3 Designação de administrador ou comitê de gestão de riscos

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N° 4.661/18
Não havia previsão normativa.	Art. 9º A EFPC deverá designar administrador ou comitê responsável pela gestão de riscos, considerando o seu porte e complexidade, conforme regulamentação da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).

Comentários: Trata-se, provavelmente, de uma das principais modificações trazidas pela nova regulamentação, que passa a exigir a indicação de um administrador responsável pela gestão de riscos, ou comitê, com essa finalidade. No âmbito do CMN preferiu-se o estabelecimento de diretriz, delegando-se à Previc a tarefa de regulamentar a implementação desta atribuição, cabendo à autarquia atentar para o porte e complexidade das diferentes EFPCs.

## 2.4 Avaliação e monitoramento de riscos

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N 4.661/18
Art. 9º Na aplicação dos recursos, a EFPC deve identificar, avaliar, controlar e monitorar os riscos, incluídos os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico, e a segregação das funções de gestão, administração e custódia.	Art. 10. A EFPC, na administração da carteira própria, deve identificar, analisar, avaliar, controlar e monitorar os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico e outros inerentes a cada operação.  § 1º A EFPC deve realizar análise prévia dos riscos dos investimentos, incluindo suas garantias reais ou fidejussórias.  (...)  § 4º A EFPC deve considerar na análise de riscos, sempre que possível, os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos.

Comentários: Nos investimentos em carteira própria, a norma desenvolveu as exigências relacionadas ao risco, prevendo expressamente o sequenciamento de fases (identificação, análise, avaliação, controle e monitoramento) e inserindo a tarefa de análise. Além disso, ampliou o escopo

dos riscos a serem avaliados e monitorados, incluindo aqueles que sejam inerentes a cada operação, ao rol daqueles já conhecidos: crédito, mercado, liquidez, operacional, legal e sistêmico. Na mesma toada, a norma passa expressamente requerer análise prévia dos riscos dos investimentos, contemplando suas garantias reais ou fidejussórias.

Outro importante ponto de aperfeiçoamento normativo foi a implementação da diretriz de análise de riscos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos, sempre que for possível. No normativo até então vigente, ficava a exclusivo critério das EFPCs, por meio de suas próprias políticas de investimentos, disporem sobre “a observância ou não de princípios de responsabilidade socioambiental”.

## 2.5 Política de Investimento

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N 4.661/18
Art. 16. A EFPC deve definir a política de investimento para a aplicação dos recursos de cada plano por ela administrado.	<p>Art. 19. (...)</p> <p>§ 3º Aplicam-se aos perfis de investimentos os mesmos limites estabelecidos nesta Resolução para os planos de benefícios.</p> <p>§ 4º Na política de investimentos deverá constar informações acerca das operações realizadas em ativos financeiros ligados à patrocinadora, fornecedores, clientes e demais empresas ligadas ao grupo econômico da patrocinadora.</p> <p>§ 5º A EFPC deve, preferencialmente, adotar políticas de investimento específicas para cada perfil de investimento.</p> <p>§ 6º A elaboração, a revisão e as informações constantes na política de investimentos devem observar a regulamentação da Previc.</p>

Comentários: O CMN retirou do texto normativo os elementos mínimos que deveriam ser observados na elaboração da Política de Investimentos, atribuindo à Previc (e não ao CNPC) a competência de regulamentar a matéria. Outro aperfeiçoamento normativo foi a legitimação do estabelecimento de perfis de investimento, algo que já vem sendo implementado pelas EFPCs nos últimos anos. A norma destaca que os mesmos limites aplicáveis aos planos de benefícios devem ser aplicados a cada perfil de investimento, o que pode eventualmente gerar necessidade de ajustes nos perfis atuais.

## 2.6 Transformação do segmento imóveis para imobiliário

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N° 4.661/18
Art. 17. (...)  III - investimentos estruturados; IV - investimentos no exterior; V - imóveis; e VI - operações com participantes.	Art. 20. (...)  III - estruturado; IV - imobiliário; V - operações com participantes; e VI - exterior.

Comentários: Outra modificação que foi introduzida pela nova resolução foi a conversão do segmento de “imóveis” em “imobiliário”. Muito além de mero ajuste redacional, a transformação do segmento foi acompanhada de proibição de investimentos diretos em imóveis, devendo as EFPCs providenciarem a alienação ou conversão dos imóveis da carteira própria em fundos de investimento imobiliário, no prazo de 12 anos (Art. 37).

Além disso, títulos de crédito com lastro imobiliário, que até então faziam parte do segmento de Renda Fixa, passaram a integrar o segmento imobiliário. O limite de alocação do segmento imobiliário passou de 8% para 20% dos recursos garantidores dos planos de benefícios.

## 2.7 Renda Variável

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N° 4.661/18
Art. 36. (...)  I - até setenta por cento em (...) II - até sessenta por cento em (...) III - até cinquenta por cento em (...) IV - até quarenta e cinco por cento em (...) V - até trinta e cinco por cento em (...) VI - até vinte por cento em (...) VII - até três por cento nos demais (...)	Art. 22. (...)  I - até 70% (...) admitidas à negociação em segmento especial, (...), práticas diferenciadas de governança; II - até 50% (...) admitidas à negociação em bolsa de valores e que não estejam em segmento especial; III – até 10% (dez por cento) dos recursos de cada plano em Brazilian Depositary Receipts (BDR) classificados como nível II e III (...); e IV - até 3% (três por cento) dos recursos de cada plano em certificados representativos de ouro físico no padrão negociado em bolsa (...)

Comentários: No segmento de renda variável, foram realizadas simplificações dos limites e aperfeiçoamento no enquadramento de ativos. Foi preservado o limite máximo de alocação de 70% dos recursos garantidores dos planos de benefícios em ativos de renda variável admitidos em segmento especial de negociação. Para os demais ativos de renda variável não admitidos no segmento especial, atribuiu-se limite de 50%. Outro aperfeiçoamento normativo que foi adequadamente implementado, em nossa visão, se refere ao critério de classificação dos BDRs. Na antiga regulamentação, qualquer BDR era classificado como investimento no exterior, em desacordo com as normas da CVM. Agora, a atribuição aos BDRs de nível II e III como ativos de renda variável,

limitando-os a 10% dos recursos dos planos de benefícios, possibilita a harmonização das normas aplicáveis às EFPCs com a regulamentação de mercado elaborada pela CVM.

O mercado de acesso foi direcionado ao segmento estruturado, considerando o grau de maturidade das empresas que iniciam o processo de listagem na bolsa, coerente com os riscos a serem observados pelas EFPCs nestas aplicações.

## 2.8 Segmento estruturado

Resolução CMN Nº 3.792/09	Resolução CMN Nº 4.661/18
<p>Art. 20. (...)</p> <p>I - as cotas de fundos de investimento em participações e as cotas de fundos de investimentos em cotas de fundos de investimento em participações;</p> <p>II - as cotas de fundos de investimento em empresas emergentes;</p> <p>III - as cotas de fundos de investimento imobiliário; e</p> <p>IV - as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado cujos regulamentos observem exclusivamente a legislação estabelecida pela CVM, aplicando-se os limites, requisitos e condições estabelecidos a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM.</p>	<p>Art. 23. (...)</p> <p>I – (...) até 15% (quinze por cento) dos recursos do plano em cada um dos seguintes ativos financeiros:</p> <p>a) cotas de fundos de investimento em participações (FIP);</p> <p>b) cotas de fundos de investimento classificados como multimercado (FIM) e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado (FICFIM); e</p> <p>c) cotas de fundos de investimento classificados como “Ações – Mercado de Acesso”, observada a regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários;</p> <p>II - até 10% (dez por cento) dos recursos do plano em certificados de operações estruturadas (COE).</p>

Comentários: No segmento de estruturados, apesar de mantido o limite de alocação de 20% dos recursos garantidores de cada plano de benefícios, foram realizados ajustes relevantes, criando restrições mais severas aos Fundos de Investimento em Participações (Art. 23, Parágrafos 1º, 2º e 3º, com destaque para a necessidade de que o gestor mantenha investimentos de no mínimo 3% no mesmo FIP investido pela EFPC). A nova resolução retirou a possibilidade de investimento em Fundos de Investimento em Cotas de FIP e fundo de investimento em empresas emergentes.

Além disso, foi transferido do segmento estruturado para o segmento imobiliário o limite relativo aos fundos imobiliários. Em sentido oposto, o segmento estruturado recebeu o FIA - Mercado de Acesso e passou a autorizar aplicações em COE, em até 10%.

Os FIM e FIC-FIM passaram a ser enquadrados como multimercado na maioria dos casos, tendo sido retirado o dispositivo regulamentar que exigia sua destinação a investidores não qualificados, recebendo nesta nova resolução uma expansão de limite para 15%, muito além dos 10% anteriormente autorizados.

Particularmente no caso dos “multimercados estruturados”, como o mercado acostumou a classificar tais fundos, vemos vários aprimoramentos trazidos pela nova legislação:

- i. Em linha com o fato de que, pela regulamentação da CVM, as EFPCs são consideradas investidores profissionais, foram retiradas as restrições anteriormente estabelecidas a fundos que não observassem a regulamentação de investidores considerados não qualificados;
- ii. Isso simplifica de forma relevante a análise de adequação desse tipo de fundo a uma EFPC, e elimina um caso até então obscuro na lei: um fundo multimercado destinado exclusivamente a investidores qualificados que não respeitasse os limites da antiga CMN 3.792 não tinha qualquer tipo de enquadramento na legislação;
- iii. Fica claro, também, que fundos multimercados que não façam uso de nenhuma das operações vedadas pela CMN 4.661 devem ser consolidados (“abrir a carteira”) com os demais investimentos para fins de enquadramento – trata-se, aqui, dos conhecidos “multimercados institucionais”.

## 2.9 Limite de alocação e concentração por emissor

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N° 4.661/18
Art. 41. A EFPC deve observar, em relação aos recursos de cada plano por ela administrado, os seguintes limites de alocação por emissor:  I - até cem por cento se o emissor for o Tesouro Nacional;  II - até vinte por cento se o emissor for:  III - até quinze por cento no caso das debêntures de infraestrutura(...)  IV - até dez por cento se o emissor for: (...)  V - até cinco por cento se o emissor não estiver incluído nos incisos II, III e IV.	Art. 27. A EFPC deve observar, em relação aos recursos de cada plano por ela administrado, os seguintes limites de alocação por emissor:  I - até 100% (cem por cento) se o emissor for o Tesouro Nacional;  II - até 20% (vinte por cento) em instituição financeira bancária autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e  III - até 10% (dez por cento) nos demais emissores.

Comentários: Os limites de alocação por emissor destinam-se a avaliação e controle do risco decorrente da aplicação de determinado volume de recursos em relação ao desempenho de um determinado emissor. O CMN optou por simplificar a aplicação na norma, mantendo o nível de 100% quando o emissor for o Tesouro Nacional, 20% para emissões de instituições financeiras bancárias e 10% para os demais casos.

O limite de concentração por emissor é calculado considerando o volume de recursos administrado pela EFPC que foi aplicado em ativos de determinado emissor, frente ao seu respectivo patrimônio. A nova resolução do CMN manteve a regra geral do limite de 25%, contemplando apenas duas exceções:

- i. 15% do PL dos fundos de investimentos constituídos no exterior que recebem aportes de fundos constituídos no Brasil dos quais a EFPC é cotista (já introduzido pela CMN 4.626, de jan/18);
- ii. 15% do PL das SPEs constituídas como sociedades por ações de capital fechado.

Outra simplificação introduzida pela nova resolução foi em relação aos limites de concentração por investimento, que deixaram de possuir uma seção específica, passando a ser analisados no bojo do limite de concentração por emissor. Deste modo, cabe à EFPC observar o limite de 25% de uma mesma classe ou série de cotas de fundos de investimento ou outros ativos financeiros de renda fixa.

## 2.10 Derivativos e Fundos de Investimento constituídos no Brasil

Comentários: Embora não haja mudanças significativas nesses pontos, a legislação traz alguns ajustes importantes no operacional das operações com derivativos e nas condições dos fundos de investimento locais:

- i. As bases de cálculo para os já conhecidos limites de 15% de depósito de margem e 5% de gasto em prêmios de opções foram ajustadas;
- ii. Passou a haver previsão expressa de derivativos de crédito;
- iii. O Parágrafo Único do Art. 31 reforça a necessidade de divulgação dos custos de terceirização, em linha com outras Instruções Normativas que versavam sobre o mesmo tema;
- iv. As condições para cobrança de taxa de performance são detalhadas.

## 2.11 Desenquadramento passivo

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N° 4.661/18
Art. 52. (...)  § 1º Os excessos referidos neste artigo, sempre que verificados, devem ser eliminados no prazo de setecentos e vinte dias.  § 2º A contagem do prazo de que trata o § 1º será suspensa enquanto o montante financeiro do desenquadramento for inferior ao resultado superavitário acumulado do respectivo plano de benefícios, observada a regulamentação estabelecida pelo CGPC.	Art. 35. (...)  § 1º Os excessos referidos neste artigo devem ser eliminados no prazo de dois anos da ocorrência do desenquadramento.

Comentários: As disposições acerca do desenquadramento passivo também foram objeto de modificações regulatórias, com a inclusão de eventos de reorganização societária relativas às EFPCs, retirada de patrocinadores e transferências de patrocínio, de grupo de participantes, de planos e de reservas entre entidades fechada. Outro evento que passa a ser considerado no rol do desenquadramento passivo é o resgate de cotas de FI sem que a EFPC realize novos aportes. Consoante a estratégia de simplificação normativa, o prazo de reenquadramento foi ajustado para 2

anos da ocorrência do desenquadramento, excluindo-se o dispositivo que possibilitava a suspensão da contagem de prazo.

## 2.12 Disposições transitórias e finais

Resolução CMN N° 3.792/09	Resolução CMN N° 4.661/18
Art. 55. A EFPC que verificar, na data de entrada em vigor desta Resolução, o desenquadramento de cada plano em relação a modalidades, requisitos, condições ou limites ora estabelecidos, podem manter os respectivos investimentos até a data do seu vencimento.	Art. 37. A EFPC que verificar, na data de entrada em vigor desta Resolução, o desenquadramento de cada plano em relação aos requisitos ou limites ora estabelecidos, pode manter os respectivos investimentos até a data do seu vencimento ou de sua alienação.  (...)  § 5º Em até doze anos, a contar da entrada em vigor desta Resolução, as EFPC deverão alienar o estoque de imóveis e terrenos pertencentes à sua carteira própria ou constituir FII para abrigá-los(...).  (...)  Art. 41. A Previc poderá editar regulamentações procedimentais necessárias ao cumprimento do disposto nesta Resolução.

Comentários: A nova Resolução do CMN, em observância ao princípio da segurança jurídica, estabeleceu que os ativos que na data de entrada em vigor desta norma tornaram-se objetos de desenquadramento podem ser mantidos até o seu vencimento ou a sua alienação. Deste modo, resta claro que as EFPCs podem planejar e executar, de forma organizada, cadenciada e oportuna a readequação de suas carteiras de investimentos, estando autorizadas, inclusive, a manter por tempo indeterminado os ativos que não possuem vencimento, exceto no caso de imóveis.

O CMN estabeleceu o prazo de 12 anos, a contar da vigência da presente Resolução para que as EFPCs alienem o estoque de imóveis e terrenos de sua carteira própria. Alternativamente, faculta-se as EFPCs a constituição de FII, sem a observância do limite de concentração por emissor nos casos em que a carteira do FII é composta exclusivamente pelos imóveis originários da carteira própria da EFPC.

Por fim, o CMN delegou à Previc a edição de regulamentações procedimentais necessárias ao cumprimento desta nova Resolução. Este fecho da norma torna a ratificar a modificação no perfil de relacionamento entre o CMN e Previc, a qual passa a assumir certo protagonismo no campo regulatório.



+ 55 11 3818 1111

www.aditusbr.com

Rua Ministro Jesuíno Cardoso, 454, cj. 74 - V. Olímpia

CEP 04544-051 | São Paulo/SP

### 3 Considerações finais

A norma aprovada na última reunião do Conselho Monetário Nacional apresenta avanços muito interessantes em comparação com a Resolução CMN nº 3.792. Nota-se que o regulador se concentrou no fortalecimento das linhas de defesa das entidades, com nítido enfoque no processo decisório, controles internos, comprometimento de todos os agentes, internos e externos, melhoria da governança e gestão de riscos.

Além de mais simples, enxuta e moderna, a nova regulação promoveu ajustes nas diferentes classes de ativos, fazendo uso tanto de restrição de limites e criação de requisitos adicionais, nos ativos que carregam mais riscos, quanto de ampliação de limites e flexibilização normativa, nos casos em que a higidez e transparência da gestão se mostrou mais eficaz.

Destacamos, sobretudo, a simplificação dos limites e restrições e a maior clareza com que são tratadas classes de ativos, tipos de fundos, emissões específicas (por exemplo, debêntures emitidas sob a CMN 12.431). Acreditamos que esse arcabouço regulatório possa trazer maior segurança e transparência ao mercado.

Evidentemente, todos os pontos acima são derivados de uma primeira leitura da norma. O uso da norma e os diversos casos particulares que certamente enfrentaremos nos próximos meses nos levarão a ter maior ou menor firmeza em certos pontos, como acontece em qualquer alteração de lei.