



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO CVM Nº SEI 19957.002943/2016-71

Reg. Col. nº 0222/16

**Interessada:** Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - ABRAPP

**Assunto:** Consulta sobre aplicação de dispositivos da Instrução CVM nº 558/15

**Diretor Relator:** Gustavo Tavares Borba

### Manifestação de Voto

#### I - Visão panorâmica

1. Trata-se de discussão sobre a possibilidade de as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (“EFPC”) exercerem a gestão direta de seus fundos de investimento “exclusivos” registrados na CVM, que, assim, não contariam com a gestão profissional de um administrador de carteira devidamente registrado na CVM, conforme determina a ICVM 558/2015.

2. A questão não é nova, tanto que, na vigência da ICVM 306/99 (sucedida pela ICVM 558/15), foi editada a Deliberação 475/04, a qual permitiu o exercício da gestão de seus “fundos exclusivos” pela própria EFPC, através de um Diretor “credenciado” na CVM. Transcrevem-se, para melhor verificação, os trechos pertinentes da referida deliberação:

I - ficam excepcionados da exigência contida no inciso I do art. 7º da Instrução CVM nº 306/99 [necessidade de constar do objeto social a atividade de administração de carteira de valores mobiliários] (...) entidades fechadas de previdência privada (...), que deverão solicitar autorização da CVM (...);

(...)

III - a autorização para Entidades Fechadas de Previdência Privada será restrita para a gestão de carteiras de Fundos de Investimento Exclusivo, que, em seu conjunto, tenham patrimônio líquido mínimo de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), e dos quais a Entidade Fechada de Previdência Privada seja a única cotista;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

IV - a responsabilidade pela administração de carteiras de Entidade Fechada de Previdência Privada, que seja credenciada nos termos da Instrução CVM nº 306/99, deverá ser atribuída ao diretor executivo (...) que também deverá ser credenciado como Administrador de Carteira Pessoa Natural;" (g.n)

3. A CVM, por meio da deliberação CVM 475/04, permitiu que as EFPCs instituíssem fundos de investimento “exclusivos”, registrassem-nos na CVM e fizessem a gestão direta desses fundos, sem a necessidade de contratação de um gestor profissional devidamente habilitado e registrado na CVM. Nesta configuração, atualmente vigente, basta o “credenciamento” da EFPC e de seu administrador responsável.

4. Nos *consideranda* da Deliberação CVM 475/04, extrai-se que o fundamento da regra então editada seria a Resolução CMN nº 3.121/03, que teria permitido que as EFPCs aplicassem seus “*recursos em Fundos de Investimentos Exclusivos*”, embora, é bom ressaltar, nada na resolução do CMN tenha sido dito sobre a possibilidade ou mesmo quanto à conveniência da administração de carteiras pela própria EFPC<sup>1</sup>.

5. Cumpre ainda acrescentar, para completa compreensão da questão, que a CVM editou em 1998 a Deliberação CVM 244, permitindo que as seguradoras e entidades abertas de previdência complementar (EAPC) administrassem as carteiras de seus fundos de investimento “exclusivos”, sob o fundamento de que elas estariam “*gerindo recursos próprios, e não de terceiros*” – este posicionamento foi recentemente confirmado pelo Colegiado por meio da Deliberação 753, de 24/05/2016.

6. Quanto ao cerne do pleito realizado pela ABRAPP no presente processo, a área técnica opinou pela edição de regra semelhante à Del. CVM 244/98 para regular as questões relacionadas aos fundos de investimento das EFPC, uma vez que essas entidades estariam administrando recursos próprios, o que demonstraria a pertinência da dispensa de contratação de gestor profissional registrado na CVM, tal como decidido na referida deliberação colegiada de 1998.

---

<sup>1</sup> Na verdade, e até mesmo em sentido aparentemente inverso, a única referência constante da Resolução CMN nº 3.121 à administração de carteira de fundos de investimento encontra-se no inciso II do art. 57, justamente para permitir que a EFPC contrate “pessoas jurídicas, autorizadas ou credenciadas nos termos da legislação em vigor para o exercício profissional de administração de carteira de renda fixa e/ou de renda variável, sem prejuízo da responsabilidade da própria entidade, de sua diretoria-executiva e do administrador designado nos termos do art. 54”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

7. Importante deixar bem claro que a conclusão da SIN decorreu da percepção de que os recursos aportados no fundo de investimento seriam da própria EFPC, o que, por conseguinte, dispensaria a observância das regras da ICVM 558, uma vez que não envolveria a administração de carteira de terceiros.

8. A questão a ser ora analisada, embora não seja nova, é bastante polêmica, posto que envolve a permissão para que agentes não habilitados e registrados pela CVM exerçam atividade que seria própria, segundo lei e regulação, de gestores profissionais registrados na CVM.

9. Discute-se, assim, o afastamento, pelas razões apontadas pela área técnica, do sistema regulatório próprio dos administradores de carteiras, cujo objetivo seria, em tese, assegurar a prestação adequada e regulada dessa atividade.

10. A situação seria ainda mais delicada porque essa dispensa coincidiria com a recente vigência da ICVM 558/15, que incrementou, por meio das novas regras, a “barra regulatória” a que estão submetidos os gestores de fundos de investimentos, em relação às obrigações de governança, controle e transparência na divulgação de informações, dentre outras.

11. Diante desse contexto, e nada obstante os precedentes (em especial a Del. CVM 475/04), acredito ser essencial, pela relevância e complexidade do tema, analisar a questão de forma ampla, testando de forma crítica os pressupostos que fundamentaram as decisões pretéritas, a fim de que seja possível corrigir eventuais distorções ocorridas no passado.

12. Aliás, ressalte-se que a própria posição da área técnica já rompe, de certa forma, com os pressupostos da Del. CVM 475 (embora com resultado semelhante), ao se alinhar à perspectiva da Del. 244 (originariamente aplicável às seguradoras e EAPC), o que, por si só, já demonstra a fase de evolução e consolidação que o tema se encontra.

### **II - Da natureza da EFPC e da titularidade do patrimônio do plano de previdência fechado**

13. Conforme previsto no §1º do art. 31 da LC 109/01, as entidades fechadas de previdência complementar devem ser constituídas sob a forma de associação ou fundação, que, por suas naturezas, são pessoas jurídicas que não exercem atividade econômica nem possuem finalidade lucrativa.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

14. O objeto das EFPC consiste, básica e exclusivamente, na “*administração e execução de planos de benefícios de natureza previdenciária*” (art. 32 da LC 109/01)<sup>2</sup>.

15. Já de início, em virtude dessa natureza não lucrativa das EFPC, bem como da inexistência de um “controlador”, afiguram-se bastante evidentes suas peculiaridades e diferenças em relação às instituições financeiras, às seguradoras e às EAPC (Entidades Abertas de Previdência Complementar), uma vez que estas pessoas jurídicas possuem natureza empresária, buscam o lucro e distribuem o resultado entre os acionistas. Além disso, possuem, em regra, controlador ou grupo de controle que escolhe os administradores e possui as responsabilidades previstas no art. 116 da Lei 6.404/76.

16. Há, portanto, sentido lógico no entendimento da CVM de que as instituições financeiras, quando administram carteira própria (observadas as “regras de segregação”), assim como as seguradoras, prescindam da contratação de um gestor profissional, pois esses recursos aplicados efetivamente lhes pertencem, e, além disso, essas pessoas jurídicas possuem expertise na atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

17. No caso da EAPC a questão se apresenta de forma bem mais delicada, mas, considerando que essas entidades possuem uma correlação com as seguradoras, tanto que são fiscalizadas pela SUSEP (art. 73 da LC 109/01)<sup>3</sup>, e sempre são constituídas sob a forma de sociedade anônima (possuindo, por conseguinte, finalidade lucrativa e caráter empresarial, conforme art. 2º da Lei 6404/76 e art. 982, parágrafo único, do CC/02), ficam evidenciadas realidade e natureza bem diferentes das da EFPC, o que também dá margem para a adoção de regramentos diversos<sup>4</sup>, embora nada obste a renovação da discussão, em relação à EAPC, em outra ocasião.

---

<sup>2</sup> Disto decorrendo a dificuldade em inserir em seu objeto a atividade de administração de carteira, o que ocasionou a Deliberação CVM 475/04.

<sup>3</sup> Art. 73. As entidades abertas serão reguladas também, no que couber, pela legislação aplicável às sociedades seguradoras.

<sup>4</sup> Em artigo publicado na Revista de Direito Empresarial da Revista dos Tribunais (ReDE, maio-junho, 2015), Felipe Fernandes Ribeiro Maia e Maysa Marise Moreira Ramos dos Santos analisam as diferenças entre EAPC e as EFPC, para concluir, em relação à esta, que, diante da ausência de escopo profissional e finalidade lucrativa, não seria aplicável o CDC. Eis o teor da conclusão do trabalho: “Dessa forma, pela análise, inclusive das normas contábeis aplicáveis às EFPCs, fica claro que nas relações previdenciárias estabelecidas entre EFPCs e seus participantes não há o escopo comercial (especulativo), com a finalidade lucrativa (margem líquida na prestação do serviço). Os participantes apenas cotizam com os patrocinadores os custos da administração dos planos de benefícios, diferentemente do que ocorre nas EAPCs. Não há, então, tecnicamente, nas EFPCs, prestação de serviços mediante remuneração.” (pag. 411)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

18. Esclarecidas as diferenças em relação às instituições financeiras, às seguradoras e às EAPC, cumpre, então, passar a investigar a quem pertence o patrimônio administrado por uma EFPC, isto é, se o patrimônio pertence à própria entidade (associação ou fundação) ou aos participantes do fundo de pensão (em regime que, para fins didáticos, pode ser denominado “condomínio previdenciário”).

19. Acredito que esse patrimônio, com várias mitigações decorrentes de princípios previdenciários, em especial o do mutualismo, pertence aos próprios participantes do fundo de pensão, o que fica evidenciado em diversas regras legais, como a da segregação do patrimônio (art. 31, § 3º, da LC 109/01) dos vários planos administrados pela mesma EFPC (“multiplano”) e a do direito de portabilidade das reservas individualizadas em determinadas circunstâncias (art. 14, II, da LC 109/01).

20. O próprio objeto legal dessas entidades, que consiste na administração dos fundos de previdência, já denota que o patrimônio não ingressa, em sua essência jurídica e material, na titularidade efetiva da EFPC, posto que esse montante administrado pertenceria ao fundo de previdência, que, como o próprio nome já indica (“fundo”), seria uma coletividade pertencente aos participantes de determinado plano de benefício, em condomínio sui generis, vez que submetido a regras previdenciárias específicas.

21. Assim, os participantes, sozinhos ou em conjunto com o patrocinador, contribuem para formação de uma massa de recursos em regime análogo ao condomínio, que é administrada pela EFPC, com a finalidade de, após período de acumulação, viabilizar o recebimento de benefício previdenciário por esses mesmos participantes ou por seus pensionistas, desde que cumpridos determinados requisitos (fase de recebimento).

22. Desta forma, as reservas de um plano de previdência são administradas pela EFPC, a qual seria, a rigor, titular apenas das fontes de custeio e despesas administrativas, o que não está em discussão no presente processo.

23. As Leis Complementares 108/01 e 109/01, que tratam do tema, não são explícitas sobre a titularidade das reservas matemáticas, mas a conclusão pode ser facilmente extraída de diversos de seus dispositivos, que fazem alusão à função de administração de recursos por parte da EFPC<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Ressalte-se que o próprio site da Previc<sup>5</sup> define as EFPC como “*instituições criadas para o fim exclusivo de administrar planos de benefícios de natureza previdenciária, patrocinados e/ ou instituídos*”, o que corrobora que a mera administração do patrimônio comum dos participantes.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

24. O Conselho de Gestão de Previdência Complementar (“CGPC”), ao exercer sua função normativa (arts. 5º e 74, da LC 109/01), editou a Resolução CGPC n.º 14/04, que criou o Cadastro Nacional de Planos de Benefícios das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – CNPB, esclarecendo, em seu art. 3º, que:

“Art. 3º Cada plano de benefícios possui independência patrimonial em relação aos demais planos de benefícios, bem como identidade própria quanto aos aspectos regulamentares, cadastrais, atuariais, contábeis e de investimentos.

§ 1º Os recursos de um plano de benefícios não respondem por obrigações de outro plano de benefícios operado pela mesma EFPC.

25. Percebe-se, portanto, que o próprio conselho competente e especializado (CGPC) entende que os fundos administrados por uma mesma EFPC possuem autonomia patrimonial, o que confirma que o patrimônio não pertence à fundação ou associação (EFPC), as quais apenas administram o patrimônio comum.

26. A Secretaria de Previdência Complementar, por sua vez, ao analisar caso concreto sob a perspectiva disciplinar (Processos MPS 44000.000058/2008-94 e MPS 44000.000055/2008-51)<sup>6</sup>, decidiu, em 11/12/2009, de forma explícita, que os recursos administrados pela EFPC são dos participantes. Transcreve-se, por esclarecedor, o seguinte trecho da decisão:

“A análise destas operações deve levar em consideração que as entidades fechadas de previdência complementar têm por objeto a administração e operação de planos de benefícios de natureza previdenciária, gerindo, portanto recursos de terceiros (participantes e assistidos), recebendo os recursos e aplicando para a consecução da sua finalidade: pagamento de benefícios previdenciários.”  
(pag. 11 - doc. 1)

27. Em segundo grau administrativo, a Câmara de Recursos da Previdência Complementar (CRPC) confirmou a supratranscrita decisão, sendo ainda mais explícita quanto à administração de recursos de terceiros:

Por isso, entendo que as justificativas apresentadas pelos atuados para tal alienação são por demais simples, (...), o que não se coaduna com o que se espera do dever de fidedelidade e prudência que deve pautar a conduta dos administradores de recursos que, a rigor, pertencem a terceiros (nomeadamente os patrocinadores e, sobretudo,

<sup>6</sup> Análise Técnica n.º 79/2009/SPC/GAB/AG (Doc. 1).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**os participantes e assistidos dos planos de benefícios administrados pela PRECE).**

(...) na análise conjunta de todas as operações com as Letras Hipotecárias houve sim prejuízos “à entidade” (**rectius: aos planos de benefícios por ela administrados e, nessa medida, a seus participantes e assistidos**).  
(pags. 33/35, g.n.; doc. 1)

28. Na doutrina, diversos especialistas posicionam-se nesse mesmo sentido, como se pode verificar nas lições dos juristas **Leonardo Paixão e Flavio Martins Rodrigues**:

“A entidade pode administrar um ou mais planos de benefícios, e neste último caso eles terão necessariamente independência patrimonial. Os eventos (positivos ou negativos) que afetarem um plano não podem causar impacto financeiro para os participantes de outro plano, ainda que ambos sejam administrados pela mesma entidade de previdência privada. A entidade de previdência jamais pode ser considerada ‘dona’ do capital acumulado no plano ou planos que administra.” (g.n.)<sup>7</sup>

“(...) a gestão dos fundos de pensão se faz com a participação dos patrocinadores e dos participantes nos colegiados superiores. Esses gestores, em realidade, exercem múnus fiduciário, pois administram patrimônio que não lhes pertence e do qual dependem milhões de trabalhadores e suas famílias” (g.n.)<sup>8</sup>.

29. Dirlene Gregório Pires da Silva, Ex-Chefe da Divisão da Coordenação Judicial na Procuradoria Federal da PREVIC, afirma categoricamente, em artigo doutrinário, que a *“organização das EFPC como fundações apontam bem a intenção legislativa de que tais entidades sejam instituídas para gerir, administrar, os planos de benefícios ofertados, sem a necessidade de formação de um patrimônio voltado para si”* (g.n.)<sup>9</sup>.

<sup>7</sup>“A previdência complementar fechada: uma visão geral”, [http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3\\_081014-111321-983.pdf](http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_081014-111321-983.pdf), consultado às 19 h. do dia 06/10/2006.

<sup>8</sup> RODRIGUES, Flavio Martins. “A responsabilidade civil dos Gestores de Fundos de Pensão” in Revista de Previdência nº 1. Faculdade de Direito da Universidade do Rio de Janeiro. Centro de Estudos e Pesquisas no Ensino do Direito. Outubro/2004. Gramma. Rio de Janeiro. p. 109.

<sup>9</sup> “Da natureza jurídica e das características essenciais das entidades fechadas de previdência complementar” (<http://www.conteudojuridico.com.br/artigo,da-natureza-juridica-e-das-caracteristicas-essenciais-das-entidades-fechadas-de-previdencia-complementar,41214.html>).

No mesmo sentido, podemos ainda citar: Marylaine Santa Rosa Damasceno, para quem *“através do princípio da autonomia dos planos de benefícios dos fundos de pensão, a integralidade dos recursos existentes não é poderio da entidade e, sim, dos próprios participantes, o que acentua, ainda mais, o caráter privado dessas instituições”*<sup>9</sup> e Luis Ronaldo Martins Angoti, segundo o qual “entidades previdenciárias possuem autonomia financeira e administrativa em relação às



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

30. No Judiciário, conforme exposto na criteriosa análise realizada por Ana Carolina Ribeiro de Oliveira Mendes e Lara Correa Sabino Bresciani, também prevalece o entendimento de que os recursos do fundo de previdência pertencem aos participantes:

“Os julgamentos aqui citados evidenciam que o **Poder Judiciário, especialmente o STJ**, passou a ter uma melhor compreensão do Regime Fechado de Previdência Complementar, tendo atentado para o fato de que, em última análise, uma demanda ajuizada contra uma EFPC não é um conflito entre a entidade e os participantes, mas sim, um conflito entre os próprios participantes e assistidos. Isso decorre do mutualismo e da solidariedade inerentes ao referido regime (**os recursos pertencem aos participantes**, que compartilham dos resultados – positivos ou negativos – do plano previdenciário)”  
(g.n.)<sup>10</sup>

31. Percebe-se, portanto, diante das posições da doutrina, da jurisprudência, da própria PREVIC e demais órgãos envolvidos (SPC e CRPC), que, s.m.j, a EFPC não deve ser considerada como administradora de recursos próprios, circunstância que, por si só, torna insubsistente o pressuposto básico que fundamentou todo o racional da posição da SIN.

32. Assim, no caso de constituição de um fundo de investimento, os participantes das EFPC, que são os titulares dos recursos aplicados nos fundos de previdência, devem ser protegidos da mesma forma e pela mesma sistemática aplicável aos fundos de investimentos em geral.

33. Se o sistema regulatório da CVM entendeu ser necessário administrador de carteira profissional para gerir os recursos dos fundos de investimento – e acredito que nisso andou muito bem! –, não haveria razão para excepcionar dessa regra os fundos de investimentos de EFPC, pois, do mesmo jeito que os cotistas em geral merecem a proteção prevista na regulação<sup>11</sup>, também o merecem os participantes dos fundos de

---

patrocinadoras/instituidoras e têm por objeto gerir o patrimônio coletivo pertencente à totalidade dos participantes, portanto sua finalidade como fiduciária é administrar uma poupança coletiva para o pagamento futuro de um benefício previdenciário”. (g.n.) – <https://jus.com.br/artigos/21892/a-previdencia-complementar-e-sua-regulacao-no-brasil>

<sup>10</sup> <http://www.conjur.com.br/2014-out-24/stj-passou-melhor-compreensao-previdencia-complementar>

<sup>11</sup> Evidentemente que a situação dos participantes dos fundos de pensão não é idêntica à dos cotistas de fundo de investimento típicos, pois cada um desses grupos possui interesses e objetivos peculiares, mas as regras da regulação pertinentes aos fundos de investimento (Instruções da CVM) devem ser também aplicáveis aos fundos de investimento de EFPC, tanto pelas razões expostas no Processo CVM RJ





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

previdência fechado, que, diante da referida natureza do plano, análoga à do condomínio, são, na essência, os verdadeiros proprietários do fundo de investimento engendrado pela EFPC.

34. A questão central, portanto, não é sobre quais requisitos da ICVM 558 devem ser cumpridos para a EFPC<sup>12</sup> exercer a função de gestor de fundo de investimento, mas sim questão preliminar relativa à possibilidade de que a EFPC, apesar de não ser administrador de carteira registrado na CVM, possa exercer tal função em fundo de investimento que, como já exposto, envolve, em essência, recursos que não lhe são próprios.

35. Ao registrar um fundo de investimento na CVM, mesmo que tal providência não seja obrigatória em virtude de a colocação das cotas não se destinar ao público em geral (tal como ocorre no caso em análise), ainda assim se torna imprescindível o cumprimento dos requisitos previstos na regulação pertinente da CVM, como já analisado, com precisão, em precedente do colegiado cujo Diretor Relator foi Marcelo Trindade:

Nem a lei, nem a Instrução 400, vedam a colocação privada isto é, não pública de valores mobiliários, nem tampouco exigem, para essa modalidade de venda, registro perante a CVM (cf., a propósito, o art. 19 da Lei 6.385/76). Seria mesmo duvidoso, como salientou a PFE, que a CVM pudesse exigir o registro de colocação privada.

Quando se trata de fundos de investimento, com maior razão, a distribuição pública é o que legitima a intervenção da CVM, dado que, como visto, salvo no que se refere aos Fundos Imobiliários, não há norma legal que determine a possibilidade de a CVM conceder registros ou autorizações que produzam qualquer efeito jurídico, se não houver distribuição pública.

Mesmo o fato de as cotas de fundos de investimento que invistam em valores mobiliários serem valores mobiliários (art. 2º, inciso VI, da Lei 6.385/76), assegura a competência da CVM para regular a distribuição pública de tais valores, mas não lhe confere poder para conceder registro a condomínios que se constituam pela comunhão de propriedade de tais bens sem tal oferta pública.

---

2005/2345 (cf. item 35), como ainda para aumentar os níveis de proteção, segurança e informação relacionados à gestão desses recursos sempre que for utilizado o “veículo” fundo de investimento.

<sup>12</sup> Ressalte-se que EFPC já administra, ordinariamente, um fundo (fundo de pensão), isto é, um condomínio, sendo que para tal administração ela está autorizada pela PREVIC, o que não se confunde com a autorização para gestão de fundo de investimento, cuja competência é da CVM.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(...)

Finalmente, pelas razões que expus, parece-me que não há, nem necessidade, nem possibilidade, de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada, sem prejuízo de que, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM, sujeitando-se a todos os ônus inerentes, e não venham a realizar efetivo esforço de colocação pública.”  
(Processo CVM RJ 2005/2345)

36. Concordo integralmente com esse posicionamento, de forma que, ao meu ver, os fundos de investimentos das EFPP, por não terem suas cotas destinadas à colocação pública, estariam dispensados de registro na CVM, mas, uma vez registrados, seja qual for o motivo legítimo para tanto, estariam eles submetidos à regulação própria dos fundos de investimento (com “todos os ônus inerentes”).

37. Por fim, cumpre repisar, para evitar dúvida quando à extensão do entendimento adotado, que o presente voto não afeta a hipótese de administração de recursos efetivamente próprios, única situação que excepcionalmente, conforme precedentes da CVM, as regras previstas na ICVM 558, nos termos da Deliberação CVM 244 (atual Deliberação 753/16), mas que não estaria presente na situação ora em análise.

### III - Efeitos colaterais

38. Não se pode, ademais, desconsiderar alguns efeitos colaterais que adviriam de eventual manutenção da permissão para que a EFPC fizesse a gestão da carteira de seus fundos de investimento “exclusivos” registrado na CVM.

39. Primeiro, não haveria sequer como, na hipótese de instauração de processo administrativo sancionador, punir pecuniariamente a gestora quando houvesse irregularidade e violação de deveres fiduciários, uma vez que, como já exposto (item 20), essas entidades não possuem patrimônio próprio relevante, e, caso a punição atingisse as reservas matemáticas, estaríamos prejudicando ainda mais as vítimas das irregularidades (participantes), o que seria de todo inoportuno.

40. O gestor profissional, portanto, constitui um elemento importante de garantia para os cotistas, em virtude dos deveres aos quais está submetido, em especial os de diligência e lealdade. Busca-se, assim, resguardar a prestação eficiente e segura dessa



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

atividade, de modo a preservar o mercado através de regulação racional, fiscalização eficiente e efetiva punição<sup>13</sup> dos gestores que atuem de forma irregular.

41. Outro efeito colateral consiste no afastamento da obrigatoriedade de cláusula contratual prevendo a responsabilidade civil solidária do gestor (art. 79, § 2º, da ICVM 555/14), o que reduziria substancialmente a proteção dos investidores.

42. Não se afigura pertinente a alegação de que os participantes do fundo de previdência já estariam protegidos em virtude de os diretores da EFPC serem fiscalizados pela PREVIC, uma vez que se trata de atividades diversas, com regras de responsabilidades diferentes e, no caso de fundo de investimento, relacionado especificamente a veículo peculiar de aplicação de recursos.

43. É evidente que as irregularidades cometidas pelos diretores de fundo de pensão devem ser apuradas pela PREVIC, seja qual for o veículo de investimento utilizado pela EFPC. Contudo, ao registrar um fundo de investimento, este veículo também estará submetido às regras da CVM, conforme definido no já citado Processo CVM nº RJ2005/2345, cabendo à autarquia, destarte, a supervisão e punição dos responsáveis pelas infrações à lei ou regulação cometidas na utilização desse veículo específico.

44. Na verdade, essa ambiguidade constitui terceiro efeito colateral, o que corrobora a necessidade de estrita separação das atividades, pois a permissão para que uma EFPC, submetida à fiscalização da PREVIC, realize concomitantemente atividades relacionadas a fundos de investimentos, sem registro pertinente na CVM (que seria até incompatível com seu objeto – cf. item 14), apenas gera uma assistemática confusão de competências que em nada contribui para o adequado e racional funcionamento do sistema e desempenho das atribuições de cada uma das autarquias em questão.

### IV - Conclusão

45. De exposto, entendo conveniente, recomendável e obrigatório, segundo a regulação vigente, que os fundos de pensão contratem um administrador de carteira devidamente registrado na CVM para a gestão de seus fundos de investimentos registrados na CVM.

46. Essa regra regulatória busca proteger o investidor, de forma que não vislumbro lógica consistente na possibilidade de registro de um fundo sem que este se submetesse

---

<sup>13</sup> Em caso de atuação irregular, o gestor responde administrativa, civil e, em certas circunstâncias, até criminalmente, independentemente de o fundo ser ou não “exclusivo”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

à regulação própria da CVM (cf. proc. RJ nº 2005/2345), ressaltando-se, por oportuno, que não se está diante da hipótese de administração de recursos próprios.

47. Reconheço, por outro lado, que o posicionamento ora defendido representa alteração substancial na perspectiva adotada pela Del. CVM 475/04, com radical modificação da realidade dos fundos “exclusivos” de EFPC, mas considero ser necessário esse *turning point*, em razão não apenas da inconsistência intrínseca que acredito haver no entendimento atual, como também pelo incremento de riscos que a interpretação vigente (assim como a da SIN) pode gerar para a proteção do patrimônio dos participantes do plano de previdenciário.

48. Não se pode também desconsiderar, apesar de ser uma questão paralela, que, como bem se sabe, existem diversos escândalos envolvendo investimentos irregulares realizados pelas EFPC, tanto diretamente como através de fundos de investimento. No que se refere aos investimentos através de fundos de investimento, tanto existem hipóteses em que a gestão era exercida por administrador de carteira registrado na CVM como pela própria EFPC.

49. Não há, portanto, garantia de que as irregularidades não venham a ser cometidas, seja qual for o modelo adotado, mas, sistematicamente, afigura-se conveniente, a meu ver, que os gestores sejam profissionais registrados na CVM que, assim, devem observar a regulação própria, até mesmo para viabilizar a fiscalização eficiente pela CVM, bem como eventuais punições administrativas e ressarcimentos de natureza civil, o que ficaria prejudicado no caso de gestão pela própria EFPC (ver item 39).

50. Acredito que, conjuntamente com o entendimento ora defendido, o ideal seria que as EFPC apenas utilizassem administradores de carteira que cumprissem requisitos de grande experiência, idoneidade e porte financeiro, de modo a preservar essa sensível ambiente de negociação. Essas medidas, contudo, encontram-se fora da área de competência da CVM, de forma que apenas poderiam ser adotadas por vontade das próprias entidades ou através de regulação expedida pela entidade estatal competente.

51. Por fim, caso o presente voto seja acolhido pelo colegiado, não se poderá desconsiderar que estará sendo realizada radical alteração do entendimento e prática até agora vigentes, razão pela qual entendo conveniente, em decorrência de razões de segurança jurídica e de atenção ao princípio da proteção da confiança, que se conceda um prazo razoável para que os fundos de investimento em questão se adaptem ao novo entendimento, que proponho seja fixado em 1 (um) ano a contar da publicação da presente decisão.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

52. Em síntese, discordando da área técnica (SIN), entendo que não se deve permitir que as EFPC realizem a gestão dos fundos de investimento em que ela seja a “cotista única”, uma vez que, considerando a natureza do fundo de previdência, não se está, a rigor, diante do quadro de administração de recursos próprios. Deve-se, contudo, considerando a dimensão da alteração de entendimento decorrente do presente voto, conceder-se prazo de 1 (ano) para os fundos de investimento se adaptarem ao novo entendimento.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 8 de novembro de 2016.

*Original assinado por*

**Gustavo Borba**

Diretor