



A aguardada Resolução CMN n. 5.202/2025 (“RCMN 5.202”), que altera a Resolução CMN n. 4.994/2022^[1], foi recentemente publicada, no dia 27/03/2025, trazendo mudanças nas diretrizes de investimento dos recursos garantidores das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (“EFPC”). São relevantes as alterações ainda sendo digeridas pelo mercado de previdência privada. Fato é, que todos estão avaliando os impactos em suas carteiras de investimento e as oportunidades que surgem com a nova norma, as quais serão refletidas em suas estruturas de investimento, em especial nos regulamentos de fundo de investimento.

Muitas EFPC aguardavam a publicação das mencionadas alterações legislativas para iniciarem a adequação de seus regulamentos de fundo de investimento ao que determina a Resolução CVM n. 175 (“RCVM 175”). Atualmente o prazo finda em **30/06/2025**, assunto outrora abordado no Abrapp em Foco^[2]. Como se sabe, o fundo de investimento é o veículo financeiro adotado usualmente quando dos investimentos das Entidades de Previdência Complementar, investidores com perspectiva de longo prazo, que adotam próximo controle de seus riscos, extremamente regulados e cujos ativos somados importavam em cerca de 13% do Produto Interno Bruto (“PIB”), e aproximadamente R\$ 1,19 trilhão em recursos, cuja maioria é investida por meio de fundos de investimento^[3]. Portanto é nítida a importância dos instrumentos que regulam esses veículos financeiros!

Neste momento, até mesmo sob um aspecto mais geral de adaptação dos fundos de investimento e suas relações com administrador e gestor, pretende-se externar um alerta à segurança jurídica e à posição negocial do investidor, entendida mais adequada sob o ponto de vista jurídico e análise de riscos do investimento em fundos, sejam esses exclusivos ou não exclusivos, abertos ou fechados. Um pouco além, busca-se esclarecer o que se entende ser a leitura diligente do arcabouço jurídico vigente que regula os investimentos em fundos, diante do necessário entendimento, análise e monitoramento dos riscos dos investimentos pelo administrador do investidor profissional, no caso das EFPC.

Isso posto, interessante recordar que a CVM consagrou a modernização do ambiente regulatório dos fundos de investimento brasileiros, por meio da Resolução CVM n. 175, publicada em 23 de dezembro de 2022. Trata-se de normativo que consolidou inicialmente 38 normas esparsas que tratam a respeito de fundos de investimento e, atualmente com publicações posteriores, já consolida mais de 40 normas. Ao longo dos últimos anos são significativos os esforços e o ônus operacional dos agentes do mercado para adequação dos fundos de investimento ao novo regramento da CVM, em especial no que se refere ao estoque dos fundos que se encontravam em plena atividade quando da entrada em vigor da nova resolução.

Dentre as razões de publicação da RCV 175, merecem especial atenção a regulamentação do determinado pela Lei da Liberdade Econômica (Lei n. 13.874/2019) e a adequação das normas CVM à sua jurisprudência administrativa, a qual muito evoluiu em caminho oposto ao que dispunha o direito anteriormente positivado, em especial no que se refere ao dever do administrador fiscalizar atos do gestor e sua respectiva responsabilidade solidária. Não há como negar, a RCV 175 é um marco para o mercado de fundos de investimento brasileiro, pois inova, confere transparência e centraliza a responsabilidade pela tomada de decisão no gestor, aquele que reconhecidamente é o responsável pela tomada de decisão de aplicações e desinvestimentos da carteira do fundo. Há uma clara alteração do eixo de responsabilidade dos prestadores de serviço fundo, o qual se deslocou, concentrando o risco legal do investimento na figura do gestor.

Sabe-se que os administradores fiduciários, na vigência da Instrução CVM n. 555 (“ICVM 555”), atuavam como verdadeiros guardiões (gatekeepers) dos cotistas de fundos de investimento, conferindo substancial segurança para o investimento, seja no que se refere ao cumprimento da legislação, normativos CVM ou do disposto no regulamento do fundo de investimento, seja quando da análise do risco de não ressarcimento de perdas em razão da incapacidade financeira dos

prestadores de serviços essenciais. Esse serviço de guardião prestado pelo administrador implicava em significativa redução de risco na prestação de serviços do gestor ao fundo de investimento.

Nesse sentido, a mencionada responsabilidade solidária constava obrigatoriamente de todo e qualquer contrato entre o fundo de investimento e gestor, que tenham iniciado suas respectivas vigências antes da entrada em vigor da RCVM 175, porquanto celebrados antes de 23/12/2022 (ICVM 555, art. 79). Neste e outros aspectos, a norma anterior ICVM 555 era mais benéfica ao investidor do que a norma vigente, RCVM 175, de modo que os direitos adquiridos nos contratos celebrados quando da vigência da norma anterior devem ser resguardados aos cotistas, mesmo na vigência da nova regulamentação.

Dessa forma, ressalta-se, é uma afronta ao direito do cotista a extinção das obrigações que favorecem o fundo de investimento no contrato de gestão celebrado entre o fundo de investimento e o gestor, sem anuência expressa da Assembleia Geral de Cotistas do Fundo de Investimento (“AGC”), órgão de governa do fundo de investimento que exterioriza a vontade final dos cotistas! Com base no princípio da irretroatividade da lei, a Constituição Federal é clara ao dispor que “a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada” (art. 5º, inciso XXXVI), de modo que a norma nova não pode ter efeitos sobre situações jurídicas já consolidadas, como é o caso do contrato de gestão celebrado em favor do fundo de investimento, representado pelo administrador, cuja vigência se iniciou antes da publicação da RCVM 175 (23/12/2022). No mesmo sentido, a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (Lei n. 4.657/1942) (“LINDB”) assegura a validade do ato jurídico perfeito e do direito adquirido, em seu art. 6º^[4].

Como mencionado, não há como negar que o gestor assumiu um merecido protagonismo nos serviços prestados ao fundo de investimento e que isto está de fato refletido na RCVM 175. Por isso, a RCVM 175 dispõe expressamente quanto à responsabilidade individual dos prestadores de serviços essenciais (RCVM 175, art. 81)^[5]. Não se questiona, pois a pertinência da permissão de se celebrar acordos em que o serviço do gestor é contrato sem previsão de solidariedade do administrador, se assim for a vontade das partes (Código Civil, art. 265)^[6]. Não há dúvida de que tal disposição se aplica aos contratos firmados após a vigência da RCVM 175. Registra-se, inclusive, que a CVM por meio do Ofício-Circular n. 2/2025/CVM/SIN, datado de 23/01/2025, já se manifestou a respeito da possibilidade de se contratar a tal solidariedade, inclusive para Fundos de Investimento em Participações (“FIP”). Ora, se pode ser contratada, por que não ser simplesmente mantida?

Entretanto, a CVM não foi muito cuidadosa com o direito adquirido e o ato jurídico perfeito consagrados nos contratos de gestão antes da entrada em vigor da RCVM 175. Isso porque, em que pese especificar na norma as situações em que os prestadores de serviços essenciais podem promover alterações no regulamento do fundo de investimento (RCVM 175, art. 135)^[7], sem deliberação da AGC, limitando tais hipóteses às situações que beneficiam o cotista, emitiu opinião posterior, por meio do Ofício-Circular-Conjunto n. 1/2023/CVM/SIN/SSE^[8], no sentido de que matérias novas introduzidas pela RCVM 175 podem ser inseridas no regulamento do fundo de investimento sem aprovação da AGC, por ato do administrador.

A insegurança surge, pois exatamente dentre as matérias novas que devem constar no regulamento está a “responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços, perante o fundo e entre si”, ponto central que atinge o direito do investidor (RCVM 175, art. 48, § 1º, inciso II). Ora, problema não haveria se, ao inserir esta importante disposição no regulamento do fundo de investimento, os prestadores de serviços essenciais respeitassem o ato jurídico perfeito e o direito adquirido, ambos representados pelo contrato de gestão vigente. O fato de ser possível fazer constar tal disposição por ato de administração não afasta a obrigatoriedade de cumprimento do pacto consagrado em benefício do fundo de investimento.

Portanto, qualquer entendimento pela extinção da solidariedade contratual, ou de qualquer situação favorável ao fundo de investimento que conte do contrato de gestão, em razão da simples publicação da RCVM 175, não faz qualquer sentido, pois confere à indústria de fundo de investimento considerável insegurança jurídica e viola a Constituição Federal e a LINDB.

Além disso, se não é expressa a AGC quanto à extinção do contrato de gestão, está viciado qualquer ato do administrador e/ou do gestor pela extinção de uma obrigação que favorece o fundo de investimento. Essa absurda possibilidade importa em violação à obrigação dos prestadores de serviços essenciais buscarem sempre as melhores condições para o fundo (RCVM 175, art. 106, inciso I^[9]), representa ato de liberalidade, vedado expressamente pela norma (RCVM 175, art. 101, inciso VI^[10]) e configura nítido conflito de interesses entre o administrador mandatado, com o fundo de investimento mandatário (art. 667, do Código Civil^[11]).

Não há dúvida, pois, que as obrigações dispostas no contrato de gestão vigente são o ponto de partida para a adequação do estoque de fundos de investimento à RCV 175. Interessante destacar que a manifestação da AGC quanto a extinção dos direitos adquiridos no contrato de gestão vigente deve ser posta de forma clara e não de forma genérica. Viola o dever de transparência e fidúcia a imposição à AGC de indireta extinção dos direitos que favorecem o fundo de investimento, por meio de simples aprovação do novo regulamento do fundo de investimento, sem esclarecimentos quanto à alteração da responsabilidade dos prestadores de serviços. Qualquer deliberação da AGC induzida a indiretamente extinguir o contrato de gestão vigente, alterando a responsabilidade dos prestadores essenciais de forma indireta e oculta, está viciada! Portanto, carece de regularidade a aprovação da AGC que simplesmente faz constar a responsabilidade individual dos prestadores de serviços essenciais no regulamento, ocultando-se a possibilidade dos direitos adquiridos no contrato serem mantidos na vigência da nova norma e induzindo o cotista a erro.

Ora, qualquer extinção de obrigação que favorece o prestador de serviço, representante do fundo de investimento, em detrimento dos interesses do fundo de investimento deve ser de conhecimento dos investidores! É muito claro que tal postura é inadmissível perante investidores não qualificados, aos quais os riscos dos investimentos devem ser detidamente esclarecidos. Entretanto, não menos grave é tal situação perante investidores qualificados e profissionais, aos quais é conferido o dever de conhecimento dos riscos relativos ao investimento. Isso porque, a mencionada extinção do contrato, manchada de má-fé contratual, induz a erro o investidor, o qual, em muitos casos também possui dever de fidúcia perante seus representados.

Por exemplo, veja-se o caso das EFPC ou de outro investidor profissional supervisionado, os quais também têm dever de diligência e fidúcia perante seus representados. A eventual impossibilidade de tais investidores serem ressarcidos de prejuízos causados em decorrência do descumprimento da norma, em razão da incapacidade financeira do gestor arcar com prejuízo que tenha causado, representa significativo risco legal, que deve ser sopesado. Isso porque, em razão da solidariedade contratada, quando da tomada de decisão pelo investimento no fundo, considerou-se na análise dos investimentos a capacidade financeira do administrador quanto a eventual irregularidade em que poderiam gestor e administrador incorrer. A extinção da solidariedade sem anuência expressa da AGC fere frontalmente os parâmetros do contrato e o risco analisado quando da realização do investimento, pois altera tanto os controles do investimento, quanto os parâmetros de determinação de preço do contrato. Uma postura do prestador de serviço essencial que falta com a ética contratual pode implicar em risco ao administrador do fundo de pensão, ainda mais se esse não se atentar à necessidade de acessar novamente o risco do investimento, diante da eventual alteração do eixo de responsabilidade dos prestadores do fundo de investimento. Afinal, o gestor tem capacidade para assumir a responsabilidade que neste momento estão lhe sendo exclusivamente atribuídas?

Enfim, nenhum investidor gostaria de se sentir não informado, induzido ou prejudicado, de modo que se faz mister a manifestação da AGC quanto à extinção de cláusulas benéficas ao fundo. Postura diversa não favorece a relação entre os prestadores de serviços e os fundos/cotistas, todos os quais, outrora, avaliaram o risco-retorno do contrato sob a vigência da norma anterior, o que deve ser respeitado de forma sóbria e clara, permitido a avaliação do novo cenário do fundo de investimento. Entende-se, pois, que se trata de importante momento de avaliação dos riscos do investimento, com enfoque no risco legal, diante de uma eventual alteração do regime de responsabilidade dos prestadores de serviços do fundo de investimento, se assim deliberar a AGC (RCMN 4.994, art. 10), o que ressaí ainda mais relevante no caso de fundos de investimento que

carregam maior risco em suas aplicações, a exemplo de multimercados e ativos de crédito privado^[12].

Isso posto, ressalta-se, ainda, que importantes controles operacionais foram mantidos nas mãos de ambos os prestadores de serviços essenciais, podendo-se citar a verificação de enquadramento do fundo de investimento nos limites de investimento e de risco e da prática de preços de mercado nas operações ordenadas pelo gestor (RCVM 175, Anexo Normativo I, art. 25^[13]). Esses são verdadeiros controles alertas quando da ocorrência de irregularidades (red flags), os quais se entende de substancial importância que sejam avaliados para manutenção de responsabilização solidária entre administrador e gestor do fundo de investimento^[14].

Resta claro, pois, que cabe à AGC a avaliação da manutenção ou não dos direitos adquiridos em decorrência do contrato de gestão, para que lhe seja possível avaliar o risco que carrega cada fundo de investimento diante das novas obrigações atribuídas aos prestadores de serviços essenciais.

Assim, diante da recém-publicada RCMN 5.202 e da iminência do prazo de adequação à RCV 175 (30/06/2025), além de tudo que agora é novidade nas diretrizes de investimentos, ressalta-se a importância de se conhecer os riscos que serão consolidados nesses investimentos iniciados antes da vigência da RCV 175, partindo-se qualquer negociação do entendimento pela regularidade do direito adquirido e do ato jurídico perfeito contratual.

Por fim, registra-se que há um amplo espaço de negociação entre a manutenção e a extinção de obrigações dos prestadores de serviços essenciais do fundo de investimento contratadas antes da vigência da RCV 175, como no caso dos mencionados dever de fiscalizar e solidariedade.

***Carlos Alberto Barros** é Mestre em Direito e Finanças; Sócio no Barra, Barros & Roxo Advogados.

Fonte: [Abrapp em Foco](#), em 04.04.2025.

[1] Resolução CMN n. 4.994. Site do Banco Central do Brasil, acesso em 04/04/2025: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolucao%20CMN&numero=4994>

[2] Artigo: Adaptação dos investimentos das EFPC à Resolução CVM 175 – Por Carlos Alberto Barros. Acesso em 02/04/2025: <https://blog.abrapp.org.br/blog/artigo-adaptacao-dos-investimentos-das-efpc-a-resolucao-cvm-175-por-carlos-alberto-barros/>

[3] Blog Abrapp em Foco. “Patrimônio do Regime de Previdência Complementar cresce 9,3% em 2022 e atinge R\$ 2,46 trilhões”. Acesso em 02/04/2025: <https://blog.abrapp.org.br/blog/patrimonio-do-regime-de-previdencia-complementar-cresce-93-em-2022-e-atinge-r-246-trilhoes/> .

[4] LINDB. Art. 6º – A Lei em vigor terá efeito imediato e geral, respeitados o ato jurídico perfeito, o direito adquirido e a coisa julgada.

§ 1º Reputa-se ato jurídico perfeito o já consumado segundo a lei vigente ao tempo em que se efetuou.

§ 2º Consideram-se adquiridos assim os direitos que o seu titular, ou alguém por ele, possa exercer, como aqueles cujo começo do exercício tenha termo pré-fixado, ou condição pré-estabelecida inalterável, a arbítrio de outrem.

§ 3º Chama-se coisa julgada ou caso julgado a decisão judicial de que já não caiba recurso.

[5] RCV 175. Art. 81. Os prestadores de serviços essenciais e demais prestadores de serviços do fundo respondem perante a CVM, nas suas respectivas esferas de atuação, por seus próprios atos e

omissões contrárias à lei, ao regulamento do fundo ou à regulamentação vigente, sem prejuízo do exercício do dever de fiscalizar, nas hipóteses expressamente previstas nesta Resolução, bem como naquelas eventualmente previstas no regulamento.

Parágrafo único. A aferição de responsabilidades dos prestadores de serviços tem como parâmetros as obrigações previstas nesta Resolução e em regulamentações específicas, assim como aquelas previstas no regulamento e no respectivo contrato de prestação de serviços.

[6] Código Civil. Art. 265. A solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes.

[7] RCV 175. Art. 135. No âmbito da adaptação dos fundos de investimento à presente Resolução, admite-se que os prestadores de serviços essenciais promovam alterações no regulamento para tratar das seguintes matérias:

I – taxas de administração, gestão e máxima de distribuição, desde que seu somatório não exceda à taxa de administração vigente;

II – procedimentos aplicáveis às manifestações de vontade dos cotistas por meio eletrônico, caso não previstos no regulamento; e

III – limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor subscrito.

§ 1º As adaptações no regulamento de quaisquer outras matérias que não aquelas especificadas nos incisos do caput carecem de deliberação da assembleia geral de cotistas.

§ 2º Caso a assembleia de cotistas referida no § 1º não se instale por insuficiência de quórum, após duas convocações, com intervalo mínimo de 10 (dez) dias úteis entre a primeira e a segunda convocação, o administrador pode alterar o regulamento, exclusivamente naquilo que for necessário para promover sua adaptação a esta Resolução, devendo comunicar as alterações aos cotistas no prazo de até 10 (dez) dias contados da adaptação.

§ 3º As adaptações necessárias no regulamento que não sejam de deliberação dos cotistas devem ser promovidas pelo administrador e por ele informadas aos cotistas, no prazo de até 10 (dez) dias contados das alterações.

[8] Ofício-Circular-Conjunto n. 1/2023/CVM/SIN/SSE. Em resposta ao item 38, assim se posicionou a CVM: “Sim, é desnecessária a assembleia em qualquer caso em que, por força do exercício de adaptação, o regulamento passe a dispor de novos temas não previstos antes, como no caso das ‘responsabilidades, bem como os parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviço, perante o fundo e entre si’”.

[9] RCV 175. Art. 106. Os prestadores de serviços, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo e suas classes de cotas, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas, do fundo e de suas classes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas no exercício de suas atribuições;

[10] RCV 175. Art. 101. É vedado aos prestadores de serviços essenciais, em suas respectivas esferas de atuação, praticar os seguintes atos em nome do fundo, em relação a qualquer classe:

VI – praticar qualquer ato de liberalidade, exceto pelas doações que o fundo estiver autorizado a fazer nos termos de seu regulamento, conforme previsto no § 2º do art. 118.

[11] Código Civil. Art. 667. O mandatário é obrigado a aplicar toda sua diligência habitual na execução do mandato, e a indenizar qualquer prejuízo causado por culpa sua ou daquele a quem substabelecer, sem autorização, poderes que devia exercer pessoalmente.

§ 1º Se, não obstante proibição do mandante, o mandatário se fizer substituir na execução do mandato, responderá ao seu constituinte pelos prejuízos ocorridos sob a gerência do substituto, embora provenientes de caso fortuito, salvo provando que o caso teria sobrevindo, ainda que não tivesse havido substabelecimento.

§ 2º Havendo poderes de substabelecer, só serão imputáveis ao mandatário os danos causados pelo substabelecido, se tiver agido com culpa na escolha deste ou nas instruções dadas a ele.

§ 3º Se a proibição de substabelecer constar da procuração, os atos praticados pelo substabelecido não obrigam o mandante, salvo ratificação expressa, que retroagirá à data do ato.

§ 4º Sendo omissa a procuração quanto ao substabelecimento, o procurador será responsável se o substabelecido proceder culposamente.

[12] RCMN 4.994. 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.

[13] RCV 175, Anexo Normativo I. Art. 25. Em acréscimo às obrigações previstas na parte geral da Resolução e neste Anexo Normativo I, incluem-se entre as obrigações do administrador:

I – verificar, após a realização das operações pelo gestor, a compatibilidade dos preços praticados com os preços de mercado, bem como informar ao gestor e à CVM sobre indícios materiais de incompatibilidade;

II – verificar, após a realização das operações pelo gestor, em periodicidade compatível com a política de investimentos da classe, a observância da carteira de ativos aos limites de composição, concentração e, se for o caso, de exposição ao risco de capital, devendo informar ao gestor e à CVM sobre eventual desenquadramento, até o final do dia seguinte à data da verificação; e

III – contratar o custodiante.

[14] O cumprimento do enquadramento do fundo de investimento está diretamente relacionado à obrigação da EFPC manter enquadrados seus investimentos, pois a política de investimento determinada para o fundo de investimento deve ser mais restritiva à da EFPC. Assim determina o art. 7º da RCMN 4.994: “Art. 7º A EFPC deve adotar regras, procedimentos e controles internos que garantam 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”.