

**Eduardo Avila de Castro**

Sócio do Machado, Meyer,  
Sendacz e Opice Advogados.

**Thais de Gobbi**

Advogada do Machado, Meyer, Sendacz e Opice  
Advogados.

No último mês de maio entrou em vigor a Resolução nº 4.444/15, nova regra do Conselho Monetário Nacional que disciplina o investimento das reservas técnicas, provisões e fundos das entidades supervisionadas pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). Trata-se de norma recente com algumas inovações que merecem destaque.

**Limites, modalidades de investimento e segmentos**

Diferentemente da norma anterior (Resolução nº 3.308/05), a Resolução nº 4.444/15 segregou a aplicação dos recursos considerando quatro segmentos distintos, da seguinte forma (i) planos abertos de previdência complementar (e.g., PGBL) e seguros de pessoas com coberturas por sobrevivência (e.g., VGBL); (ii) planos abertos de previdência complementar e seguros de pessoas com cobertura por sobrevivência destinados exclusivamente a “participantes qualificados”; (iii) sociedades seguradoras e resseguradores locais, com relação às suas operações em moeda estrangeira e seguros de crédito à exportação; e (iv) demais aplicações não cobertas nos itens acima (aqui se incluem as aplicações referentes aos outros tipos de seguro, aos recursos dos resseguradores locais – não relacionados à operações em moeda estrangeira – e das sociedades de capitalização).

Cada segmento de aplicação mencionado acima deve observar limites específicos referentes às diferentes modalidades de investimento existentes. As modalidades foram divididas em (i) renda fixa, (ii) renda variável, (iii) imóveis, (iv) investimento sujeitos à variação cambial, e (v) outros (que incluem os fundos de investimento multimercado (FIMs), os fundos de investimento em Participações (FIPs), os Certificados de Operações Estruturadas (COEs), dentre outros).

Adicionalmente, a norma estabeleceu sublimites dentro de cada uma dessas modalidades. Portanto, deve-se agora analisar primeiramente o tipo de segmento, para depois verificar qual o limite aplicável para determinada modalidade de investimento dentro daquele segmento (diferentemente do regime anterior, em que os limites se referiam apenas ao percentual que determinado ativo representava perante a totalidade dos ativos garantidores da entidade).

Além disso, a Resolução nº 4.444/15 criou novo limite de alocação por emissor, mantendo, contudo, os limites de concentração por emissor e de alocação por investimento que já constavam da norma anterior.

### **Principais inovações e alterações**

Sem dúvida, a nova norma conferiu maior flexibilidade às entidades e aos gestores de recursos, na medida em que ampliou, de forma geral, os ativos nos quais tais recursos podem ser investidos, notadamente no que se refere a renda fixa, renda variável e investimentos no exterior.

Com relação à modalidade “renda fixa”, a Resolução nº 4.444/15 descreve os diferentes tipos de ativos de forma mais ampla e genérica se comparado com a norma anterior, permitindo, dessa forma, que diferentes ativos (inclusive eventuais novos produtos que venham a ser estruturados) se enquadrem no conceito de ativos garantidores de tal modalidade.

Na modalidade “renda variável”, a Resolução nº 4.444/15 aumentou o limite de alocação em renda variável para aplicação de recursos de planos abertos de previdência complementar e seguros de pessoas com cobertura por sobrevivência (e.g., PGBL e VGBL), de 49% para 70%<sup>[1]</sup>. Além disso, foi criado um limite de alocação distinto para aplicação de recursos de planos/seguros de pessoas destinados exclusivamente a “participantes qualificados” na modalidade de renda variável, qual seja, de 100%. Esse limite superior se justifica pela maior sofisticação de tais participantes e, consequentemente, a possibilidade de realização de investimentos de maior risco. A definição de participante qualificado ainda será estabelecida pelo Conselho Nacional de Seguros Privados – não obstante deva seguir conceitos similares já consolidados na legislação de mercado de capitais.

A Resolução nº 4.444/15 ainda criou uma modalidade específica de investimento em ativos sujeitos à variação cambial, que deve obedecer, inclusive, limites específicos. De maneira geral, foram ampliadas as modalidades de ativos nos quais as entidades podem investir seus recursos, bem como os limites aplicáveis a cada um desses ativos. Alguns investimentos que anteriormente eram vedados agora são permitidos, tais como: (i) títulos da dívida pública federal cuja remuneração esteja associada à variação da moeda estrangeira, (ii) cotas de fundos de investimento das classes renda fixa, ações, multimercado e cambiais com sufixo “Investimento no Exterior”, (iii) COEs com valor nominal protegido; (iv) títulos representativos de dívida corporativa de companhias abertas brasileiras, emitidos e negociados no exterior; e (v) certificados de depósitos emitidos por instituições financeiras no exterior, em moeda estrangeira. Investimentos em tais papéis ficam entretanto limitados àqueles que o respectivo gestor considere como de baixo risco de crédito.

Na modalidade de investimento “imóveis”, a nova norma aumentou o limite de aplicações em ativos dessa natureza realizados por meio de fundos de investimento imobiliários, que anteriormente era de até 10%, para até 40% para recursos de planos ou seguros destinados exclusivamente a participantes qualificados. Em contrapartida, a Resolução nº 4.444/15 não mais autoriza o investimento direto em imóveis (que antes estava sujeito a um limite de 8%). Pode-se citar como um dos motivos para tal exclusão a dificuldade de a SUSEP monitorar de maneira eficiente o valor de tais ativos. Após 540 dias contados da entrada em vigor da nova regra, eventuais imóveis detidos diretamente pelas seguradoras não mais serão considerados ativos garantidores.

### **Fundos de Investimento Especialmente Constituídos**

A aplicação dos recursos de planos abertos de previdência complementar e de seguros de pessoas com cobertura por sobrevivência cuja remuneração esteja baseada na rentabilidade de carteiras de investimentos durante o prazo de diferimento (e.g., PGBL e VGBL) continuará sendo realizada por meio de fundos de investimento especialmente constituídos, sob a forma de condomínio aberto, cujos únicos cotistas devem ser entidades abertas de previdência complementar ou sociedade seguradoras (FIEs). Por sua vez, os recursos desses FIEs poderão ser aplicados em cotas de fundos de investimento especialmente constituídos para acolher tais recursos, também sob a forma de condomínio aberto (FIFEs), que poderão ter como cotistas apenas os FIEs.

Cada FIE deve respeitar, individualmente, os limites de alocação previstos no Capítulo III da Resolução nº 4.444/15. Nesse tópico, a novidade é o limite de alocação por emissor, que não existia na regra anterior e representa o total máximo do patrimônio líquido (PL) do FIE que pode ser aplicado em títulos ou valores mobiliários de responsabilidade ou emissão de uma determinada entidade. Assim, por exemplo, cada FIE pode ter 100% do PL aplicado em ativos cujo emissor seja a União, até 49% em fundos de investimento e fundos de índice, e até 25% de seu PL aplicado em ativos cujo emissor seja instituição financeira. Já com relação aos FIFEs, não se aplicam os limites previstos no Capítulo III da Resolução nº 4.444/15, mas as carteiras de tais fundos devem ser compostas exclusivamente pelos ativos contemplados na norma.

Importante notar que, de acordo com a Circular SUSEP nº 338/07 e a Circular SUSEP nº 339/07, caso os FIEs sejam constituídos sob a forma de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento especialmente constituídos (FIC-FIEs), existe uma vedação expressa para a aplicação de seus recursos em fundos cujo regulamento preveja a cobrança de taxa de administração, performance ou de desempenho. Além disso, é vedada à entidade/sociedade seguradora aplicar recursos em FIE cujo regulamento preveja cláusula de remuneração com base em desempenho ou performance.

## Conclusões

De maneira geral, a edição da Resolução nº 4.444/15 foi bem recebida pelo mercado, na exata medida em que tal normativo claramente demonstra um avanço (ainda que em certos tópicos, ainda tímido) em relação ao sistema normativo anterior, aplicável aos investimentos das entidades supervisionadas pela SUSEP.

Não obstante, diversos pontos ainda precisam ser melhor regulamentados ou revistos pelas autoridades, tais como: (i) a definição do conceito de “participante qualificado”; (ii) a eventual alteração na regra específica emitida pela SUSEP, possibilitando a cobrança de taxa de administração por fundos em que os FIC-FIEs investem os seus recursos; (iii) a possibilidade (ou não) de cobrança de taxa de performance por fundo investido indiretamente no exterior; (iv) o uso de FIEs para aplicação de recursos das sociedades seguradoras e dos resseguradores locais (não relacionados à aplicação de recursos de planos abertos de previdência complementar ou seguro de pessoas com cobertura por sobrevivência), conforme autorizado pelo artigo 19 da nova regra; (v) uma melhor orientação ou definição de determinados termos utilizados ao longo da nova resolução (e.g., baixo risco de crédito); e (vi) mecanismos de controle de investimentos no exterior por parte da SUSEP.

Várias disposições constantes da Resolução nº 4.444/15 (e também de outros normativos conexos) ainda se encontram em debate entre os participantes do mercado e a SUSEP, razão pela qual acreditamos que em breve devem ser realizadas pelas autoridades modificações nas regras aplicáveis, quiçá na esteira do avanço normativo da matéria já demonstrado.

[1] Não obstante, as Circulares SUSEP nº 338/07 e 339/07 ainda não foram revisadas e estabelecem o limite antigo de 49% (art. 2º, §3º).

**Fonte:** Artigo publicado originalmente na revista [Opinião.Seg nº 12](#) - Agosto de 2016.