Espaço Discente

INVESTIMENTOS DE RESERVAS TÉCNICAS DE SOCIEDADES SEGURADORAS E ENTIDADES ABERTAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR[1]

Luiz Filipi De Cristófaro Avelino

1. Introdução. 2. Princípios securitários. 3. Reservas técnicas. 4. Da regulamentação sobre investimentos de sociedades seguradoras e entidades abertas e previdência complementar: 4.1 Normas superiores; 4.2 Normas inferiores: 4.2.1 Breve histórico da estrutura normativa; 4.2.2 Princípios utilizados pelo Conselho Monetário para edição de tais normas; 4.2.3 Regulamentação em vigor; 4.2.4 Da estrutura e matérias tratadas em cada uma das normas em decorrência da segmentação normativa. 5. Fundos de investimento especialmente constituídos. 6. Penalidades. 7. Novas tendências regulatórias referentes às diretrizes para investimentos de reservas de reguladas pela Susep. 8. Conclusão. 9. Bibliografia.

1. Introdução

Recentemente o Diário do Comércio e Indústria publicou matéria cuja chamada era "Previdência privada aumenta 22% e atinge 33 bilhões no ano".[2] Embora tal matéria referisse-se aos recursos acumulados com a previdência privada como gênero, da leitura da matéria era possível depreender que se tratava de previdência privada oferecida por Entidades Abertas de Previdência Complementar.

Vale lembrar que o gênero previdência complementar se subdivide em duas espécies, ou seja, planos de previdência oferecidos por Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar.

Tal informação é importante à medida que somadas reservas de Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar verificamos tratar-se de montante bastante relevante de recursos, os quais, ainda que privados, devem observar regras emitidas pelo Conselho Monetário Nacional para alocação.

Importante também para demonstrar que os recursos de Entidades Abertas de Previdência Complementar são apenas uma parcela dos recursos de reservas de reguladas pela Susep, dentre as quais se incluem as Sociedades Seguradoras e Capitalização, sobre o que pretendemos tratar neste trabalho.

Isso também nos faz questionar qual a natureza desses recursos e sua importância a ponto de ser necessária regulamentação do Conselho Monetário Nacional para traçar as

1. Trabalho apresentado na Faculdade de Direito da USP, Departamento de Direito Comercial (DCO), Disciplina "Valores Mobiliários: Operações", Profs. Haroldo Malheiros Durlec Verçosa, Marcos Paulo de Almeida Salles e Rachel Sztajn.

2. *Diário do Comércio e Indústria*, 18.11.2011.

diretrizes de investimentos a serem perseguidas na aplicação de tais recursos.

Salientamos que mesmo as sociedades de capitalização estando sob a regulação da Superintendência de Seguros Privados e sendo espécie de sociedade obrigada da constituir reservas ou provisões técnicas, não trataremos neste trabalho condições e regras específicas destas sociedades. Do mesmo modo não serão abordadas as regras específicas de Entidades Fechadas de Previdência Complementar, as quais também são obrigadas a constituir reservas técnicas, salvo quando necessária abordagem comparativa com relação a princípios.

Por outro lado, abordaremos as reservas técnicas de Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar, pois, além de o Conselho Monetário Nacional regular os investimentos dessas reservas de forma idêntica, verificaremos que os investimentos referentes a seguros de pessoas com cobertura por sobrevivência e os planos de Entidades Abertas são tratados de forma bastante similar pela regulamentação da Superintendência de Seguros Privados.

2. Princípios securitários

Iniciamos assim tratando do contrato de seguros para chegarmos às reservas técnicas, e, a partir disso tratarmos de algumas peculiares regulamentares dos investimentos de Sociedades Seguradoras, de capitalização e Entidades Abertas de Previdência Complementar.

Define Vivante que "o contrato de seguro é aquele pelo qual uma empresa se obriga a pagar certa soma, dado um evento fortuito, mediante um prêmio calculado segundo as probabilidades de aquele evento suceder. É, em regra, um ato de previdência e de simples administração para o segurado, que procura, por se a salvo dos perigos que ameaçam seu patrimônio ou a sua pessoa".[3]

Para isso, é necessário andar alguns passos para traz para entender como se forma o seguro e o sistema de previdência aberta. Estes se formam, fundamentalmente, com base em dois princípios, quais sejam: (i) o princípio da previdência e (ii) o princípio do mutualismo.

Pelo princípio da previdência, existe a pretensão do homem em se preservar, bem como preservar pessoas e coisas de seu interesse.[4] Isso faz com que exista o acumulo de riquezas para suportar as despesas futuras, ou seja, deixa-se de consumir hoje para consumir no futuro.

Pelo princípio do mutualismo há a união do homem com seus pares com a finalidade de cooperação mútua para mitigar as perdas sofridas pelos membros do grupo.[5] Nesse sentido, o montante entregue por cada um dos membros desse grupo forma a mútua, que nada mais é do que o montante de recursos arrecadado com a finalidade de suportar a provável perda de um dos membros do grupo calculada estatisticamente.

Nesse sentido, tanto a mútua quanto a poupança entregues a um administrador profissional do sistema de seguros privados, conhecido como seguradora ou entidades atuantes no ramo de vida e previdência, formam as reservas técnicas.

3. Reservas técnicas

A seguradora ou entidade aberta de previdência complementar terá como função administrar referidos recursos para honrar obrigações futuras estatisticamente ou atuarialmente calculadas. Para isso, estas são obrigadas a formar reservas ou provisões técnicas que nada mais são do que recursos acumulados para garantia do pagamento de compromissos futuros.[6]

3. Cesare Vivante, *Instituições de Direito Comercial*, p. 307.

4. Ivan de Oliveira Silva, *Curso de Direito do Seguro*, p. 21.

5. Ibidem nota 1.

6. Ricardo Bechara Santos, *Direito de Seguros no Código Civil e Legislação Própria*, p. 413.

Assim, verificamos que o conceito de reservas técnicas não se trata de um instituto propriamente jurídico, mas importado para a legislação. Verifica-se isso, pois "em Contabilidade, a Reserva para Contingências ou Provisão Técnica é a parcela deduzida do lucro de uma empresa, sociedade ou entidade que se destinada a um fim específico de formar um fundo que será investido em títulos e valores mobiliários para garantir o pagamento de eventuais sinistros (contingências). Assim, as Reservas Técnicas das entidades dos ramos de seguros, capitalização e previdência visam o aprovisionamento de valores considerados pelo Atuário como necessários e suficientes para o pagamento futuro das contingências que se apresentarem".[7]

Na visão da Superintendência de Seguros Privados, em uma das primeiras normas que localizamos abordando referido tema, *As Reservas técnicas constituem garantia especial dos portadores de apólices em vigor e dos credores de capitais garantidos por seguros vencidos ou sinistros ocorridos, portadores e credores esses que terão sobre tais reservas privilégio especial*.[8] Vale destacar que essa norma talvez tenha sido a primeira a abortar o tema, considerando o fato de que foi editada em 1968 e o sistema de seguros privados em vigor até hoje foi instituído por meio do Decreto-lei 73, datado de 21 de novembro de 1966.

A partir de 2000[9] a Superintendência de Seguros Privados passou a utilizar o conceito de provisões técnicas e provisões técnicas e provisões matemáticas vigentes até hoje,[10] conforme segue:

(*i*) as Sociedades Seguradoras autorizadas a operar nos ramos de Seguro de Ramos Elementares, Seguro de Vida em Grupo e Seguro de Renda de Eventos Aleatórios constituirão, mensalmente, para garantia de suas operações provisões técnicas;

(*ii*) as Entidades Abertas de Previdência Privada e as Sociedades Seguradoras autorizadas a operar Planos Previdenciários Privados e Seguros de Vida Individual constituirão, mensalmente, provisões técnicas e provisões matemáticas.

Ainda que do ponto de vista estritamente técnico atuarial tais termos possam embutir conceitos importantes para a atuária e contabilidade, para fins de aplicação das normas, em princípio, bastaria guardarmos o conceito de que as reservas ou provisões são os montantes acumulados pelas reguladas da Superintendência de Seguros Privados para suportar suas obrigações das face aos participantes de planos ou segurados.

No mais, apenas para firmarmos o conceito do que estamos tratando, lembramos que tais reservas ou provisões são formadas a partir dos prêmios pagos pelos segurados ou contribuições pagas por participantes dos planos.

Para isso, pode se dizer que prêmio é o montante a pagar pelo segurado ao segurador, pela quantia que lhe dará cobertura de certo risco. Assim, com as receitas dos prêmios o segurador constitui um fundo comum de onde retira as verbas para cumprir as obrigações perante os segurados.[11] Destaca-se que o cálculo do prêmio, em qualquer tipo de seguro é realizado com base no risco e no interesse segurado.[12]

Desse modo, se forma bastante sintética conseguimos concluir que as reservas técnicas são formadas a partir dos prêmios e contribuições dos segurados e participantes de Entidades Abertas de Previdência Complementar, respectivamente, não importando tratar-se de prêmio único ou se periódico.[13]

7. *http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=reservas-tecnicas#NORMAS_PARA_CONSTITUIÇÃO_DAS_PROVISÕES_TÉCNICAS*, consultado em 20.12.2011.

8. Resolução CNSP 30, de 5.8.1968.

9. Resolução CNSP 36, de 8.12.2000.

10. Resolução CNSP 162, de 26.12.2006.

11. Pedro Alvim, *O Contrato de Seguro*, p. 264.

12. Fábio Konder Comparato, *O Seguro de Crédito*, p. 124.

13. Pontes Miranda, *Tratado de Direito Privado, Parte Especial*, t. XLVI, p. 33.

Do ponto de vista jurídico, deve-se salientar que os termos do art. 86 do Decreto-lei 73/1966 os segurados e beneficiários que sejam credores por indenização ajustada ou por ajustar têm privilégio especial sobre reservas técnicas, fundos especiais ou provisões garantidoras das operações de seguro, de resseguro e de retrocessão.

4. Da regulamentação sobre investimentos de sociedades seguradoras e entidades abertas e previdência complementar

4.1 Normas superiores

Para tratarmos da estrutura normativa referentes às reservas técnicas de seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar, começamos pela Constituição Federal a qual em seu art. 21, VII, determina competência da união administrar as reservas cambiais do País e fiscalizar as operações de natureza financeira, especialmente as de crédito, câmbio e capitalização, bem como as de seguros e de previdência privada.

No mesmo sentido, o art. 202 da Constituição Federal dispõe que regime de previdência privada, de caráter complementar e organizado de forma autônoma em relação ao regime geral de previdência social, será facultativo, baseado na constituição de reservas que garantam o benefício contratado, e regulado por Lei Complementar.

Seguindo essa linha normativa, o Decreto-lei 73/1966, recepcionado em nosso sistema normativo atual vigente, que cria o microssistema de seguros privados, determina em seu art. 28 que a aplicação das reservas técnicas das Sociedades Seguradoras será feita conforme as diretrizes do Conselho Monetário Nacional.

Referida norma também determina que para garantia de todas as suas obrigações, as Sociedades Seguradoras constituirão reservas técnicas, fundos especiais e provisões, de conformidade com os critérios fixados pelo CNSP, além das reservas e fundos determinados em leis especiais.

O mesmo ocorre no âmbito da previdência complementar, quando o art. 9º da Lei Complementar 109/2001 determina que entidades de previdência complementar constituam reservas técnicas, provisões e fundos, em conformidade com os critérios e normas fixados pelo órgão regulador e fiscalizador, sendo que aplicação dos recursos correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos realizar-se-á conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

4.2 Normas inferiores

4.2.1 Breve histórico da estrutura normativa

Quanto às normas inferiores, traçamos um breve histórico, para fins de entendimento dos fundamentos dessas regras emanadas pelo Conselho Monetário Nacional que, no curso do tempo, acabam se misturando para três entes distintos em momentos diferentes, ou seja, Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar.

Assim, dois anos após a edição do Decreto-lei 73/1966 o Conselho Monetário Nacional edita a Resolução CMN 92/1968, a qual foi a primeira norma que tratou das reservas técnicas constituídas pelas Sociedades Seguradoras, de acordo com os critérios fixados pelo Conselho Nacional de Seguros Privados.

Em 1978 foi editada pelo Conselho Monetário Nacional a Resolução 460, que regulamentou os investimentos de Entidades Fechadas e Abertas de Previdência Complementar. Essa norma foi editada em decorrência da promulgação a Lei 6.435/1977, posteriormente revogada pela Lei Complementar 109/2001, norma que também determina que

Entidades Abertas[14] e Fechadas[15] invistam suas reservas conforme diretrizes do Conselho Monetário Nacional.

A Resolução CMN 460/1978 traz relevante acréscimo para este trabalho, pois com a sua edição foi publicada a Nota Explicativa CVM 6, de 22 de fevereiro de 1978, a qual trazia os princípios utilizados para regulamentar os investimentos de Entidades Fechadas e Abertas de Previdência Complementar, os quais serão abordados mais adiante.

Em 1983, com a edição da Resolução CMN 794, as Entidades Fechadas passam a ter regras próprias de investimentos de reservas técnicas e em 1986 a Resolução CMN 460/1978 é revogada pela Resolução CMN 1.185/1986.

E finalmente em 1987, por meio da Resolução CMN 1.363 as diretrizes de investimentos de reservas técnicas de Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar passam a ser reguladas conjuntamente, em estrutura vigente até hoje, com sucessivas edições de normas que nos levam à Resolução CMN 3.308/2005 já mencionada neste trabalho.

14. "Art. 15. Para garantia de todas as suas obrigações, as entidades abertas constituirão reservas técnicas, fundos especiais e provisões, de conformidade com os critérios fixados pelo órgão normativo do Sistema Nacional de Seguros Privados, além das reservas e fundos determinados em leis especiais.

"§ 1º. As aplicações decorrentes do disposto neste artigo serão feitas conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

"§ 2º. Ao Conselho Monetário Nacional caberá estabelecer diretrizes diferenciadas para determinadas entidades, levando em conta a existência de condições peculiares relativas à aplicação dos respectivos patrimônios."

15. "Art. 40. Para garantia de todas as suas obrigações, as entidades fechadas constituirão reservas técnicas, fundos especiais e provisões em conformidade com os critérios fixados pelo órgão normativo do Ministério da Previdência e Assistência Social, além das reservas e fundos determinados em leis especiais.

"§ 1º. As aplicações decorrentes do disposto neste artigo serão feitas conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional."

4.2.2 Princípios utilizados pelo Conselho Monetário para edição de tais normas

Conforme comentamos acima, a edição CMN 460/1978 trouxe importante acréscimo para este trabalho, pois com a sua edição foi publicada a Nota Explicativa CVM 6, de 22 de fevereiro de 1978, a qual trazia os princípios utilizados para regulamentar os investimentos de Entidades Fechadas e Abertas de Previdência Complementar.

Dispunha referida Nota Técnica que o Congresso Nacional teria delegado ao Conselho Monetário Nacional tal atribuição por julgar que o conjunto das reservas do Sistema de Previdência Privada deveria ser utilizado como instrumento de política econômica do Governo.

Com a confusão normativa que se procedeu entre 1978 e 1987, pode-se se dizer que atualmente não só as reservas técnicas de Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar estariam sendo utilizadas como instrumento de política econômica do Governo, mas também as reservas de Sociedades Seguradoras e de Capitalização. Tal conclusão decorre do fato de que, conforme vimos acima, as reservas técnicas de Sociedades Seguradoras e de Capitalização passaram a ser regulamentadas conjuntamente com as reservas técnicas de Entidades Abertas de Previdência Complementar.

Além de se tratar de instrumento de política econômica do governo, tais regras teriam tido três princípios norteadores, quais sejam:

(*i*) alcançar taxa de retorno necessária à viabilização do cumprimento dos compromissos calculados atuarialmente;

(*ii*) assegurar que as poupanças acumuladas fossem aplicadas nos setores mais relevantes da economia;

(*iii*) conduzir os investimentos a comportamento harmônico com a política econômica governamental.

Para isso, seria necessário que fossem observadas regras de diversificação de modalidade ativos e de concentração por emissor, chamada "regras de diversificação setoriais na Nota Explicativa.

No mais, referida Nota Explicativa continha alguns princípios identificados até hoje na regulamentação vigente sobre o tema, como:

(*i*) restrição ao investimento em companhias fechadas, pois a obrigatoriedade de "disclosure" e respeito aos acionistas minoritários, dentre outros dispositivos, em tese, confeririam ao investidor em valores emitidos por companhias abertas, um nível de segurança superior;

(*ii*) evitar o investimento em ações ou debêntures de emissão ou coobrigação de companhias "ligadas" à entidade de previdência privada, restrição à época já adotada para Sociedades Seguradoras, com foco em mitigar o conflito de interesses;

(*iii*) limitação à exposição dos planos com os patrocinadores, isso mais voltado à área de previdência, para evitar que em caso de quebra da patrocinadora os funcionários desta, que já perderiam seus empregos, tivessem suas poupanças comprometidas; e

(*iv*) restringir a concessão de crédito diretamente por entidades, já que tal atividade estaria reservada às instituições financeiras, que, aliás, considerando os arts. 17 e 18 da Lei 4.595/1964[16] já se tratava de atividade privativa de instituição financeira devidamente autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

Sem prejuízo dos princípios apresentados em referida Nota Explicativa, a Lei Complementar 109/2001, em seu art. 7º dispunha que os planos de benefícios deveriam atender padrões mínimos fixados pelo órgão regulador e fiscalizador, com o objetivo de assegurar transparência, solvência, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial. Nesse sentido as regulamentações de Entidades de Previdência posteriores a 2001 acabaram trazendo tais princípios, os quais refletiram nas Sociedades Seguradoras em razão da comentada confusão normativa.

4.2.3 Regulamentação em vigor

As regras atualmente em vigor sobre o tratamento de reservas técnicas de Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar são:

(*i*) Resolução CMN 3.308/2005 que disciplina a aplicação dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das Sociedades Seguradoras, das sociedades de capitalização e das Entidades Abertas de Previdência Complementar, bem como a aceitação dos ativos correspondentes como garantidores dos respectivos recursos, na forma da legislação e da regulamentação em vigor;

(*ii*) Resolução CNSP 226/2010 – que dispõe sobre os critérios para a realização de investimentos pelas Sociedades Seguradoras, resseguradores locais, sociedades de capitalização e Entidades Abertas de Previdência Complementar; e

(*iii*) Circulares Susep 338 que traz regras e critérios complementares de funcionamento e de operação da cobertura por sobrevivência oferecida em planos de previdência complementar aberta, dentre os quais os PGBLs e 339 que traz regras e critérios complementares de funcionamento e de operação da cobertura por sobrevivência oferecida em

16. "Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.

"Art. 18. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras."

planos de seguro de pessoa, dentre os quais os VGBLs.

Com referência às Circulares da Superintendência de Seguros Privados acima mencionadas, embora tragam regras de "produtos", como são conhecidos no mercado tais seguros ou planos, verificamos que estas apresentam regras bastante específicas sobre os fundos de investimento que recebem os investimentos de tais planos e seguros, como veremos mais adiante.

4.2.4 Da estrutura e matérias tratadas em cada uma das normas em decorrência da segmentação normativa

Identificamos que a regulamentação das Entidades Abertas e Sociedades Seguradoras ficou fragmentada, conforme veremos a seguir, diferentemente do que aconteceu na regulamentação do Conselho Monetário Nacional sobre as Entidades Fechadas de Previdência Complementar, em que a atual Resolução CMN 3.792/2009, mencionada em diversos eventos sobre a matéria como uma das normas mais avançadas sobre diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas Entidades Fechadas de Previdência, a qual trata dos limites de investimento em renda fixa, renda variável e imóvel, e ainda, das vedações e regras para derivativos. Essa norma também inovou trazendo capítulos de investimento no exterior e investimento estruturados.

4.2.4.1 *Resolução CMN 3.308/2005* – A Resolução CMN 3.308/2005 que disciplina a aplicação dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das Sociedades Seguradoras, das Sociedades de Capitalização e das Entidades Abertas de Previdência Complementar, bem como a aceitação dos ativos correspondentes como garantidores dos respectivos recursos, ficou restrita aos limites de investimentos e ativos permitidos.

Assim, dividiu os ativos em três grupos, ou seja, (i) de Renda Fixa, no qual é permitido o investimento de até 100% das reservas, limitando-se em 80% o investimento em crédito privado, (ii) Renda Variável para o qual se atribuiu o limite de 49%, devendo-se observar limites mais restritivos conforme os níveis de governança corporativa adotados pela companhia emissora e mercados nos quais os ativos da companhia são negociados e (iii) de Imóveis, com limite de até 8% e fundos imobiliários inseridos nesse segmento com limite de até 10%, trazendo dentro dos conceitos abordados acima limites por modalidades de ativos e por emissores.

Salienta-se que referida norma abrange exclusivamente os recursos das reservas, das provisões e dos fundos das Sociedades Seguradoras, das sociedades de capitalização e das Entidades Abertas de Previdência Complementar, tratados como garantidores de reservas técnicas. Desse modo, não abrange os recursos livres tratados mais adiante, o que *a contrario sensu* encontra reforço no art. 10 da Resolução CNSP 226/2010, o qual dispõe ser vedado à sociedade supervisionada, exclusivamente no que diz respeito aos ativos garantidores, oferecer ativos não admitidos nos termos da regulamentação do CMN.

Ponto diferenciado nessa norma são os Fundos de Investimento Especialmente Constituídos, também conhecidos simplesmente por FIEs. Tais fundos são obrigatórios quando trata de algumas operações de cobertura por sobrevivência oferecida em planos de previdência complementar aberta, dentre os quais os PGBLs e de algumas das operações da cobertura por sobrevivência oferecida em planos de seguro de pessoa, dentre os quais os VGBLs. Referida norma, embora não muito clara, trata como facultativos os investimentos de outras reservas por meio desses Fundos de Investimento Especialmente Constituídos. No mais, considerando que a Resolução CMN 3.308/2005 não abarca os investimentos de recursos livres das reguladas pela Superintendência de Seguros Privados, porém, considerando as disposições da Resolução CNSP 226/2010, seria facultada a

utilização dos FIEs também para os recursos livres.

Embora ainda não tenhamos abordado o conceito recursos livres, para fins ilustrativos esclarecemos tratar-se de recursos excedentes daqueles necessários à constituição de reservas, sobre os quais não se aplicam as diretrizes de investimentos previstas na Resolução CMN 3.308/2005.

Via de regra, tais recursos, por serem excedentes, são distribuídos como lucro das Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar, estas últimas com fins lucrativos, assim como as seguradoras, porém, diferentemente das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

4.2.4.2 *Resolução CNSP 226/2010* – Essa resolução dispõe sobre os critérios para a realização de investimentos pelas Sociedades Seguradoras, resseguradores locais, sociedades de capitalização e Entidades Abertas de Previdência Complementar.

De forma bastante direta, é a norma que traz as vedações com referência aos investimentos, bem como limitações relativas às operações de derivativos.

Assim, destacamos abaixo as principais restrições previstas nessa norma. Desse modo, é vedado à sociedade supervisionada, quanto aos ativos garantidores:

(*i*) oferecer como garantia para operações nos mercados de liquidação futura;

(*ii*) alienar, prometer alienar ou gravar ou onerar;

(*iii*) locar, emprestar ou caucionar títulos e valores mobiliários dados em garantia;

(*iv*) realizar operações com ações por meio de negociações privadas;

(*v*) oferecer como garantia ações de emissão de companhias sem registro para negociação em bolsa ou balcão;

(*vi*) oferecer como garantia participações acionárias permanentes; e

(*vii*) oferecer CPR segurada pela própria sociedade supervisionada ou ligada.

Com referência às operações com derivativos é vedado operar com Derivativos:

(*i*) que gerem exposição superior ao total das posições detidas à vista;

(*ii*) na modalidade "sem garantia";

(*iii*) venda de opção a descoberto.

Destaca-se que referida norma se aplica tanto as reservas técnicas quanto aos recursos livres de Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar, diferentemente da Resolução CMN 3.308/2005, a qual abarcou exclusivamente as reservas técnicas.

Nesse sentido, a norma determina que direta ou indiretamente a sociedade supervisionada fica impedida de:

I – aplicar em:

a) FI ou FIC, cuja exposição em derivativos seja superior a uma vez seu PL;

b) Carteiras administradas ou fundos de investimentos geridos por pessoas físicas;

c) Recursos no exterior, ressalvados os casos expressamente previstos em regulamentação da CVM ou CMN;

d) Fundos que não possuam procedimentos de avaliação e de mensuração de risco da carteira de investimentos;

e) títulos e valores mobiliários emitidos ou garantidos por ligadas;

f) cotas de fundos de investimentos cuja carteira contenha títulos e valores mobiliários emitidos ou garantidos por ligadas; e

g) ativos emitidos, coobrigados ou de qualquer forma garantidos por pessoa física.

II – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se;

III – conceder empréstimos ou adiantamentos, ou abrir crédito sob qualquer modalidade a pessoas físicas ou jurídicas, em especial aquelas relacionadas no art. 17

da Lei 7.492/1986, ressalvadas as exceções expressamente previstas na regulamentação em vigor;

IV – realizar quaisquer operações comerciais, financeiras ou imobiliárias: a) com seus administradores, membros dos conselhos estatutários, e respectivos cônjuges ou companheiros e parentes até o segundo grau; b) com empresas nas quais participem as pessoas a que se refere a alínea "a" deste inciso, exceto no caso de participação de até 5% (cinco por cento) como acionista; e c) tendo como contraparte, ainda que indiretamente, pessoas físicas definidas na alínea "a" deste inciso, ou empresas ligadas.

Vale lembra que para algumas das restrições acima existem exceções, sendo sempre recomendável avaliar o conteúdo completo da norma referente a este árduo tema.

Dentre as exceções, destacamos a possibilidade de investimento em ações de ligadas, no limite da composição do índice, caso o fundo do qual a Sociedade Seguradora ou Entidade seja cotista tenha em sua política acompanhar determinado índice.

Outra exceção refere-se ao investimento no exterior, o qual é permitido pelas regras de fundos de investimentos expedidas pela CVM, podendo-se investir em um fundo que aplica 100% no exterior, sendo perfeitamente claro quando estivermos tratando de recursos livres. No entanto, a dúvida surge quando estamos tratando de reservas técnicas, à medida que não existe previsão expressa na Resolução CMN 3.308 sobre tal possibilidade, sendo necessária atualização da regra.

Além disso, referida norma traz algumas das características dos ativos que devem ser observadas sobre registros, liquidação financeira e da custódia de títulos adquiridos pelas reguladas da Superintendência de Seguros Privados.

4.2.4.3 *Circulares Susep* 338 e 338 – A Circular Susep 338 traz regras e critérios complementares de funcionamento e de operação de cobertura por sobrevivência oferecida em planos de previdência complementar aberta, dentre os quais os PGBLs e a Circular Susep 339 traz regras e critérios complementares de funcionamento e de operação de cobertura por sobrevivência oferecida em seguro de pessoa, dentre os quais os VGBLs.

Embora tais normas tragam as regras sobre operações diferentes, ambas trazem algumas regras e restrições com referência aos fundos de investimentos destinados a receber recursos dessas operações, destacadas abaixo.

Disposições obrigatórias no regulamento:

I – *Vedando*:

(*i*) A Seguradora ou Entidade, à instituição administradora, gestor da carteira, bem como às empresas a elas ligadas, a condição de contraparte, mesmo indiretamente, em operações da carteira do FIE, exceto operações compromissadas destinadas à aplicação, por um único dia;

(*ii*) contraparte com quaisquer outros fundos de investimento ou carteiras sob administração ou gestão do gestor ou administrador do fundo;

(*iii*) FIE comprar cotas de fundos com taxa de administração, de performance ou de desempenho;

(*iv*) transferência de titularidade das cotas do fundo.

II – *Explicitando*:

(*i*) diretrizes, limites e condições para derivativos (futuros, opções, swaps e mercado a termo), e percentuais mínimo e máximo de investimentos em renda variável;

(*ii*) envio de informações à EAPC ou Seguradora, para que esta as envie à SUSEP;

(*iii*) divulgação de informações, da taxa de administração, PL, valor da cota e rentabilidades acumuladas;

(*iv*) bases de cálculo e fórmulas da taxa de administração;

(*v*) que as cotas do FIE, correspondem aos ativos garantidores das provisões, reservas e fundos do respectivo plano, e que estão vinculadas à SUSEP, não podendo ser gravadas sob qualquer forma ou oferecidas como garantia para quaisquer outros fins; e

(*vi*) que o FIE obedece a Resolução CMN 3.308/2005.

Ponto de atenção com referência a referidas regras é que inserir no regulamento dos FIEs disposições contrárias às normas sujeita a EAPC ou Seguradora e seus administradores às sanções legais e regulamentares cabíveis, que trataremos no penúltimo capítulo deste trabalho.

Vale lembrar que as regras acima são para os FIEs de Planos de Previdência Abertos ou Seguros de Pessoas com cobertura por sobrevivência regulados pelas Circulares Susep 338 e 339, ou seja, tais restrições não se aplicam aos investimentos de seguros de outros ramos e planos de previdência padrões aprovados pela Susep antes de 26.8.2002, por exemplo.

5. Fundos de investimento especialmente constituídos

Os investimentos de Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar, como regra podem ser realizados tanto de forma direta, por meio de carteira própria de títulos e valores mobiliários ou por meio de fundos de investimento, que no caso das reguladas pela Susep não são meros veículos de investimento, diferentemente do que verificamos nas Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

No entanto, em algumas situações, como a mencionada acima para recursos de alguns Planos de Previdência Abertos ou Seguros de Pessoas com cobertura de sobrevivência deverão ser constituídos especificamente por meio de Fundos de Investimento Especialmente Constituídos.

A essas alturas o leitor deve estar se perguntando o que faz desses fundos ser "especialmente constituídos". E a resposta é: os limites e ativos que deverão ser observados na composição se seus investimentos.

Vale dizer que esses fundos observarão rigorosamente os limites por ativos e emissores da Resolução CMN 3.308/2005, podendo investir exclusivamente nos ativos de renda fixa e variável, ficando excluídos os investimentos do segmento imóvel, sem prejuízo de observar outras vedações e restrições não relacionadas estritamente aos limites de ativos e emissores, como é o caso dos derivativos.

E a pergunta subsequente, normalmente, é sobre as vantagens na adoção desse procedimento. E a resposta é: tal procedimento facilita a fiscalização, pois, uma vez que os fundos deverão seguir rigorosamente os limites, não haverá o risco de "desenquadramento" desses limites quando da consolidação, visto que independentemente da quantidade de fundos utilizados na estrutura, fiscaliza-se um pelo todo, já que todos deverão observar os mesmos limites.

No entanto, tal sistemática tende a dificultar a gestão dos recursos nos moldes atuais em que seu utilizam fundos "vértices", ou seja, fundos constituídos para buscar determinado risco, por exemplo, um fundo composto integralmente por crédito privado, outro composto integralmente por títulos públicos e outro integralmente por ações. Dessa forma, em que o gestor dos recursos adquire referidos fundos em quantidade balanceada desses fundos, já se atentando aos ativos que compõem suas carteiras, para ao final observar os limites regulamentares.

É o procedimento que em muitas situações ocorre com as Entidades Fechadas de Previdência Complementar em que não importa a composição da carteira dos fundos que estas adquirem, mas sim sua posição com referência a determinado ativo ou emissor quando ocorre a "explosão" das carteiras

dos fundos investidos, independentemente de quantos níveis de investimento houver para baixo do fundo adquirido. Assim, o que vale e a posição da entidade ou plano, conforme o caso, após a consolidação de todos os investimentos, desconsiderando eventuais "barreiras" formadas por fundos de investimento adquirindo ativos praticamente em nome da Entidade, quando se tratar de fundo exclusivo.

Vale dizer que já há certa propensão em a Susep passar a adotar tal modelo, mas também se sabe que para isso acontecer é necessário grande desenvolvimento de sistemas para fiscalização, o que também se sabe demanda recursos e tempo.

Não obstante vantagens e desvantagens sobre tal procedimento, enquanto tal modelo vigorar será necessário observar algumas restrições.

(*i*) Considerar para enquadramento do FIE os critérios de diversificação do regulamento, no produto e diretrizes da Resolução CMN 3.308/2005.

(*ii*) Operações compromissadas somente com ativos admitidos pelo CMN.

(*iii*) Derivativos para proteção da carteira, podendo, inclusive, realizar operações de síntese de posição do mercado à vista, sendo vedado:

a) exposição superior a uma vez o respectivo patrimônio líquido;

b) exposição superior a uma vez o respectivo patrimônio líquido cumulativamente com as posições detidas à vista, por cada fator de risco;

c) venda de opção a descoberto;

d) modalidade "sem garantia";

e) FIE investir em FI ou FIC cuja exposição seja superior a uma vez o respectivo patrimônio líquido.

Por fim, vale lembrar que é obrigatória a inclusão das vedações nos regulamentos.

6. Penalidades

E a pergunta que ao final sempre surge é, quais são as penalidades em não se cumprir referidas regras? E a resposta para essa pergunta não é simples, pois depende de quem estará descumprindo tais regras.

É interessante lembrar que a penalidade variará de acordo com quem não estiver observando as regras.

A Lei Complementar 109/2001, por exemplo, determina em seu art. 63 que os administradores de entidade, os procuradores com poderes de gestão, os membros de conselhos estatutários, o interventor e o liquidante responderão civilmente pelos danos ou prejuízos que causarem, por ação ou omissão, às entidades de previdência complementar. No entanto, a responsabilidade não está limitada a estes, já que também responderão os administradores dos patrocinadores ou instituidores, os atuários, os auditores independentes, os avaliadores de gestão e outros profissionais que prestem serviços técnicos à entidade, diretamente ou por intermédio de pessoa jurídica contratada.

Quanto à parte final que se refere aos profissionais que prestem serviços técnicos à entidade, diretamente ou por intermédio de pessoa jurídica contratada, temos de recordar que a gestão dos recursos de Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar normalmente é delegada a um administrador profissional de recursos. Assim, esse profissional, nos termos da Lei Complementar também poderia ser responsabilizado.

No que tange à regulamentação do Conselho Nacional de Seguros Privados, destacamos que a Resolução 60/2001 traça duas penas mais brandas, quais sejam, (i) Advertência aplicável à Seguradora e Entidades Abertas, seus diretores, administradores, conselheiro fiscal, conselheiro deliberativo, conselheiro consultivo ou assemelhado, desde que não seja reincidente, e (ii) Multa de

R$ 17.000,00, que será aplicada às Entidades Abertas e Sociedades Seguradoras e seus administradores, se:

(*i*) alienar, prometer alienar ou de qualquer forma gravar bens garantidores de provisões técnicas e fundos especiais sem prévia e expressa autorização da SUSEP;

(*ii*) deixar de constituir ou constituir inadequadamente as provisões técnicas e fundos especiais garantidores de suas operações (a reincidência pode dar ensejo à suspensão do exercício do cargo e inabilitação temporária);

(*iii*) aplicar os recursos garantidores das provisões técnicas e fundos especiais garantidores de suas operações e outras provisões exigidas em desacordo com as leis e instruções em vigor, bem como não vincular os bens garantidores (reincidência pode triplicar a multa – art. 51, § 2º, adicionado à multa de R$ 2.000,00 por agravante).

Em casos mais graves a multa poderá ser cumulada com suspensão do exercício de atividades ou inabilitação, pelo prazo de dois a dez anos, para o exercício de cargo ou função em entidade de previdência complementar, sociedade seguradora, sociedade de capitalização e instituição financeira, bem como no serviço público.

Contudo, a pena mais grave está prevista no art. 110 do Decreto-lei 73/1966, o qual prevê que constitui crime contra a economia popular, punível de acordo com a legislação respectiva, a ação ou omissão, pessoal ou coletiva, de que decorra a insuficiência das reservas e de sua cobertura, vinculadas à garantia das obrigações das Sociedades Seguradoras.

Vale lembrar que a constituição de reservas irregulares pode gerar para as Sociedades Seguradoras a desqualificação da garantia prestada e consequente insuficiência de garantia, o que poderia culminar na penalidade acima descrita.

7. Novas tendências regulatórias referentes às diretrizes para investimentos de reservas de reguladas pela Susep

Esse capítulo não se trata de um exercício de futurologia, mas sim se pontos discutíveis passíveis de ajuste na regulamentação, em decorrência das novas tendências regulatórias sobre diretrizes de investimentos de reservas técnicas.

Recordamos que as diretrizes para investimentos de Entidades Fechadas de Previdência Complementar e Entidades Abertas de Previdência Complementar nascem juntas, em 1978, mas com o tempo são segregadas, possivelmente pelo fato de a fiscalização destas ser realizada por órgãos distintos, órgão estes que de certo modo orientam o Conselho Monetário Nacional no que se refere à atividade de suas reguladas.

E nos tempos atuais, o que parece gerar um "descolamento" ainda maior entre as diretrizes do Conselho Monetário Nacional para Entidades Fechadas de Previdência Complementar e reguladas pela Susep são os mecanismos de fiscalização ou o aparelhamento desenvolvido para fiscalização de cada uma destas.

Como dissemos anteriormente, as Entidades Fechadas atualmente possuem uma regulamentação bastante avançada com referência às diretrizes de investimentos que deve seguir. Isso se deve em muito aos mecanismos de fiscalização que possui, os quais possibilitam à Previc fiscalizar e detectar operações irregulares nos mais diversos níveis de investimento, o que possibilita a fiscalização com base na consolidação dos ativos detidos pela entidade, desconsiderando o veículo de investimento, seja este fundo ou carteira.

De outro lado, até bem pouco tempo atrás, a Susep mantinha com critério para fiscalização a análise de regulamentos, sem verificar a carteira dos fundos. Para isso, provavelmente considerava que, nos termos da regulamentação de fundos de investimento,

por ser considerada infração grave[17] a não observância da política de investimentos do fundo ou o descumprimento de disposições de seu regulamento os gestores estariam mais atentos ao cumprimento dos limites. Dessa forma há certa delegação na fiscalização para a Comissão de Valores Mobiliários, responsável pela fiscalização das atividades relativas aos Fundos de Investimento.

Diante disso, existem alguns pleitos das fiscalizadas pela Susep e seus prestadores de serviços, sem saber se serão atendidos.

No Segmento de Investimento em Renda Fixa, permitir a realização de Operações Compromissadas lastreadas em Título Público com contraparte ligada. No passado, verificava-se grande preocupação nessas operações, pois se realizadas fora do valor de mercado poderiam prejudicar a regulada pela Susep em benefício de ligada. Atualmente existem diversos meios de se apurar se a operação foi realizada pelo valor de mercado. Adicionalmente, a regulada pela Susep poderia obter vantagens no custo para realização da operação, em sendo contra ligada, além da possibilidade de realizar tais operações após o fechamento do mercado para "zeragem de caixa", o que seria um benefício.

Atualmente a norma traz rol taxativo de ativos, nesse sentido, seria necessária atualizações mais constantes dessa lista, ou dispor de forma mais genérica os ativos permitidos, como, por exemplo, títulos de renda fixa emitidos por companhia com registro na Comissão de Valores Mobiliários ou títulos cuja oferta tenha sido objeto de registro ou dispensa deste na Comissão de Valores Mobiliários, garantindo assim o maior *disclosure* nas operações sem ter de listar individualmente os ativos. Por outro lado, tal ajuste exigirá mais do órgão regulador.

No mais, atualmente a regra não é muito clara quanto à aquisição de ativos Cambiais ou atrelados à variação de moeda ou cambial, direta ou indiretamente, o que deixa muitas dúvidas quanto ao tema e receito de penalidades decorrentes da falta de clareza normativa.

Além disso, incluir fundo multimercado cuja carteira seja composta exclusivamente por ativos de renda fixa no segmento de renda fixa, para que fundos multimercado sem ativos de renda variável em carteira, por estratégia, não consumam limites de renda variável.

Nos Fundos Especialmente Constituídos seria necessário aclarar a redação referente a esses fundos, já que a norma atualmente suscita diversas dúvidas.

No mais, seria necessário incluir na norma previsão de que os FICFIEs podem investir em FIEs e em fundos 409/2004 (não FIEs), desde que na consolidação dos ativos sejam observados os limites da norma que será editada. De todo modo, sabemos que incluir tal dispositivo na legislação exigirá mais do órgão fiscalizador para exercício de sua atividade.

Atualmente não é muito clara a restrição quanto ao investimento em fundos que cobram taxa, nesse sentido, seria necessário

17. ICVM 409/2004: "Art. 117. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n. 6.385/1976, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: I – distribuição de cotas de fundo sem registro na CVM; II – distribuição de cotas de fundos por pessoa ou instituição não integrante do sistema de distribuição; III – exercício, pelo administrador, de atividade não autorizada, ou contratação de terceiros não autorizados ou habilitados à prestação dos serviços indicados no § 1º do art. 56; IV – não observância à política de investimento do fundo; V – não cumprimento das deliberações tomadas em assembleias gerais de cotistas; VI – não publicação de fato relevante; VII – não observância das regras contábeis aplicáveis aos fundos; VIII – transformação de fundo aberto em fechado sem autorização da CVM; IX – não observância às disposições do regulamento do fundo; X – descaracterização da classe adotada pelo fundo, exceto nos fundos da classe 'Multimercado'; XI – não observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo, previstos no regulamento e nesta Instrução; XII – não observância do disposto no art. 98; e XIII – não observância, pelo administrador ou pelo gestor do fundo, dos deveres de conduta de que trata o art. 65-A".

rever a redação do dispositivo que traz tal restrição.

Em um segmento intermediário, talvez fosse interessante avaliar a possibilidade de investimento em alguns ativos que vem merecendo atenção, dentre eles os fundos de índices negociados em bolsas de valores e fundos imobiliários que uns defendem ser ativos de renda fixa e outros de renda variável, os BDR's, os quais são considerados pela regra de Entidades Fechadas como investimentos no exterior e o próprio investimento no exterior, seja por meio de fundo ou carteira de investimentos.

Especificamente quanto ao investimento no exterior, salientamos tratar-se de regra que não é muito clara principalmente quando estamos diante do investimento no exterior por FIEs. No cenário atual os problemas cambiais do país já não são mais tão evidentes e os investimentos no exterior, com o tempo, poderão ser mais interessantes em razão do retorno, sendo sempre necessário certo cuidado e imposição de regras com a finalidade de evitar desvios, devendo, no entanto, existir clareza sobre o que seria necessário observar.

Segmento de Investimentos em Renda Variável, sem prejuízo da necessidade de se aclarar as normas, identifica-se que em razão da necessidade de obras de infraestrutura no país, as quais muitas vezes são realizadas por meio de Sociedades de Propósitos Específico, um possível ajuste de limite quanto a esse ativo talvez fosse necessário.

O empréstimo de títulos e valores mobiliários na posição "doadora" também vem sendo um pleito de mercado para obtenção de renda extra para o ativo mantido em carteira por longo prazo, muito embora o tomador do empréstimo esteja sempre "apostando" que o preço do papel irá cair.

E, por fim, que fosse adotada a regra de consolidação também para os limites por emissor, o que fica bastante claro que demandaria certo esforço para o ente fiscalizador.

8. Conclusão

Diante de todos os pontos abordados acima, verificamos que embora atuemos em um país que preserva a livre iniciativa, em determinadas área mais reguladas o nível de intervenção estatal é maior.

No caso específico das reguladas pela Susep, Sociedades Seguradoras e Entidades Abertas de Previdência Complementar a ingerência estatal é tamanha que chega a interferir na forma de investimento de recursos para cumprimento de suas obrigações.

Tal intervenção talvez se justifique pelo fato de estarmos lidando com recursos de poupança utilizados para aumento da qualidade de vida do cidadão após sua aposentadoria, no caso de Entidades Abertas de Previdência Complementar, qualidade de vida esta que o governo não possui meios de prover, e por esta razão acaba compensando o cidadão sendo rígido o bastante para que o particular contratado para tal fim cumpra com seu dever.

Ou ainda, quando estamos tratando do ramo de seguros, o risco da ruína patrimonial do indivíduo e dos reflexos causados à sociedade em que este se insere, talvez seja a justificativa para tal intervenção.

Mas no fundo, o que realmente parece é que o governo tem interesse em traçar tais diretrizes de investimentos, pois está interessado em obter vantagens com o direcionamento dos recursos. Ainda que não possa obrigar a observância de limites mínimos, podendo se financiar com tal "gorda" fatia do PIB mantida em forma de poupança. Isso sem contar que o poder de regulação sobre tal matéria encontra-se nas mãos do Conselho Monetário Nacional declaradamente para que seja utilizado como ferramenta de política econômica.

Por fim, o que se verifica é um regramento bastante rígido com penalidades severas, para o que concordamos nos casos de desvio de conduta, mas discordamos no caso de obscuridade da norma. Desse modo, entendemos que a regulação para tal matéria deveria ser mais clara, não só quanto à redação, mas quanto aos seus objetivos, podendo aproveitar uma revisão textual da norma para inserção de ativos e revisão de conceitos que façam com que exista menor necessidade de ajustes da norma a criação de cada novo ativo pela genialidade no mercado.

No entanto, tal medida poderá gerar certo ônus ao regulador, que também atua na figura de fiscalizador, para que nesse novo contexto normativo passe a fazer sua fiscalização com base em informações consolidadas, inclusive, de forma mais precisa, evitando situações nas quais meros erros formais de inserção de disposições em regulamento gerem penalidades às fiscalizadas pela Susep, ainda que nenhum investimento tenha excedido o limite dispostos na própria regulamentação.

9. Bibliografia

ALVIM, Pedro. *O Contrato de Seguro*. 3ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 1999.

COMPARATO, Fábio Konder. *O Seguro de Crédito. Estudo Jurídico*. São Paulo, Ed. RT, 1968.

MIRANDA, Pontes. *Tratado de Direito Privado, Parte Especial*. t. XLVI. Rio de Janeiro, Borsói, 1964.

SANTOS, Ricardo Bechara. *Direito de Seguros no Código Civil e Legislação Própria*. Rio de Janeiro, Forense, 1999.

SILVA, Ivan de Oliveira. *Curso de Direito do Seguro*. São Paulo, Saraiva, 2008.

VIVANTE, Cesare. *Instituições de Direito Comercial*. 2ª ed. Sorocaba/SP, Ed. Minelli, 2007.

Outras fontes

Diário do Comércio e Indústria, 18.11.2011.
http://www.susep.gov.br
http://www.bcb.gov.br
http://www.cosif.com.br