



## 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

Ofício-Circular Conjunto nº 6/2023/CVM/SIN/SRPC

Rio de Janeiro, 10 de julho de 2023

Aos

Regimes Próprios de Previdência Social (“RPPS”) e prestadores de serviços de fundos de investimento

Assunto: Esclarecimentos sobre a aplicação das regras de desenquadramento passivo previstas na Resolução CMN nº 4.963, de 2021, relativas à classificação de risco de crédito dos ativos presentes nos fundos de investimento com recursos de RPPS e ao prazo para desinvestimentos que podem afetar as decisões de alocação de outros investidores.

1. A Resolução CMN nº 4.963, de 2021, revogou a Resolução CMN nº 3922, de 2010, e teve como objetivo atualizar e adequar as normas relacionadas a aplicação dos recursos pelos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS). O art. 29 desse ato normativo dispõe que a Secretaria de Previdência, atual Secretaria de Regime Próprio e Complementar do Ministério da Previdência Social, e a Comissão de Valores Mobiliários, editem regulamentações procedimentais para o seu cumprimento.

2. Além disso, a Resolução CMN nº 4.963, de 2021, estabeleceu a exigência de que os ativos dos fundos de investimento investidos pelos RPPS tenham baixo risco de crédito e incluiu um rol taxativo de situações involuntárias de desenquadramento que permitem a manutenção temporária das aplicações dos RPPS, por até 180 dias, desde que seja comprovado que o desenquadramento ocorreu de forma não intencional e que o desinvestimento acarretaria maiores riscos para o cumprimento dos princípios estabelecidos, conforme segue:

*Art. 27. Os regimes próprios de previdência social poderão manter em carteira, por até 180 (cento e oitenta) dias, as aplicações que passem a ficar desenquadradas em relação a esta Resolução, desde que seja comprovado que o desenquadramento foi decorrente de situações involuntárias, para as quais não tenha dado causa, e que o seu desinvestimento ocasionaria, comparativamente à sua manutenção, maiores riscos para o atendimento aos princípios previstos no art. 1º desta Resolução.*

*§ 1º Para fins do disposto no caput, são consideradas situações involuntárias:*

*I - entrada em vigor de alterações desta Resolução;*

*II - resgate de cotas de fundos de investimento por um outro cotista, nos quais o regime próprio de previdência social não efetue novos aportes;*

*III - valorização ou desvalorização de ativos financeiros do regime próprio de previdência social;*

*IV - reorganização da estrutura do fundo de investimento em decorrência de incorporação, fusão, cisão e transformação ou de outras deliberações da assembleia*



## 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

*geral de cotistas, após as aplicações realizadas pela unidade gestora do regime próprio de previdência social;*

*V - ocorrência de eventos de riscos que prejudiquem a formação das reservas e a evolução do patrimônio do regime próprio de previdência social ou quando decorrentes de revisão do plano de custeio e da segregação da massa de segurados do regime;*

*VI - aplicações efetuadas na aquisição de cotas de fundo de investimento destinado exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais, caso o regime próprio de previdência social deixe de atender aos critérios estabelecidos para essa categorização em regulamentação específica; e*

*VII - aplicações efetuadas em ativos financeiros que deixarem de observar os requisitos e condições previstos nesta Resolução.*

...

*Art. 7º ...*

*§ 5º Os responsáveis pela gestão de recursos do regime próprio de previdência social deverão certificar-se de que os direitos, títulos e valores mobiliários que compõem as carteiras dos fundos de investimento de que trata este artigo e os respectivos emissores são considerados de baixo risco de crédito.*

3. Essas modificações tiveram como objetivo trazer clareza e segurança jurídica, ao esclarecer as circunstâncias em que o desenquadramento pode ocorrer, e estabelecer diretrizes para a atuação dos gestores dos RPPS, uma vez que a Resolução CMN nº 3.922, de 2010, previa como desenquadramento passivo apenas aquele decorrente de valorização ou desvalorização de ativos.

4. Uma vez que esclarece as situações que serão consideradas como de desenquadramento passivo e estabelecer um prazo de 180 dias para a adoção de medidas pelos gestores de RPPS, em princípio, deveria sempre ser cumprido o prazo previsto no caput do art. 27 da Resolução CMN nº 4.963, de 2021, que determina o reenquadramento em até 180 dias das aplicações para desenquadramentos involuntários.

5. Entretanto, recentemente, a companhia Lojas Americanas S/A divulgou fatos relevantes a partir de 11 de janeiro de 2023 cuja consequência foi a de perdas significativas de seu valor de mercado. Depois, a empresa emitiu comunicado relevante ao mercado informando que deu entrada em pedido de Recuperação Judicial. No âmbito dos fundos de investimento e em linha com a regulamentação aplicável, tais ativos sofreram marcação imediata a mercado de seu valor, o que impactou de forma considerável e negativa os valores de cota a eles atribuídos.

6. Assim, os RPPS que possuem fundos de investimento com ativos de crédito emitidos pela companhia Lojas Americanas S/A passaram a se encontrar em uma situação de desenquadramento em relação ao inciso VII do art. 27 c/c com o § 5º do art. 7º da Resolução CMN nº 4963, de 2021, devido ao alto risco de crédito que esses ativos passaram a ter.



## 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. Contudo, duas questões precisam ser analisadas: i) interpretação quanto ao momento em que deve ser verificado o rebaixamento de nota do ativo financeiro privado presente nos fundos de investimento com recursos de RPPS, para aplicação das regras de desenquadramento passivo; e ii) as perdas implicadas pela imposição de desinvestimento aos RPPS no prazo normativo de 180 dias.

8. Em relação à primeira questão, ao analisarmos o conjunto normativo, é possível observar que o art. 27, combinado com o § 5º do art. 7º da Resolução CMN nº 4.963, de 2021, determinam tacitamente que a verificação do risco de crédito deve ser feita de forma contínua, não se limitando apenas ao momento da aplicação. Isso ocorre devido à obrigatoriedade de reenquadrar as aplicações que se tornarem não conformes com as normas mencionadas a qualquer momento. Além disso, o próprio inciso IV do § 1º do art. 1º estabelece que os responsáveis pela gestão dos RPPS devem adotar regras, procedimentos e controles que visam observar o disposto nessa Resolução.

9. A Resolução do CMN, ao enfatizar os critérios de monitoramento das aplicações, deixa claro que a verificação em relação ao enquadramento às normas deve ser realizada de maneira constante, não se restringindo ao momento do investimento inicial. O conceito de desenquadramento passivo, por sua vez, refere-se a um investimento que estava em conformidade com a norma no momento da aplicação, mas que, devido a circunstâncias involuntárias, ou seja, fora do controle do RPPS, deixou de atender às exigências da Resolução, requerendo-se, portanto, uma ação diligente por parte do regime próprio, nos termos do art. 27 da Resolução CMN nº 4963, de 2021, a fim de restabelecer a conformidade com as normas nela estabelecidas.

10. Assim, no caso de aplicações de RPPS nesses ativos por meio de fundos de investimento, a data de início da contagem do prazo de 180 dias deve se dar a partir do momento em que os administradores fiduciários desses fundos reconheceram a mudança no nível de qualidade de crédito desse emissor.

11. Já em relação à segunda questão, a imposição de desinvestimentos pelos RPPS dentro do prazo de 180 dias, conforme estabelecido no art. 27 da Resolução CMN nº 4963, de 2021, pode levar o fundo investido a sofrer relevante impacto de liquidez justo em um momento de estresse, além de ter impacto inclusive nas decisões de alocação de outros investidores desses fundos que possuem RPPS como cotistas, exercendo efeito pró-cíclico que pode majorar as perdas do RPPS.

12. É importante considerar que, no caso específico relacionado aos RPPS que possuem fundos de investimentos com ativos de crédito da companhia Lojas Americanas S/A, as possibilidades de perdas já estão devidamente precificadas pelos prestadores de serviço dos fundos, o que reserva pouca ou nenhuma vantagem na realização do desinvestimento em prazo certo, que, assim, apenas poderia acarretar consequências adversas aos cotistas.

13. Ademais, não custa lembrar que os gestores do fundo de investimento envolvidos, à luz de seus deveres fiduciários previstos na regulamentação da CVM a eles aplicável, já vêm envidando os



## 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

melhores esforços exigidos pelas circunstâncias para a recuperação do crédito, em nome do interesse tanto dos RPPS cotistas, assim como dos demais cotistas que investem nesses mesmos fundos.

14. Assim, nesse contexto, por se tratar de uma situação atípica e singular, e a expectativa ainda de que o processo de recuperação perdue por prazo superior ao previsto na regulamentação para o reenquadramento ordinário, é justificável autorizar que esses RPPS mantenham tais fundos em sua carteira por um prazo superior aos 180 dias estabelecidos, levando em conta as perdas que podem surgir com o desinvestimento precoce.

15. Portanto, a extensão do prazo de manutenção desses fundos específicos desenquadrados na carteira do RPPS além dos 180 dias é uma medida justificada e embasada na defesa, por parte desses cotistas, de seus melhores interesses diante das circunstâncias. Essa extensão se aplica aos fundos específicos, cujas carteiras foram afetadas pelo rebaixamento.

16. É importante ressaltar que o caput do artigo 27 da Resolução CMN 4963/2021, ao estabelecer o prazo de 180 dias para o desinvestimento dos ativos que ficaram desenquadrados em relação às diretrizes dessa resolução, confere ao gestor do RPPS a prerrogativa de tomar a decisão sobre o momento mais adequado para sair desses ativos. Ao estabelecer um prazo específico para o desinvestimento, a Resolução CMN nº 4963, de 2021, concede ao gestor do RPPS um espaço de tempo para avaliar com cautela e analisar as condições de mercado, considerando os potenciais riscos e impactos decorrentes do desinvestimento. Esse prazo permite ao gestor do regime realizar estudos e análises aprofundadas, bem como buscar alternativas que minimizem os prejuízos e maximizem seus resultados.

17. Além disso, cabe aos responsáveis pela gestão dos RPPS adotar medidas de controle de definir qual o melhor momento para o desinvestimento, com a observância ao que exige o art. 125 da Portaria MTP nº 1.467, de 2022, segundo o qual deverão ser identificados, analisados, avaliados, controlados e monitorados os riscos dos investimentos de recursos, "por meio de procedimentos e controles internos formalizados".

18. Finalmente, ressalta-se que a Comissão de Valores Mobiliários e a Secretaria de Regime Próprio e Complementar do Ministério da Previdência Social, nos termos do art. 29 da Resolução CMN nº 4.963, de 2021, e dos Acordos de Cooperação Técnica publicados em 24 de dezembro de 2015 e 16 de dezembro de 2020, têm, ao longo dos últimos anos, intensificado o intercâmbio de informações e a execução de ações coordenadas de supervisão dos segmentos sob sua responsabilidade, visando alcançar maior eficiência e eficácia em suas respectivas áreas de atuação.

Atenciosamente,

*Assinado digitalmente por*

**DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO**

Superintendente de Supervisão de Investidores  
Institucionais

*Assinado digitalmente por*

**PAULO ROBERTO DOS SANTOS PINTO**

Secretário de Regime Próprio e Complementar