



## PARECER SEI Nº 146/2024/MPS

### INTRODUÇÃO

1. Considerando dúvidas recorrentes de gestores de Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) no âmbito das fiscalizações realizadas por este Departamento dos Regimes Próprios de Previdência Social (DRPPS), o presente Parecer tem como propósito alinhar entendimentos sobre o processo decisório de aplicação em ativos de renda fixa de emissão de instituições financeiras bancárias, tais como Certificados de Depósito Bancário (CDB) e Letras Financeiras em cotas de fundos de investimentos e em títulos de emissão do Tesouro Nacional, conforme preconizado nos artigos 7º ao 11 da Resolução CMN nº 4.963, de 25 de novembro de 2021, e também considerando a necessidade de que os regimes próprios realizem o devido credenciamento, com criteriosa análise e motivação, inclusive dos riscos envolvidos, não só das instituições financeiras que receberão os recursos e das que farão a sua administração ou gestão em caso de fundos de investimento, bem como de intermediários eventualmente utilizados nessas operações, posto que são participantes do processo decisório, nos termos previstos nos § 4º e § 5º do art. 1º dessa Resolução.

2. Para isso, o Parecer descreve, em linhas gerais, o processo decisório dos investimentos dos RPPS, que deve ser utilizado pelos responsáveis pelos RPPS como subsídio para a correta aplicação de recursos dos segurados desses regimes. Da mesma forma, serve de apoio para respostas e orientações desse Departamento a outras questões específicas.

3. Nesse escopo, busca-se examinar criticamente a viabilidade dessa abordagem em contraste com a alternativa de efetuar a aquisição direta desses ativos junto à instituição financeira emissora do ativo ou de cotas de classes de fundos de investimentos junto ao seu administrador. Este estudo, pautado em fundamentos normativos e estratégicos, almeja fornecer percepções substanciais para embasar a tomada de decisões por parte dos RPPS quanto ao instrumental e às vias operacionais disponíveis para a implementação das políticas de investimentos em conformidade com a legislação vigente.

4. A abordagem dos principais aspectos normativos pertinentes ao processo decisório de investimentos, delineados pela Resolução CMN nº 4.963/2021 e pela Portaria MTP nº 1.467, de 02 de junho de 2022, configura-se como um imperativo na compreensão do arcabouço regulatório que baliza as práticas adotadas pelos RPPS. Este exame aprofundado contemplará os atores envolvidos, as distintas etapas do processo decisório, as atribuições e responsabilidades inerentes, além de abordar cuidados específicos e a relevância intrínseca de demonstrar a motivação subjacente à escolha do ativo, da instituição financeira e, eventualmente, a do intermediador quando a opção de aquisição direta junto à instituição financeira emissora ou ao administrador se apresenta como uma alternativa.

5. No âmbito da Resolução CMN nº 4.963/2021, os dispositivos concernentes ao processo decisório de investimentos delineiam as diretrizes para a gestão dos recursos dos RPPS. Destacam-se os atores envolvidos, compreendendo gestores, conselheiros, e colegiados responsáveis pela elaboração e execução das políticas de investimentos. As etapas do processo, como a elaboração da política de investimentos e a seleção criteriosa de prestadores de serviço, são delineadas, refletindo a busca por uma governança eficiente e alinhada aos **objetivos previdenciários**.

6. Esse ponto merece destaque e norteia a própria existência do regime próprio: todos os participantes do processo decisório de investimentos do RPPS devem atuar se guiando pela **finalidade**

**previdenciária dos recursos, que pertencem a uma coletividade** - os segurados e beneficiários e as escolhas dos ativos e não podem perder de vista os princípios de "segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, motivação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência" elencados na Resolução do CMN, "proteção e prudência financeira" ditadas pela Lei de Responsabilidade Fiscal e a exigência prevista na Lei nº 9.717/98 de que as instituições escolhidas pelo regime tenham "boa qualidade de gestão, ambiente de controle interno, histórico e experiência de atuação, solidez patrimonial, volume de recursos sob administração e outros destinados à mitigação de riscos".

7. A Portaria MTP nº 1.467/2022, por sua vez, complementa o arcabouço normativo, fornecendo orientações de operacionalização específicas sobre a escolha de ativos e prestadores de serviço e demais aspectos operacionais. Destacam-se, ainda, as responsabilidades atribuídas aos gestores dos RPPS na diligente condução do processo decisório. Cuidados e prudências são ressaltados, visando mitigar riscos e assegurar a conformidade com as normas estabelecidas. Nesse ponto, esse ato normativo dedica-se a estabelecer parâmetros mínimos a serem aplicados pelos regimes próprios na avaliação e gestão de riscos das aplicações (investimento e desinvestimento) dos recursos. Registre-se que, de forma complementar a este Parecer, a Nota Técnica SEI nº 203/2024/MPS, de 29, de abril de 2024 (disponível no site do MPS em <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps>) aborda as questões relativas à análise de riscos dos ativos a serem aplicados pelos RPPS, especialmente no que se refere aos seus emissores e a **exigência de que sejam considerados como de baixo risco de crédito**.

8. Um ponto de destaque reside na necessidade de se evidenciar de forma clara e fundamentada a escolha do ativo financeiro, do seu emissor, das características dos fundos de investimento e de seus prestadores de serviço essenciais (gestor e administrador), e dos demais participantes do mercado, inclusive, eventualmente, do intermediador, especialmente quando se avalia a possibilidade de o regime próprio adquirir/investir diretamente no ativo. A demonstração da motivação por trás dessa decisão assume papel crucial, exigindo uma análise criteriosa das variáveis envolvidas, tais como custos, eficiência operacional, e a busca pela maximização do retorno financeiro.

9. Além das regras e parâmetros gerais que regem os RPPS, é importante destacar que também há normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e de autorregulação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) relacionadas aos intermediários do mercado financeiro e de capitais, tais como corretoras, distribuidores, agentes autônomos de investimentos (atualmente denominados assessores de investimento), entre outros.

10. Outrossim, registre-se a imperativa natureza pública da gestão dos RPPS e dos recursos previdenciários administrados e aplicados no mercado financeiro e de capitais, o que impõe a estrita observância das normas e princípios que regem a Administração Pública e que atraem nessa seara a efetiva comprovação, entre outros, da transparência, motivação, finalidade e economicidade dos atos praticados, bem como a sujeição de eventuais responsáveis por atos que descumpram esses preceitos às penalidades previstas nas normas.

11. Em síntese, a análise desses dispositivos normativos permite uma compreensão abrangente do processo decisório de investimentos pelos RPPS, oferecendo subsídios para uma condução diligente e alinhada às melhores práticas de gestão previdenciária.

12. Este Departamento tem recebido alertas dos próprios participantes do mercado manifestando preocupação sobre critérios que possam estar sendo adotados pelos regimes próprios e eventual influência de entes federativos nas escolhas de ativos, de dúvidas sobre o racional de opção do regime por aplicação por meio de intermediários e diversas outras consultas reportadas por meio do Sistema de Gestão de Consultas e Normas (Gescon-RPPS), que solicitam orientações sobre diversas questões relativas ao processo decisório de investimentos, tais como:

- a) realização de cadastro dos Agentes Autônomos de Investimento (atuais Assessores de Investimentos nos termos da regulamentação da CVM) no Sistema de Informações dos Regimes Públicos de Previdência Social - Cadprev;
- b) a possibilidade de o credenciamento de instituição financeira poder ser restringido pelo RPPS às segmentações S1 e S2 da regulamentação prudencial do Banco Central do Brasil (Bacen), no que se refere ao risco;

- c) a possibilidade de uma instituição financeira enquadrada no segmento S3, que não conste da lista exaustiva publicada por este Departamento, e que emita Certificado de Depósito Bancário (CDB) e Letra Financeira, estar elegível para receber aplicações de RPPS;
- d) a existência de algum impedimento normativo para se credenciar uma instituição financeira emissora de ativos financeiros que não conste na lista exaustiva;
- e) o tipo de Letra Financeira, considerando seus diversos tipos (sênior, subordinada, subordinada complementar, garantida etc), que os RPPS podem adquirir;
- f) a existência de restrições de instituição financeira no mercado financeiro para atuar com RPPS;
- g) classificação de risco/rating de instituições financeiras emissoras de títulos ou de classes de fundos de investimento; e
- h) a análise dos riscos envolvidos em aquisição direta de ativos financeiros de renda fixa de emissão de instituição financeira bancária e em classes de fundos de investimento cujas carteiras possuam grande exposição a esses papéis.

13. Complementarmente, também recebemos correio eletrônico da Associação Brasileira de Instituições de Previdência Estaduais e Municipais (ABIPEM) a este Departamento dos Regimes Próprio de Previdência Social (DRPPS) do Ministério da Previdência Social (MPS).

14. A consultante inicia informando que, considerando a enorme diferença patrimonial entre as instituições financeiras que compõe os grupos da regulação prudencial do Bacen, questiona-se sobre o processo de aquisição de títulos privados (Certificados de Depósito Bancário e Letras Financeiras).

15. Continua informando que, conforme previsto na regulamentação vigente, a administração dos recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) precede de autorização concedida pelo seu órgão superior de deliberação e controle, na Política Anual de Investimentos. Neste sentido, não só o montante a ser objeto de investimento, mas a forma de aquisição e o risco envolvido devem estar previamente mapeados, a fim de que os investimentos sejam feitos de forma escorreita.

16. Após, informa que, de outro modo, como a maioria das aquisições se faz com prazo de vencimento do título acima de dois anos, é essencial que se declare que a iliquidez do título não acarretará prejuízo no pagamento de benefícios previdenciários. Salvo melhor juízo, somente os RPPS detentores de estudos de Asset Liability Management (ALM) poderiam firmar tal declaração. Neste sentido, não existindo ALM, deveria o RPPS ter um estudo interno onde se asseverasse qual o período em que não há risco para aquisição de ativos com prazo de liquidez acima de dois anos

17. Sendo assim, a consultante questiona sobre o entendimento deste DRPPS a respeito dos seguintes procedimentos a serem realizados anteriormente à aquisição de ativos de renda fixa emitido por instituição financeira bancária:

"1. na aquisição de Letra Financeira e de CDB, deverá o RPPS previamente especificar o risco inerente a cada uma destes participantes do mercado financeiro tendo, entre outros critérios, o tamanho do mesmo, seu capital social, sua participação no mercado financeiro e sua nota de *rating* como instituição, a fim de precificar o risco inerente ao cada um dos emissores dos títulos privados?

2. para autorizar a aquisição, é essencial que detenha o RPPS um estudo de ALM?

3. Em não havendo ALM, qual o procedimento esperado que autorize a compra de ativos com liquidez superior há dois anos?

4. deverá o RPPS elencar qual o diferencial de juros que justifique a aplicação de ativos de emissão de um emitente menor em detrimento de um maior, ou seja, qual a taxa de juros que compense a aquisição de ativos privados de um emitente S3 em relação a um S2 e, destes, em relação a um S1?

5. Referido estudo deve ser objeto de prévia análise de risco prevista na legislação e deve ser

formalizado um quadro descritivo para que se demonstre que o risco assumido quando da compra de ativos de instituições de menor porte justifique o retorno escolhido?

6. Para tal decisão deverá o RPPS cotar em iguais condições de volume, prazo e taxa de juros do papel os valores oferecidos ao mercado pelos participantes S1, S2 e S3, a fim de lastrear a sua decisão em princípios de proteção ao patrimônio do servidor participante deste RPPS?

7. Neste mesmo estudo deve haver comparativo entre os juros pagos pelos títulos públicos passíveis de aquisição, a fim de se confrontar também o risco x retorno em relação aos mesmos?

8. O RPPS deverá prever o montante por emissor, a fim de garantir que a diversificação dos investimentos atenda ao descorrelacionamento entre ativos de mesma classe, protegendo o RPPS de riscos de crédito acima do desejado, ante a inexistência de garantia acima do previsto pelo fundo garantidor, ou até sem qualquer garantia?

9. O RPPS deverá indicar previamente a fonte de consulta que lastreou os estudos que aprovaram o investimento, bem como os riscos previstos pela diferenciação entre a solidez dos emissores possíveis?

10. Na aquisição, deverá o RPPS comprovar ter cotado um número importante de emissores, por tipo de tamanho e solidez, a fim de justificar a aquisição dos ativos colocados em carteira?

18. A consulente continua com os seguintes questionamentos sobre procedimentos a serem realizados após a aquisição de ativos de renda fixa emitido por instituição financeira bancária:

"O RPPS deverá verificar se o valor oferecido ao mesmo, dentro das mesmas condições de volume, prazo e taxa foi ofertado pelo emissor ao mercado, evitando compras futuras em caso de distorção?"

"Se o RPPS não tiver cumprido o que está disposto na Resolução CMN nº 4.963/2021 e na Portaria MTP nº 1.467/2022, os participantes da operação podem responder ao que está previsto no artigo 8º-A da Lei 9.717/1998?"

19. Considerando a semelhança do tema abordado inicialmente com o tema da consulta, optou-se por elaborar uma única resposta abrangente por meio deste Parecer. Tal decisão se justifica pela natureza convergente e complementar dos temas, possibilitando uma abordagem integrada e mais eficiente.

20. Diante da extensão e complexidade dos questionamentos apresentados pelas consulentes, optou-se pela adoção de uma abordagem metodológica que favorece a organização e clareza das informações, que busque tratar dos vários aspectos envolvidos nas temáticas apresentadas, assim, optou-se por uma estrutura de documento que possa ser utilizado como orientação aos regimes próprios. Tal procedimento visa não apenas facilitar a compreensão e análise das informações pertinentes, mas também assegurar a precisão e rigor técnico necessários à condução dos multifacetados temas apresentados.

21. É o breve relatório.

## **ARCABOUÇO NORMATIVO DAS APLICAÇÕES DOS RECURSOS DOS RPPS**

22. Os RPPS são constituídos mediante lei de cada ente federativo com a finalidade de prover os direitos previdenciários dos servidores públicos titulares de cargos efetivos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, devendo assegurar o caráter contributivo e solidário, observados os critérios que preservem o equilíbrio financeiro e atuarial, em consonância com os preceitos dos arts. 40 e 249 da Constituição Federal.

23. A Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998, que, com o advento da Emenda Constitucional nº 103, de 13 de novembro de 2019, *caput* do art. 9º, foi recepcionada no arcabouço normativo brasileiro com status de Lei Complementar, desempenha um papel essencial no aspecto da aplicação de recursos ao estabelecer as regras gerais para a organização e funcionamento dos RPPS.

24. De acordo com o inciso IV do art. 6º dessa Lei, a aplicação dos recursos previdenciários sob a responsabilidade dos RPPS deve ser realizada de acordo com as normas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), devendo, este, considerar, entre outros aspectos, **a natureza pública das unidades gestoras desses regimes e dos recursos aplicados**, exigindo a observância dos princípios de segurança, proteção e prudência financeira.

25. A natureza pública dos recursos previdenciários no âmbito dos RPPS constitui um princípio fundamental que permeia a gestão desses fundos destinados à provisão de benefícios previdenciários aos servidores públicos. Essa característica intrínseca advém da origem compulsória das contribuições, que são recolhidas dos servidores ativos, inativos e pensionistas vinculados ao regime próprio, além da contribuição paga pelo ente público.

26. A compulsoriedade das contribuições previdenciárias estabelece uma vinculação incontestável com o setor público, uma vez que os servidores são obrigados a contribuir para o sistema previdenciário como parte integrante de sua relação laboral com o ente federativo. Tal característica reflete, portanto, o caráter público e estatal do sistema previdenciário, que visa assegurar a proteção social dos servidores ao longo de suas carreiras e na aposentadoria.

27. O financiamento dos RPPS, oriundo das contribuições dos servidores e do ente federativo, entre outras fontes de financiamento, implica um dever estatal de custear os benefícios previdenciários. Essa responsabilidade pública é reforçada pelo compromisso de prover uma aposentadoria digna e a cobertura previdenciária adequada aos servidores, alinhando-se com os princípios da seguridade social. A Constituição Federal (art. 167, XII) e a Lei nº 9.717/98 (art. 1º, III) estabelecem apenas duas destinações dos recursos dos RPPS: pagamento dos benefícios previdenciários do respectivo fundo vinculado àquele regime e pagamento despesas necessárias à sua organização e ao seu funcionamento.

#### **Constituição Federal**

Art. 167 São vedados:

XII - na forma estabelecida na lei complementar de que trata o § 22 do art. 40, a utilização de recursos de regime próprio de previdência social, incluídos os valores integrantes dos fundos previstos no art. 249, para a realização de despesas distintas do pagamento dos benefícios previdenciários do respectivo fundo vinculado àquele regime e das despesas necessárias à sua organização e ao seu funcionamento; (Incluído pela Emenda Constitucional nº 103, de 2019)

#### **Lei nº 9.717/1998**

Art. 1º Os regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal deverão ser organizados, baseados em normas gerais de contabilidade e atuária, de modo a garantir o seu equilíbrio financeiro e atuarial, observados os seguintes critérios:

III - as contribuições e os recursos vinculados ao Fundo Previdenciário da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios e as contribuições do pessoal civil e militar, ativo e inativo, e dos pensionistas, somente poderão ser utilizadas para pagamento de benefícios previdenciários dos respectivos regimes, ressalvadas as despesas administrativas estabelecidas no art. 6º, inciso VIII, desta Lei, observado os limites de gastos estabelecidos em parâmetros gerais; (Redação dada pela Medida Provisória nº 2.043-20, de 28/07/2000)

28. A natureza pública dos recursos previdenciários nos RPPS também se reflete na finalidade específica desses fundos, destinados à concessão de benefícios previdenciários, como aposentadorias e pensões, visando assegurar o bem-estar dos servidores públicos ao longo de sua trajetória pós-laboral. Essa natureza dos recursos não apenas estabelece um compromisso estatal com a previdência dos servidores, mas também evidencia a importância da gestão transparente, eficiente e responsável desses recursos, contribuindo para a sustentabilidade do sistema previdenciário e para a preservação dos direitos previdenciários dos beneficiários vinculados ao regime próprio.

29. Além disso, a gestão pública dos recursos previdenciários no âmbito dos RPPS é orientada por diversos princípios que regem a Administração Pública. A administração desses recursos segue normativas específicas e está sujeita a fiscalização por órgãos de controle, garantindo a adequada aplicação

dos recursos em consonância com os preceitos legais.

30. A Administração Pública, por intermédio de suas entidades (pessoas jurídicas), de seus órgãos (centros de decisão) e de seus agentes (pessoas físicas investidas em cargos e funções) pratica os atos de gestão – atos administrativos –, instrumentos por meio dos quais se colocam em prática o seu funcionamento regular na prestação de serviços públicos. No caso dos RPPS, o serviço público prestado relaciona-se à gestão da previdência dos servidores do ente federativo.

31. A Constituição Federal de 1988 dispõe sobre diversos princípios que devem nortear a “administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios”, ou seja, tanto a organização dos órgãos públicos quanto a atuação dos seus respectivos agentes devem ser pautadas por esses princípios constitucionais de forma a garantir a prestação satisfatória dos serviços públicos que cumpram os objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil e assegurem os direitos individuais e coletivos nela previstos.

32. Os princípios básicos a regerem a organização e o funcionamento da Administração Pública estão previstos no art. 37 da Constituição, mas diversos outros têm previsão ou emanam do texto constitucional. Dentre os princípios gerais, cite-se o princípio da motivação, que exige que os atos administrativos, em especial, as decisões exaradas pelos agentes públicos nos processos submetidos à Administração Pública, sejam fundamentados nas normas e princípios que os regem e se dê transparência a essa motivação. O princípio da finalidade é a razão da organização da Administração Pública, que deve sempre tomar todas as providências tendo por fim o bem comum (o interesse público).

33. Quanto aos princípios específicos trazidos pelo art. 37 da Constituição Federal, que trata dos parâmetros constitucionais a serem observados pela administração pública, são enumerados nesse dispositivo constitucional os princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência. Assim, qualquer norma ou procedimento que verse sobre a organização, funcionamento e prestação de serviços públicos devem observá-los.

34. O princípio da legalidade emana do Estado de Direito preconizado pela Constituição e, na seara administrativa, o agente público só pode atuar dentro dos limites legais, ou seja, somente pode fazer o que está previsto nas normas e deve fazer o que está previsto normativamente. Não pode desviar-se do previsto nas normas.

35. O princípio da impessoalidade diz, por exemplo, que o administrador público deve fazer cumprir as normas, sem favorecer ou desfavorecer nenhum cidadão ou instituição, sempre atendendo a vontade da lei – norma geral e abstrata, conferindo tratamento igual e com neutralidade.

36. O princípio da moralidade versa sobre a atuação ética, probo do agente– vale dizer –, e é o princípio que consagra a honestidade, não se desviar da norma, segui-la em prol do interesse público e nunca para obter vantagem para si ou para outrem. A análise da finalidade/interesse público do ato administrativo praticado pelo agente ou de sua conduta é o principal instrumento para aferir o cumprimento da moralidade.

37. Por sua vez, pelo princípio da publicidade, os atos da administração devem ser públicos e garantido o acesso às informações, a não ser que o sigilo seja necessário para a segurança e para preservar a intimidade.

38. O princípio da eficiência, inserido de forma expressa pelo constituinte derivado no art. 37, versa sobre a necessidade de que os recursos públicos sejam utilizados da melhor forma possível para atingir o objetivo da prestação do serviço público. Embora não arrolado no art. 37, mas previsto no art. 70, o princípio da economicidade (custo/benefício) complementa/potencializa o da eficiência.

39. Alinhado com o exposto, a Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000, também conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), estabelece diretrizes importantes para os RPPS. Segundo a norma, os recursos dos RPPS devem ser aplicados nas condições de mercado, observando rigorosamente os limites e condições de proteção e prudência financeira:

**Lei Complementar nº 101/2000**

Art. 43. As disponibilidades de caixa dos entes da Federação serão depositadas conforme

estabelece o § 3º do art. 164 da Constituição.

§ 1º As disponibilidades de caixa dos regimes de previdência social, geral e próprio dos servidores públicos, ainda que vinculadas a fundos específicos a que se referem os arts. 249 e 250 da Constituição, ficarão depositadas em conta separada das demais disponibilidades de cada ente e aplicadas nas condições de mercado, com observância dos limites e condições de proteção e prudência financeira.

40. Essa exigência visa garantir a segurança e sustentabilidade dos investimentos realizados pelos RPPS, evitando a exposição excessiva a riscos e assegurando uma gestão financeira responsável e transparente.

41. Conforme mencionado, a aplicação de recursos deve ser realizada conforme as normas estabelecidas pelo CMN, definido pela Lei nº 4.595/1964 como o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional, com a competência de formular as políticas monetárias e de crédito, visando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do país. Desde 1999, o CMN edita resoluções que tratam especificamente das aplicações e investimentos dos recursos dos RPPS. Em 3 de janeiro de 2022, entrou em vigor a Resolução CMN nº 4.963, de 25 de novembro de 2021, que é a norma atualmente em vigor que dispõe sobre tal tema.

42. A atual Resolução CMN considera, no estabelecimento de diretrizes e limites para as aplicações de recursos dos RPPS, aspectos como a diversificação de ativos, a mitigação de riscos e a busca por melhores retornos. Além disso, a Resolução CMN nº 4.963/2021 visa promover maior transparência e governança nas operações dos RPPS, estabelecendo regras para a seleção e acompanhamento dos investimentos.

43. De início, o inciso I do § 1º do art. 1º da Resolução CMN nº 4.963/2021 estabelece que, na aplicação dos recursos dos RPPS, os responsáveis pela gestão do regime próprio devem observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, motivação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência.

44. A segurança dos recursos é um dos pilares essenciais, visando garantir a preservação do patrimônio do RPPS. Além disso, a rentabilidade e a solvência também são princípios norteadores, uma vez que o RPPS busca obter resultados positivos e sustentáveis no longo prazo.

45. A liquidez dos ativos é outro aspecto relevante, uma vez que o RPPS deve estar apto a honrar suas obrigações de pagamento de benefícios e despesas administrativas de forma ágil e eficiente. A motivação também se faz presente, uma vez que se visa evitar perdas desnecessárias e preservar a estabilidade financeira do RPPS.

46. A adequação à natureza das obrigações é um princípio que estabelece que os ativos do fundo devem ser compatíveis com os compromissos assumidos pelo RPPS, levando em consideração o perfil e as características do plano de benefícios, inclusive, a maturidade de sua massa e ao fluxo de receitas e despesas do plano. Por fim, a transparência é um princípio que garante a prestação de informações claras e acessíveis, permitindo o acompanhamento e controle adequados das atividades do RPPS.

47. O CMN estabeleceu, portanto, que os princípios elencados no inciso I do § 1º do art. 1º da Resolução devem ser atendidos previamente a qualquer ação, não apenas no processo de aplicação, mas também na manutenção ou desinvestimento dos recursos.

48. Além disso, cuidou o CMN de dirigir-se especialmente aos responsáveis pelas aplicações de recursos dos RPPS na escolha dos ativos e instituições que receberão os recursos do regime:

**Resolução CMN nº 4.963/2021**

Art. 1º Os recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios nos termos da Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998, devem ser aplicados conforme as disposições desta Resolução.

§ 1º Na aplicação dos recursos de que trata esta Resolução, os responsáveis pela gestão do regime próprio de previdência social devem:

I - observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, motivação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência;

**II - exercer suas atividades com boa fé, lealdade e diligência;**

**III - zelar por elevados padrões éticos;**

**IV - adotar regras, procedimentos e controles internos** que visem garantir o cumprimento de suas obrigações, respeitando a política de investimentos estabelecida, observados os segmentos, limites e demais requisitos previstos nesta Resolução e os parâmetros estabelecidos nas normas gerais de organização e funcionamento desses regimes, em regulamentação da Secretaria de Previdência;

V - realizar com diligência a seleção, o acompanhamento e a avaliação de prestadores de serviços contratados;

VI - realizar o prévio credenciamento, o acompanhamento e a avaliação do gestor e do administrador dos fundos de investimento e das demais instituições escolhidas para receber as aplicações, observados os parâmetros estabelecidos de acordo com o inciso IV.

§ 7º O regime próprio de previdência social deverá manter registro, por meio digital, de todos os documentos que **suportem a tomada de decisão** na aplicação de recursos. (grifos nossos)

49. Por sua vez, cuidou o CMN por contemplar, no escopo de cumprimento da Resolução das aplicações de recursos dos RPPS, todos que participam, direta ou indiretamente, da gestão do regime:

**Resolução CMN nº 4.963/2021**

Art. 1º .....

§ 4º Entendem-se por responsáveis pela gestão, para fins desta Resolução, as pessoas que participam do processo de análise, de assessoramento e decisório sobre a aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social e os participantes do mercado de títulos e valores mobiliários no que se refere à distribuição, intermediação e administração dos ativos aplicados por esses regimes.

§ 5º Incluem-se no rol de pessoas previstas no § 4º, na medida de suas atribuições, **os gestores, dirigentes e membros dos conselhos e órgãos colegiados de deliberação, de fiscalização ou do comitê de investimentos do regime próprio de previdência social, os consultores e outros profissionais que participem do processo de análise, de assessoramento e decisório sobre a aplicação dos recursos do regime próprio de previdência social, diretamente ou por intermédio de pessoa jurídica contratada e os agentes que participam da distribuição, intermediação e administração dos ativos aplicados por esses regimes.** (grifo nosso)

§ 6º O regime próprio de previdência social deve definir claramente a separação de responsabilidades de todos os agentes que participem do processo de análise, avaliação, gerenciamento, assessoramento e decisão sobre a aplicação dos recursos, inclusive com a definição das alçadas de decisão de cada instância.

50. Observa-se, portanto, que o CMN incorporou, expressamente, diversos comandos que visam assegurar o cumprimento dos princípios da Administração Pública, além de prever em consonância com o inciso II do parágrafo único do art. 6º da Lei nº 9.717/98, como um dos requisitos para seleção de instituições e agentes com os quais o RPPS terá relação, o seu histórico e a experiência de atuação:

**Resolução CMN nº 4.963/2021**

Art. 1º .....

§ 3º Os parâmetros para o credenciamento das instituições de que trata o inciso VI do § 1º deverão contemplar, entre outros, **o histórico e a experiência de atuação**, o volume de recursos sob a gestão e administração da instituição, a solidez patrimonial, a exposição a risco reputacional, padrão ético de conduta e aderência da rentabilidade a indicadores de desempenho. (grifo nosso)

51. A Resolução CMN, também, para cumprimento dos princípios da boa fé, lealdade e da ética, cuidou de vedar, expressamente, quaisquer remunerações de participantes do mercado e de prestadores de serviço, do RPPS e dos fundos investidos que não sejam as regularmente previstas na regulação aplicável:

**Resolução CMN nº 4.963/2021**

Art. 24. Na hipótese de contratação objetivando a prestação de serviços relacionados à gestão dos recursos do regime próprio de previdência social:



I - a contratação deverá recair sobre pessoas jurídicas;  
II - a regulamentação específica da Comissão de Valores Mobiliários para os prestadores de serviço por esta regulados deverá ser observada;  
III - a contratação sujeitará o prestador e as partes a ele relacionadas, direta ou indiretamente, em relação às aplicações dos recursos do regime próprio de previdência social, a fim de que:

**a) não recebam qualquer remuneração, benefício ou vantagem que potencialmente prejudiquem a independência na prestação de serviço;**

b) não figurem como emissores dos ativos ou atuem na originação e estruturação dos produtos de investimento.

§ 1º O regime próprio de previdência social deverá manter política de contratação e monitoramento periódico dos prestadores de serviço, de forma a verificar, no mínimo, que os prestadores cumprem, satisfatoriamente:

I - os requisitos e condições estabelecidos na legislação aplicável;

II - as condições, exigências e finalidades estabelecidas no contrato.

§ 2º O regime próprio de previdência social deve avaliar a capacidade técnica e potenciais conflitos de interesse de seus prestadores de serviços e das pessoas que participam do processo decisório, inclusive por meio de assessoramento.

§ 3º O **conflito de interesse** será configurado em quaisquer situações em que possam ser identificadas ações que não estejam alinhadas aos objetivos do regime próprio de previdência social independentemente de obtenção de vantagem para si ou para outrem, da qual resulte ou não prejuízo. (grifos nossos)

Art. 28. É vedado aos regimes próprios de previdência social:

VIII - remunerar quaisquer prestadores de serviço relacionados direta ou indiretamente aos fundos de investimento em que foram aplicados seus recursos, de forma distinta das seguintes:

a) taxas de administração, performance, ingresso ou saída previstas em regulamento ou contrato de carteira administrada; ou

b) encargos do fundo, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários;

52. Pela aplicação dos princípios norteadores da Administração Pública e os deveres de ética, boa-fé e lealdade, essas proibições alcançam também qualquer participante do processo decisório de aplicação dos recursos com vínculo com o ente federativo e com o RPPS, que não podem receber nenhuma espécie de remuneração ou vantagem relacionada a essas aplicações.

53. É importante salientar que o art. 29 da referida Resolução prevê que a Secretaria de Previdência, atualmente, Secretaria de Regime Próprio e Complementar do Ministério da Previdência Social (MPS), pode estabelecer regulamentações operacionais complementares.

54. Nessa seara, destaca-se a relevância da Portaria MTP nº 1.467/2022, que disciplina os parâmetros de gestão dos RPPS com base no art. 9º, II, da Lei nº 9.717/98. Mais especificamente, essa Portaria desempenha um papel fundamental ao operacionalizar a regulamentação prevista na Resolução CMN que trata das aplicações, investimentos e monitoramento dos recursos do RPPS.

55. A Portaria assume um caráter normativo ao trazer diretrizes específicas para a atuação dos RPPS no que concerne às aplicações e investimentos realizados. Ao estabelecer parâmetros e diretrizes, ela busca fornecer um arcabouço jurídico sólido e detalhado que norteie as decisões dos gestores de RPPS.

56. Destaque-se também a previsão na Resolução do CMN da finalidade dos recursos do regime próprio e de sua gestão de forma independente dos demais recursos do ente:

#### **Resolução CMN nº 4.963/2021**

Art. 3º Para efeito desta Resolução, são considerados recursos:

§ 1º Os recursos dos regimes próprios de previdência social visam à constituição das reservas garantidoras dos benefícios do regime e devem ser mantidos e controlados de forma segregada dos recursos do ente federativo e geridos, em conformidade com a política de investimento estabelecida e os critérios para credenciamento de instituições e contratações, de forma independente.

## NORMAS DE REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DE INTERMEDIÁRIOS

57. O Mercado de Capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem por finalidade proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar o seu processo de captação de recursos.

58. O art. 5º da Lei nº 4.728/1965, que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento, desempenha um papel fundamental ao estabelecer as bases e medidas para o desenvolvimento desse mercado no Brasil, delineando a estrutura do mercado de capitais ao incluir os seus participantes.

### **Lei nº 4.728/1965**

Art. 5º O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído:

- I - das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros;
- II - das instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;
- III - das sociedades ou empresas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11;
- IV - **das sociedades ou empresas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários**, e que estejam registradas nos termos do art. 12. (grifo nosso)

Art. 11. Depende de prévia autorização do Banco Central, o funcionamento de sociedades ou firmas individuais que tenham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição no mercado de títulos ou valores mobiliários.

Parágrafo único. Depende igualmente de aprovação pelo Banco Central:

- a) a modificação de contratos ou estatutos sociais das sociedades referidas neste artigo;
- b) a investidura de administradores, responsáveis ou prepostos das sociedades e empresas referidas neste artigo.

Art. 12. Depende de prévio registro no Banco Central o funcionamento de sociedades que tenham por objeto qualquer atividade de intermediação na distribuição, ou colocação no mercado, de títulos ou valores mobiliários.

59. Dentro do arcabouço do mercado de capitais, os intermediários desempenham um papel no seu funcionamento eficaz, atuando como agentes facilitadores na distribuição e negociação de títulos e valores mobiliários entre emissores e investidores. Ao serem reconhecidos pelo art. 5º da Lei nº 4.728/1965 como componentes essenciais do mercado de capitais, esses intermediários adquirem legitimidade e sujeição às normativas estabelecidas para promover a integridade e a eficiência desse mercado, contribuindo, também, para sua liquidez e transparência, tornando-o mais acessível e eficaz para os investidores. Entre os intermediários mais significativos estão as Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM), as Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM) e os Agentes Autônomos de Investimentos, atualmente denominados Assessores de Investimento.

60. Neste contexto, é importante destacar que o art. 9º-A da referida Lei confere ao Bacen a competência para disciplinar e autorizar as condições de constituição e funcionamento das CTVM e DTVM, além de exercer sua supervisão.

### **Lei nº 4.728/1965**

Art. 9º-A. Compete ao Banco Central do Brasil, observadas as diretrizes do Conselho Monetário Nacional, sem prejuízo do disposto na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976: (Incluído pela Lei nº 14.286, de 2021)

- I - disciplinar as condições de constituição e de funcionamento das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, das sociedades corretoras de câmbio e das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (Incluído pela Lei nº 14.286, de 2021)
- II - autorizar a constituição e o funcionamento e supervisionar as atividades das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, das sociedades corretoras de câmbio e das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 14.286, de 2021)

61. Essa prerrogativa atribuída ao Bacen visa assegurar uma supervisão efetiva e uma regulação adequada das atividades dessas instituições, que desempenham um papel crucial na intermediação e na promoção da liquidez no mercado de capitais. Ao estabelecer normas e exigências para a constituição e operação das corretoras e distribuidoras, o Bacen busca garantir a integridade e a estabilidade do sistema financeiro, bem como proteger os investidores contra práticas inadequadas ou fraudulentas.
62. Nessa seara, a Resolução CMN nº 5.008/2022 dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento das CTVM e DTVM. As CTVM e as DTVM atuam nos mercados financeiro e de capitais e no mercado cambial intermediando a negociação de títulos e valores mobiliários entre investidores e tomadores de recursos.
63. Essas instituições, na atividade de intermediação, oferecem serviços como plataformas de investimento pela internet (*home broker*), consultoria financeira, clubes de investimentos, financiamento para compra de ações (conta margem) e administração e custódia de títulos e valores mobiliários dos clientes. Na remuneração pelos serviços, essas instituições podem cobrar comissões e taxas.
64. As corretoras e as distribuidoras devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada. São supervisionadas tanto pelo Bacen quanto pela CVM. Com a Decisão Conjunta nº 17/2009, que autorizou as DTVM a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores, eliminou-se a principal diferença entre as CTVM e as DTVM, que hoje podem realizar praticamente as mesmas operações.
65. Constituem atividades das CTVM e DTVM aquelas delineadas conforme estabelecido no art. 2º da Resolução CMN nº 5.008/2022:

Art. 2º As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários têm por objeto social:

I - operar em recinto ou em sistema mantido por entidades administradoras de mercados de títulos ou valores mobiliários;

II - subscrever, isoladamente ou em consórcio com outras sociedades autorizadas, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda;

III - intermediar oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado;

IV - comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros, observada regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência;

V - encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários;

VI - incumbir-se da subscrição, da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários;

VII - exercer funções de agente fiduciário;

VIII - instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento;

IX - constituir sociedade de investimento - capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários;

X - exercer as funções de agente emissor de certificados e manter serviços de ações escriturais;

XI - emitir certificados de depósito de ações;

XII - intermediar operações de câmbio;

XIII - praticar operações no mercado de câmbio;

XIV - praticar operações de conta margem;

XV - realizar operações compromissadas;

XVI - praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros, nos termos da regulamentação editada pelo Banco Central do Brasil;

XVII - operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros, observada a regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil nas respectivas áreas de competência;

XVIII - prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais;

XIX - emprestar títulos e valores mobiliários integrantes das respectivas carteiras aos seus comitentes, exclusivamente nos termos previstos nesta Resolução e na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários;

XX - emitir moeda eletrônica, nos termos da regulamentação em vigor; e

XXI - exercer outras atividades expressamente autorizadas, em conjunto, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, quando sejam da mesma natureza e riscos das atividades mencionadas nos incisos anteriores.

66. Assim, as CTVM e as DTVM, dentre suas diversas atribuições, exercem um papel essencial na intermediação das operações realizadas no mercado de capitais entre o investidor e a instituição financeira. Essas instituições desempenham um papel fundamental ao facilitar a negociação de títulos e valores mobiliários, conectando investidores que desejam comprar ou vender ativos financeiros com as instituições emissoras ou detentoras desses ativos. Ao desempenhar essa função de intermediação, as CTVM e as DTVM contribuem para a eficiência e a liquidez do mercado de capitais, promovendo a realização de investimentos de forma segura e transparente, enquanto facilitam o acesso dos investidores aos produtos financeiros disponíveis no mercado. Dessa forma, sua atuação é crucial para o funcionamento eficaz e o desenvolvimento saudável do mercado de capitais como um todo.

67. Dentro deste contexto, é importante destacar os assessores de investimento (denominados anteriormente de *agentes autônomos de investimentos*) que representam outro tipo de intermediário no mercado financeiro e de capitais e são regulados pela Resolução CVM nº 178/2023. São pessoas naturais ou jurídicas que, sob a responsabilidade e como preposto de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, realizam as atividades de prospecção e captação de clientes devendo identificar todos os intermediários em nome dos quais atue; recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis; e prestam informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue.

68. A prestação de informações inclui as atividades de suporte, orientação e recomendações de investimento inerentes à relação comercial com os clientes, devendo o assessor de investimento assegurar-se de que as recomendações que efetue sejam compatíveis com as políticas, regras e procedimentos específicos dos intermediários referentes ao dever de verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente.

69. O exercício da atividade de assessor de investimento pressupõe a manutenção de contrato, por escrito, com um ou mais intermediários para a prestação dos serviços relacionados.

70. É permitido ao assessor de investimento o exercício de atividades complementares relacionadas aos mercados financeiro, de capitais, securitário e de previdência e capitalização, desde que observadas a legislação e regulamentação aplicáveis e que não sejam conflitantes com as atividades previstas retromencionadas, sendo exemplo de atividades conflitantes a administração de carteira de valores mobiliários; a consultoria de valores mobiliários; e a análise de valores mobiliários.

71. Para exercer as atividades de administração de carteira, de consultoria ou de análise de valores mobiliários, o assessor de investimento que seja registrado pela CVM para o exercício daquelas atividades na forma da regulamentação em vigor deve previamente requerer o cancelamento de seu credenciamento como assessor de investimento junto à entidade credenciadora.

72. De acordo com o art. 23 da Resolução CVM nº 178/2023, o assessor de investimento deve agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando no exercício da atividade todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e aos intermediários pelos quais tenha sido contratado.

73. Já o art. 25 relaciona o rol de vedações ao assessor de investimento:

**Resolução CVM nº 178/2023**

Art. 25. É vedado ao assessor de investimento:

I – receber de clientes ou em nome de clientes, ou a eles entregar numerário, títulos ou valores mobiliários ou outros ativos, ressalvado o recebimento de remuneração por serviços complementares e não conflitantes, nos termos do art. 7º;

II – ser procurador ou representante de clientes perante intermediários, para quaisquer fins;

III – contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários;

IV – atuar como preposto de intermediário com o qual não tenha contrato para a prestação

dos serviços previstos no art. 3º;

V – delegar a terceiros, total ou parcialmente, inclusive a outros assessores de investimento registrados nos termos do art. 11, a execução dos serviços que constituam objeto do contrato celebrado com o intermediário pelo qual tenha sido contratado;

VI – usar senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico; e

VII – confeccionar e enviar para os clientes extratos contendo informações sobre as operações realizadas ou posições em aberto.

74. Ainda, o intermediário responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por assessor de investimento por ele contratado, nos limites da atuação do assessor de investimento enquanto preposto do respectivo intermediário.

75. Por fim, a Resolução CVM nº 178/2023 representa uma atualização significativa no âmbito da regulação dos assessores de investimentos, estabelecendo regras gerais, competências e vedações essenciais relacionadas a essa função. Por meio dessa regulamentação, a CVM busca promover maior transparência, segurança e eficiência nas atividades desempenhadas pelos assessores de investimentos. A Resolução CVM delinea de forma mais clara as responsabilidades e deveres desses profissionais, definindo as competências necessárias para o exercício da atividade, bem como as vedações e limitações éticas inerentes à sua atuação. Essa medida visa aprimorar a qualidade dos serviços prestados pelos assessores, protegendo os investidores e promovendo a integridade do mercado de capitais.

76. Já a Resolução CVM nº 35, datada de 26 de maio de 2021, desempenha um papel crucial na atuação dos intermediários ao estabelecer normas e procedimentos a serem seguidos na intermediação de operações envolvendo valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. Essa Resolução tem como objetivo principal proporcionar um ambiente regulatório claro e consistente para as atividades de intermediação de operações com valores mobiliários. Ela aborda uma variedade de questões relacionadas à forma de atuação e às responsabilidades dos intermediários, como CTVM e DTVM, estabelecendo padrões de transparência, ética e proteção aos investidores. Dessa forma, a Resolução CVM nº 35/2021 desempenha um papel fundamental na promoção da integridade e eficiência dos mercados regulamentados de valores mobiliários, garantindo a equidade e a confiança nas operações realizadas nesses ambientes.

77. Os arts. 20 e 21 da Resolução CVM nº 35/2021 orientam os deveres dos intermediários à luz da possibilidade de existirem múltiplas entidades administradoras de mercado organizado negociando o mesmo valor mobiliário:

#### **Resolução CVM nº 35/2021**

Art. 20. **O intermediário deve adotar, na execução de ordens, todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente**, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.

§ 1º Ressalvado o disposto no § 2º, na aplicação dos critérios relacionados no caput para aferição da melhor execução de ordem proveniente de investidor não qualificado, conforme regulamentação específica, deve ser considerado como fator preponderante o desembolso total pela operação, representado pelo preço do valor mobiliário e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor.

§ 2º Quando houver instrução específica, o intermediário deve executar a ordem na condição indicada pelo cliente.

Art. 21. **O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a:**

**I – permitir que obtenha as melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes, atendido o disposto no art. 20;** (grifos nossos)

II – possibilitar, a qualquer tempo, a vinculação entre a ordem transmitida, a respectiva oferta e o negócio realizado; e

III – assegurar que tenha havido divulgação aos clientes a respeito:

a) dos mercados organizados em que o intermediário é admitido como participante; e

b) dos diferentes mercados organizados em que os valores mobiliários podem ser negociados, ainda que o intermediário não seja participante de todos esses mercados.

78. Em situações em que várias entidades administradoras de mercado organizado negociam o mesmo valor mobiliário, o intermediário deve agir em conformidade com os interesses e objetivos de seus clientes, tomando todas as medidas necessárias para garantir a melhor execução das ordens.

79. A Regra de Melhor Execução (*Best Execution*) é um princípio fundamental no âmbito do mercado de valores mobiliários, desempenhando um papel central na proteção dos interesses dos investidores e na integridade do mercado. É um princípio regulatório **que obriga os intermediários a buscarem a execução das ordens de seus clientes de maneira ótima e vantajosa para o cliente**. Em essência, ela estipula que os intermediários devem tomar todas as medidas razoáveis para obter o melhor preço e a melhor execução possível para as ordens de seus clientes, considerando fatores como preço, velocidade, probabilidade de execução e custos associados.

80. Os objetivos primários da Regra de Melhor Execução são o de promover a transparência, a eficiência e a equidade no mercado de valores mobiliários. Ao garantir que as ordens dos investidores sejam executadas da forma mais favorável possível, a regra busca minimizar o impacto negativo de custos de transação excessivos e assegurar que os investidores recebam um tratamento justo e imparcial por parte das instituições financeiras.

81. A Resolução CVM nº 35/2021, em seu art. 26-A, estabelece a obrigação para os intermediários do mercado de valores mobiliários de informar aos seus clientes sobre potenciais conflitos de interesse aos quais possam estar sujeitos. Esta disposição representa um importante princípio ético e de transparência na relação entre intermediários e clientes. Ao exigir que os intermediários comuniquem claramente aos clientes qualquer conflito de interesse que possa afetar a imparcialidade ou objetividade na prestação de serviços, procura-se proteger os interesses dos investidores e promover a integridade do mercado. Dessa forma, os intermediários são compelidos a adotar práticas que garantam a equidade e a confiança nas relações comerciais, contribuindo para um ambiente de investimento mais justo e transparente.

82. O art. 26-D da Resolução CVM, ao exigir a descrição qualitativa dos potenciais conflitos de interesse, estipula que o intermediário deve considerar as formas e arranjos de remuneração praticados na oferta de serviços.

#### **Resolução CVM nº 35/2021**

Art. 26-D. A descrição qualitativa dos potenciais conflitos de interesse deve considerar as formas e arranjos de remuneração praticados na oferta de valores mobiliários, incluindo, dentre outros, casos em que presentes as seguintes circunstâncias:

I – incentivo para recomendar operações a clientes em virtude do recebimento de remuneração por meio de taxa de corretagem;

II – esforço de venda promovido por assessores de investimento vinculados a múltiplos intermediários, com potenciais variações na taxa de remuneração pela venda de valores mobiliários similares;

III – recebimento de rebates e comissões pelo intermediário quando realiza a venda de determinados valores mobiliários;

IV – recebimento de rebates e comissões pelo intermediário quando direciona a execução de operações a determinados ambientes de negociação; e

V – oferta de valores mobiliários emitidos, detidos, geridos ou sob administração fiduciária do próprio intermediário ou de outras instituições integrantes de seu grupo econômico.

Parágrafo único. É facultado ao intermediário complementar a descrição de que trata o caput com as medidas adotadas para mitigação dos potenciais conflitos.

83. Essa disposição implica que o intermediário deve detalhar de forma clara e precisa, em sua comunicação com os clientes, como as diferentes formas de remuneração podem influenciar suas atividades e interesses. Além disso, essa norma oferece um rol exemplificativo de circunstâncias que devem ser consideradas ao realizar essa descrição qualitativa, o que amplia o escopo de abordagem e contempla uma variedade de cenários possíveis. Dessa forma, essa regulamentação proporciona uma estrutura robusta para que os intermediários possam identificar, avaliar e comunicar efetivamente os potenciais conflitos de interesse aos clientes, promovendo a transparência, a confiança e a proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários.

84. A Resolução CVM nº 35/2021, ao dedicar um capítulo específico para abordar as normas de atuação dos intermediários, reflete a importância atribuída pela autoridade reguladora à ética e transparência nas relações entre intermediários e clientes no mercado de valores mobiliários. A exigência inicial, em seu art. 31, de que os intermediários devem conduzir suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação ao cliente, é um princípio fundamental que visa garantir a integridade e a confiança nas interações comerciais. Além disso, ao vedar que os intermediários privilegiem seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos clientes, a Resolução reforça a obrigação ética dos intermediários de agirem no melhor interesse dos clientes, evitando conflitos de interesse e práticas prejudiciais à integridade do mercado. Essas disposições destacam a importância de procedimentos éticos e responsáveis por parte dos intermediários, contribuindo para a proteção dos investidores e para o funcionamento eficiente e transparente do mercado de valores mobiliários.

**Resolução CVM nº 35/2021**

Art. 31. O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes.

§ 1º É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes.

§ 2º O intermediário não deve considerar, para fins da decisão de que trata o art. 20, eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados ao cliente.

85. Na sequência do exposto acima, o legislador impõe que os intermediários estabeleçam regras, procedimentos e controles internos que sejam eficazes na prevenção de prejuízos aos interesses dos clientes decorrentes de conflitos de interesses.

**Resolução CVM nº 35/2021**

Art. 32. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses.

Parágrafo único. As regras, procedimentos e controles internos de que trata o caput devem:

I – identificar quaisquer conflitos de interesses que possam surgir entre o intermediário, ou pessoas vinculadas a ele, e seus clientes, ou entre os clientes;

II – permitir que, diante de uma situação de conflito de interesses, o intermediário possa realizar a operação, em nome do cliente, com independência; e

III – estabelecer mecanismos para informar ao cliente que o intermediário e as pessoas a ele vinculadas estão agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma operação.

86. Esta exigência reflete a preocupação em assegurar que os intermediários adotem medidas proativas para evitar situações que possam comprometer a imparcialidade e a objetividade na prestação de serviços aos clientes. Ao estabelecer tais regras e controles internos, os intermediários são incentivados a identificar, avaliar e mitigar os potenciais conflitos de interesses que possam surgir em suas atividades, promovendo, assim, a transparência, a equidade e a proteção dos investidores. Essa abordagem proativa contribui para fortalecer a confiança e a integridade do mercado de valores mobiliários, ao mesmo tempo em que reforça o compromisso dos intermediários com atuação ética e responsável em suas operações.

87. Ainda, o art. 33 da Resolução CVM nº 35/2021 relaciona os deveres do intermediário no qual podemos destacar o de zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado; informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar; suprir seus clientes com informações sobre os produtos oferecidos e seus riscos; monitorar continuamente as operações por ele intermediadas, de maneira a identificar as que visem proporcionar vantagem indevida ou lucro para uma das partes, entre outros.

**Resolução CVM nº 35/2021**

Art. 33. O intermediário deve:

**I – zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias;**

II – manter controle das posições dos clientes, com a conciliação periódica entre:

a) ordens executadas;

b) posições constantes na base de dados que geram os extratos e demonstrativos de movimentação fornecidos a seus clientes; e

c) posições fornecidas pelas entidades de compensação e liquidação, se for o caso.

III – manter sistema de conta-corrente para registro de todas as movimentações financeiras de seus clientes;

**IV – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação, sem prejuízo da comunicação às entidades administradoras dos mercados organizados em que seja autorizado a operar ou à entidade autorreguladora, mantendo registro das evidências encontradas;**

**V – suprir seus clientes com informações sobre os produtos oferecidos e seus riscos;**

VI – suprir seus clientes com informações referentes aos mecanismos de ressarcimento de prejuízos estabelecidos pelas entidades administradoras de mercado organizado, se for o caso;

VII – diferenciar nas notas de corretagem, faturas e avisos de lançamento enviados aos clientes, os valores decorrentes de corretagem daqueles relativos a outros serviços prestados pelo intermediário e das taxas e emolumentos cobrados pelas entidades administradoras de mercado organizado ou por outros terceiros, se for o caso;

VIII – suprir seus clientes com informações e documentos relativos aos negócios realizados na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas;

**IX – monitorar continuamente as operações por ele intermediadas, de maneira a identificar as que visem proporcionar vantagem indevida ou lucro para uma das partes, ou causar dano a terceiros, conforme regulação específica;** (grifos nossos)

X – garantir a implementação do plano de continuidade e da política de segurança da informação, nos termos dos Capítulos XI e XII;

XI – manter controle da identificação das pessoas que tenham acesso aos seus fóruns de comunicação digital; e

XII – colocar em sua página na rede mundial de computadores, aplicativos ou outras formas de interação com o cliente um atalho para a página da CVM na rede mundial de computadores e aviso em destaque, com o seguinte conteúdo: "Toda transmissão de ordem por meio digital está sujeita a interrupções ou atrasos, podendo impedir ou prejudicar o envio de ordens ou a recepção de informações atualizadas".

88. As exigências mencionadas da Resolução CVM nº 35/2021 estão intrinsecamente relacionadas ao conceito de dever fiduciário que rege a atuação dos intermediários no mercado de valores mobiliários. Esse dever fiduciário é uma obrigação legal e ética que impõe aos intermediários a responsabilidade de agir no melhor interesse de seus clientes. Essa responsabilidade vai além de simplesmente cumprir obrigações contratuais; trata-se de um compromisso moral de priorizar os interesses dos clientes em todas as interações e decisões.

89. Ao aderir ao dever fiduciário, os intermediários estão incumbidos de exercer suas funções com diligência, lealdade e integridade. Isso implica em dedicar a devida atenção e cuidado aos interesses dos clientes, agindo de forma proativa para proteger seus direitos e maximizar seus benefícios. Além disso, os intermediários devem agir com lealdade, evitando qualquer conflito de interesse que possa comprometer sua capacidade de atender aos interesses dos clientes de forma imparcial e objetiva.

90. É importante destacar que o dever fiduciário exige dos intermediários procedimentos éticos e transparentes em todas as suas interações com os clientes. Isso significa que eles devem comunicar de forma clara e honesta todas as informações relevantes, bem como agir de maneira justa e imparcial em todas as transações. Em suma, o dever fiduciário representa um compromisso essencial para a integridade e confiança no mercado de valores mobiliários, assegurando que os interesses dos investidores sejam protegidos e respeitados em todas as circunstâncias.

91. Na análise que seguirá, desviaremos momentaneamente o foco das normas de regulação do mercado de capitais, emanadas pelos órgãos reguladores, para direcionar nossa atenção às normas de autorregulação propostas pela Anbima. Esta mudança de perspectiva se justifica pela crescente relevância das normas de autorregulação na governança e condução das atividades no mercado financeiro, refletindo uma tendência de descentralização regulatória e de maior participação da própria indústria na definição de



padrões e práticas operacionais.

92. A Anbima desempenha um papel fundamental como entidade autorreguladora, estabelecendo normas com o objetivo de promover transparência e segurança no mercado financeiro e de capitais. As instituições financeiras e entidades associadas à Anbima são obrigadas a aderir a essas normas, visando garantir a qualidade dos serviços financeiros prestados e proporcionar uma maior proteção ao investidor. Além disso, a Anbima desenvolve projetos destinados a aprimorar a atuação das instituições financeiras parceiras, baseando-se em quatro pilares de atuação: informar, representar, autorregular e educar.

93. Essencialmente, a função da Anbima é salvaguardar o mercado financeiro por meio de regulamentações e iniciativas educativas e informativas. Isso assegura que as empresas operem de maneira adequada, garantindo a satisfação dos investidores.

94. Embora as normas estabelecidas pela Anbima sejam voluntárias, uma vez aceitas, as entidades associadas são obrigadas a cumpri-las. No entanto, é imprescindível a observância dos códigos para aqueles associados que exercem atividades sujeitas à autorregulação. Em caso de descumprimento das regras, as instituições podem sofrer penalidades, que estão detalhadas nos códigos da Anbima, e podem incluir multas, advertências, suspensão do selo de associação e, em casos extremos, exclusão.

95. Na esfera das normas de autorregulação promulgadas pela Anbima, destaca-se o Código de Distribuição de Produtos de Investimento (Código), cuja abordagem será delineada em alguns pontos a partir deste momento. Este Código é direcionado aos distribuidores que exercem a atividade de distribuição de produtos de investimento e são classificados como bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, CTVM e DTVM, bem como às instituições participantes que, nos termos permitidos pela CVM, atuam na distribuição de seus próprios produtos de investimento.

96. O Código estabelece princípios e regras para a distribuição de produtos de investimento, visando promover, principalmente, a manutenção dos mais elevados padrões éticos e a consagração da institucionalização de práticas equitativas nos mercados financeiro e de capitais; a concorrência leal; o estímulo ao adequado funcionamento da distribuição de produtos de investimento; transparência no relacionamento com os clientes, entre outros.

97. Convém ressaltar que o Código não se sobrepõe à regulação, portanto, nos casos em que há contradição entre as regras estabelecidas no Código e a regulação em vigor, a disposição contrária do Código deve sempre ser desconsiderada, sem prejuízo das demais regras nele previstas.

98. Apesar de a alínea "a" do inciso I do § 5º do art. 2º do Código estabelecer uma dispensa para os distribuidores em relação à observância deste Código na distribuição de produtos de investimentos para entes federativos, é importante ressaltar que os RPPS não estão abrangidos por essa dispensa. Dessa forma, os distribuidores devem observar as diretrizes estabelecidas no Código quando se trata da distribuição de produtos de investimento para RPPS. Esta distinção se justifica pela natureza específica e pela importância da proteção dos recursos previdenciários geridos pelos RPPS, requerendo uma abordagem cautelosa e rigorosa na distribuição de produtos de investimento para essa categoria de investidores.

99. O Código estabelece um conjunto de princípios gerais de conduta que ampliam os previstos no Código de Ética. Estes princípios são fundamentais para orientar o comportamento dos distribuidores no exercício de suas atividades, visando promover a transparência, a integridade e a proteção dos investidores.

Art. 6º. Além dos princípios éticos e de conduta previstos no Código de Ética, os distribuidores devem:

**I. Exercer suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade;**

**II. Cumprir todas as suas obrigações, devendo empregar, no exercício de suas atividades, o cuidado que toda pessoa prudente e diligente costuma dispensar à administração de seus próprios negócios,** respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas;

III. Nortear a prestação de suas atividades pelos princípios da liberdade de iniciativa e da livre concorrência, evitando a adoção de práticas caracterizadoras de concorrência desleal e/ou de condições não equitativas, respeitando os princípios de livre negociação;

**IV. Evitar quaisquer práticas que infrinjam ou estejam em conflito com os princípios**

**contidos neste código, nas Regras e Procedimentos de Distribuição e na regulação em vigor;**

V. Adotar condutas compatíveis com os princípios de idoneidade moral e profissional;

**VI. Evitar práticas que possam vir a prejudicar a distribuição de produtos de investimento,** especialmente no que tange aos deveres e direitos relacionados às atribuições específicas de cada um dos distribuidores estabelecidas neste código, nas Regras e Procedimentos de Distribuição e na regulação vigente;

**VII. Envidar os melhores esforços para que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à distribuição de produtos de investimento atuem com imparcialidade** e conheçam o código de ética dos distribuidores e as normas aplicáveis à sua atividade;

**VIII. Identificar, administrar e mitigar eventuais conflitos de interesse, nas respectivas esferas de atuação, que possam afetar a imparcialidade das pessoas que desempenhem funções ligadas à distribuição de produtos de investimento;**

**IX. Divulgar aos clientes informações claras e inequívocas acerca dos riscos e das consequências que poderão advir dos produtos de investimento;** e

X. Desempenhar suas atribuições buscando atender aos objetivos descritos neste código, nas Regras e Procedimentos de Distribuição e na regulação em vigor.

**Art. 7º. São considerados descumprimentos às obrigações e aos princípios deste código não apenas a inexistência de procedimentos exigidos dos distribuidores por meio deste código e/ou das Regras e Procedimentos de Distribuição, mas também a sua não implementação ou implementação inadequada para os respectivos fins.** (grifos nossos)

Parágrafo único. São evidências de implementação inadequada das regras e dos procedimentos estabelecidos neste código e/ou nas Regras e Procedimentos de Distribuição:

a. A reiterada ocorrência de falhas, não sanadas nos prazos estabelecidos; e

b. A ausência de mecanismos ou evidências que demonstre a aplicação dos procedimentos estabelecidos por este código e/ou pelas Regras e Procedimentos de Distribuição.

100. No contexto do Código, a ausência de procedimentos exigidos, bem como a não implementação ou a implementação inadequada dos mesmos, são consideradas violações aos princípios estabelecidos. Esses descumprimentos representam uma falha na adesão aos padrões de conduta estabelecidos pelo código, comprometendo a eficácia das práticas de distribuição de produtos de investimento e podendo acarretar consequências adversas para os distribuidores envolvidos. Portanto, a observância rigorosa dos procedimentos exigidos e a implementação adequada dos mesmos são essenciais para garantir a conformidade com os princípios do Código para promover a confiança e a integridade no mercado financeiro.

101. Ainda, conforme art. 13, os distribuidores devem envidar os melhores esforços no sentido de produzir materiais adequados aos seus clientes, minimizando incompreensões quanto ao conteúdo e privilegiando informações necessárias para a tomada de decisão de investimento; buscar transparência, clareza e precisão das informações de modo a não os induzir a erro ou a decisões equivocadas de investimentos; zelar para que não haja qualificações injustificadas, superlativos não comprovados, opiniões ou previsões para as quais não exista base técnica, além de promessas de rentabilidade, de garantia de resultados futuros ou de isenção de risco para clientes e potenciais clientes; entre outros deveres.

Art. 13. Os distribuidores são responsáveis pela publicidade relacionada à atividade de distribuição, assim como pela publicidade de seus produtos de investimento, e devem:

I. Envidar os melhores esforços no sentido de produzir materiais adequados aos seus clientes, minimizando incompreensões quanto ao conteúdo e privilegiando informações necessárias para a tomada de decisão de investimento;

II. Buscar transparência, clareza e precisão das informações, usando linguagem simples, clara, objetiva e adequada aos clientes e potenciais clientes, de modo a não os induzir a erro ou a decisões equivocadas de investimentos;

III. Conter informações verdadeiras, completas, consistentes e alinhadas com os documentos dos produtos de investimento distribuídos;

IV. Zelar para que não haja qualificações injustificadas, superlativos não comprovados, opiniões ou previsões para as quais não exista base técnica, além de promessas de rentabilidade, de garantia de resultados futuros ou de isenção de risco para clientes e potenciais clientes;

V. Disponibilizar informações que sejam pertinentes ao processo de decisão de investimento, sendo tratados de forma técnica assuntos relativos à performance passada, de modo a privilegiar as informações de longo prazo, em detrimento daquelas de curto prazo;

VI. Manter a mesma linha de conteúdo e forma e, na medida do possível, incluir a informação mais recente disponível, de maneira que não sejam alterados os períodos de análise, buscando ressaltar períodos de boa rentabilidade, descartando períodos desfavoráveis ou interrompendo sua recorrência e periodicidade especialmente em razão da performance;

VII. Privilegiar dados de fácil comparabilidade e, caso sejam realizadas projeções ou simulações, detalhar todos os critérios utilizados, incluindo valores e taxas de comissões; e

VIII. Zelar para que haja concorrência leal, de modo que as informações disponibilizadas ou omitidas não promovam determinados produtos de investimento ou distribuidores em detrimento de seus concorrentes.

102. Ainda, é imprescindível que os distribuidores atuem com transparência e integridade em relação à remuneração recebida pela distribuição de produtos de investimento. Os distribuidores têm a obrigação de disponibilizar informações detalhadas acerca da remuneração recebida, tanto de forma direta quanto indireta, advinda da distribuição desses produtos.

103. Essa exigência tem como objetivo principal garantir que os investidores tenham acesso a todas as informações relevantes que possam impactar suas decisões de investimento. Ao fornecer transparência sobre a remuneração recebida, os distribuidores permitem que os investidores compreendam melhor os custos associados aos produtos de investimento oferecidos, bem como possíveis conflitos de interesse que possam surgir devido a incentivos financeiros.

104. A disponibilização de informações sobre remuneração é fundamental para promover a confiança e a credibilidade no mercado financeiro, ao mesmo tempo em que fortalece a proteção dos interesses dos investidores.

105. Já os arts. 18 e 19 do Código estabelecem diretrizes específicas para os distribuidores em relação à apuração dos valores de referência de títulos públicos e privados detidos nas posições dos clientes que não fazem parte dos fundos de investimento. Esses artigos delineiam um conjunto de princípios que devem nortear a definição desses critérios de apuração.

Art. 18. Os distribuidores devem estabelecer critérios para a apuração dos valores de referência de títulos públicos e privados detidos nas posições dos clientes que não integrem os fundos de investimento e/ou as carteiras administradas.

Art. 19. A apuração de valores de referência de títulos públicos e privados deve ser norteada pelos seguintes princípios:

I. Comprometimento: os distribuidores devem estar comprometidos em garantir que os valores reflitam o valor mais atualizado e, na impossibilidade disso, despender seus melhores esforços para estimar o valor mais atualizado, pelo qual os títulos públicos e privados seriam efetivamente transacionados. Os valores de referências levam em consideração o risco de crédito e a duration dos títulos públicos e privados na data específica, e não serão contemplados aspectos referentes à garantia de sua liquidez;

II. Consistência: os distribuidores não poderão adotar valores ou procedimentos de mensuração que sejam diversos quando se tratar de um mesmo título. Caso haja contratação de terceiros, os distribuidores devem exigir do terceiro contratado que a apuração de valores de referência de um mesmo título seja igual quando for utilizado o mesmo manual de apuração de valor de referência da instituição, a fim de imprimir consistência ao exercício de sua função;

III. Equidade: o tratamento equitativo dos clientes deve ser o critério preponderante do processo de escolha de metodologia, fontes de dados ou qualquer decisão para a apuração de valores de referência de títulos públicos e privados; e

IV. Objetividade: as informações de preços ou fatores a serem utilizados na apuração de valores de referência de títulos públicos e privados devem ser preferencialmente obtidas por fontes externas e independentes.

Parágrafo único. Os princípios gerais definidos no caput devem ser usados como direcionadores para os valores de referência de títulos públicos e privados detidos nas posições dos clientes, devendo ser aplicados com coerência, de forma que a aplicação de um não inviabilize a aplicação de outro.

106. No contexto da atividade de distribuição de produtos de investimento, além dos deveres e

responsabilidades estipulados no Código de Distribuição de Produtos de Investimento, automaticamente serão aplicáveis as disposições contidas nas Regras e Procedimentos de Distribuição. Estas últimas representam um conjunto adicional de diretrizes específicas que complementam e ampliam as orientações fornecidas pelo Código. Nesta etapa da análise, serão fornecidos comentários adicionais apenas sobre informações relevantes que não foram abordadas anteriormente durante a análise do Código.

107. As Regras e Procedimentos de Distribuição abordam aspectos mais detalhados e operacionais relacionados à condução da atividade de distribuição de produtos de investimento. Elas visam garantir uma padronização e consistência nos processos e práticas adotadas pelos distribuidores, promovendo assim a eficiência, transparência e segurança das operações realizadas.

108. No exercício da atividade de distribuição de produtos de investimento, os distribuidores são obrigados a fornecer uma descrição detalhada dos potenciais conflitos de interesse que possam surgir em decorrência da forma de remuneração recebida. Essa obrigação é estabelecida nas Regras e Procedimentos de Distribuição, mais precisamente no § 6º do art. 6º do Código, que delinea um rol exemplificativo de situações que podem gerar conflitos de interesse.

Art. 6º .....

§ 6º Os distribuidores, para atendimento do disposto no inciso III do parágrafo 2º deste artigo, deverão descrever os potenciais conflitos de interesse que possam existir em virtude da forma de remuneração recebida pela distribuição de produtos de investimento, tais como, mas não se limitando, a:

- I. Potencial incentivo para recomendar operações a clientes em virtude do recebimento de remuneração por meio de taxa de corretagem;
- II. Produtos proprietários: títulos de emissão própria, gestão de recursos e/ou administração fiduciária pela instituição;
- III. Recebimento por terceiros: rebates e comissões que a instituição recebe de terceiros quando realiza a distribuição de determinados produtos de investimentos; e
- IV. Mercado secundário: investimentos que a instituição compra e/ou vende a um investidor da sua carteira própria.

109. O art. 32 das Regras e Procedimentos de Distribuição prevê que os distribuidores podem contratar assessores de investimento para atuarem como seus prepostos na distribuição de produtos de investimento, desde que tais assessores sejam devidamente credenciados, nos termos da regulação, e possam cumprir, no que couber, as disposições previstas no Código e nas Regras e Procedimentos de Distribuição. Nesse sentido, os assessores de investimento são considerados parte integrante da cadeia de distribuição de produtos de investimento.

110. Os assessores de investimento podem, exclusivamente, atuar na prospecção e captação de clientes; recepcionar, registrar ordens e operacionalizar a transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro dos distribuidores; e prestar informações sobre os produtos de investimento oferecidos e sobre os serviços prestados pelos distribuidores.

111. Na sequência, serão explorados mais detalhadamente os principais pontos abordados pelo Anexo II que trata das Regras e Procedimentos de Distribuição e que consiste em um conjunto de procedimentos específicos e complementares referentes à distribuição de fundos de investimento.

112. Os distribuidores estão incumbidos da obrigação de disponibilizar em seus canais uma seção exclusiva dedicada aos fundos de investimento, incluindo informações sobre suas classes e subclasses, quando aplicável. Essa seção deve conter uma série de informações mínimas essenciais e exigências para subsidiar os investidores em suas decisões de investimento.

Art. 2º. Os distribuidores devem disponibilizar em seus sites na internet ou em canais alternativos, observado o artigo 3º destas Regras e Procedimentos Parte geral, seção exclusiva sobre os fundos, suas classes e subclasses, conforme o caso, contendo, no mínimo, as seguintes informações:

- I. Política de investimento;
- II. Classificação de risco;
- III. Condições de aplicação, amortização (se for o caso) e resgate (cotização);

IV. Limites mínimos e máximos de investimento e valores mínimos para movimentação e permanência;

V. Taxa de administração, de performance e demais taxas, se houver;

VI. Rentabilidade, observado o disposto nas regras de publicidade previstas nos Anexos Complementares aplicáveis aos fundos de investimento, nos termos do Código de Recursos de Terceiros, quando aplicável;

VII. Avisos obrigatórios, observado o disposto nas regras de publicidade previstas nos Anexos Complementares aplicáveis aos fundos de investimento, nos termos do Código de Recursos de Terceiros, quando aplicável; e

VIII. Referência ao local de acesso aos documentos do fundo, suas classes e subclasses, conforme o caso, com indicação do canal destinado ao atendimento a clientes.

§1º. Sem prejuízo de suas responsabilidades, os distribuidores podem disponibilizar as informações exigidas pelo caput por meio de seu próprio site ou em canais alternativos, ou por meio de link para os sites dos administradores fiduciários e/ou gestores de recursos dos fundos distribuídos que contenham as informações.

§2º. O disposto no caput aplica-se às classes de fundos:

I. Constituídas sob a forma de condomínio aberto;

II. Que não sejam exclusivas; e

III. Que não sejam objeto de oferta pública pelos distribuidores.

Art. 3º. Os distribuidores devem disponibilizar aos clientes os documentos obrigatórios dos fundos, suas classes e subclasses, conforme o caso e de acordo com o exigido pela regulação.

113. A criação de uma seção exclusiva dedicada aos fundos de investimento nos canais dos distribuidores visa proporcionar aos investidores um acesso facilitado e organizado a informações pertinentes sobre esses produtos. Essa iniciativa tem como objetivo promover a transparência e a divulgação adequada de informações relevantes, possibilitando que os investidores realizem uma avaliação mais completa e embasada antes de tomar decisões de investimento. Além disso, essa prática reforça o compromisso dos distribuidores com a proteção dos interesses dos investidores e com a promoção de um ambiente de mercado mais ético e transparente.

114. Esta seção do presente Parecer teve como objetivo principal levantar aspectos relevantes da regulação e autorregulação do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, assim como de seus intermediários. Essa abordagem visou oferecer uma compreensão das normas que orientam as atividades de distribuição no mercado de capitais, considerando tanto os aspectos regulatórios dos órgãos competentes quanto os aspectos relacionados à autorregulação, com foco especial nos princípios e diretrizes delineados no Código de Distribuição de Produtos de Investimento da Anbima.

115. A regulação e autorregulação desempenham papéis fundamentais na promoção da segurança e integridade do mercado de capitais, bem como na proteção dos interesses de seus participantes, sejam eles distribuidores, intermediários ou clientes. Por meio desses instrumentos normativos, são estabelecidos padrões de conduta, princípios éticos e diretrizes operacionais que orientam as atividades dos agentes do mercado, garantindo a transparência, a eficiência e a confiabilidade das operações realizadas.

116. Os intermediários são submetidos a uma série de deveres e responsabilidades, cujo cumprimento é essencial para o bom funcionamento do mercado de capitais e para a proteção dos investidores. A regulamentação vigente busca assegurar que esses agentes atuem de forma ética, transparente e diligente, contribuindo para a construção de um ambiente de mercado sólido e confiável.

117. Portanto, a regulação e autorregulação do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários desempenham um papel crucial na garantia da estabilidade e eficiência do mercado de capitais, bem como na promoção da confiança e segurança dos participantes envolvidos. Ao estabelecer normas e diretrizes claras, esses instrumentos normativos contribuem para a construção de um ambiente de investimento saudável e sustentável, fomentando o desenvolvimento econômico e financeiro do país.

## **PROCESSO DECISÓRIO DE ALOCAÇÃO, MANUTENÇÃO E DESINVESTIMENTO DOS RECURSOS**

118. Da análise minuciosa da Resolução CMN nº 4.963/2021 e da Portaria MTP nº 1.467/2022, emerge a premente necessidade de se estabelecer um processo decisório robusto e bem estruturado para

orientar as escolhas de investimento dessas entidades previdenciárias.

119. O processo decisório de aplicação de recursos em RPPS é uma sequência complexa e estratégica que abrange diversas etapas fundamentais, visando à eficiente gestão dos ativos previdenciários. Inicia-se com a elaboração da **política de investimentos** do RPPS, uma etapa crucial que estabelece as diretrizes e objetivos para a alocação de recursos ao longo do tempo.

120. A política de investimentos é o documento que fundamenta e norteia todos os processos de tomada de decisões relativos aos investimentos dos RPPS e tem como objetivo estabelecer as diretrizes das aplicações dos recursos garantidores dos pagamentos de benefícios dos segurados do regime, visando atingir o equilíbrio financeiro e atuarial.

121. A política de investimentos deve delinear parâmetros como o modelo de gestão a ser adotado; a estratégia de alocação dos recursos entre os diversos segmentos de aplicação; os parâmetros de rentabilidade perseguidos; os limites utilizados para investimentos em títulos e valores mobiliários de emissão ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica; a metodologia, os critérios e as fontes de referência a serem adotados para precificação dos ativos; a metodologia e os critérios a serem adotados para análise prévia dos riscos dos investimentos; a metodologia e os critérios a serem adotados para avaliação e acompanhamento do retorno esperado dos investimentos; o plano de contingência, a ser aplicado no exercício seguinte, com as medidas a serem adotadas em caso de descumprimento dos limites e requisitos previstos em Resolução CMN; entre outros parâmetros.

122. A legislação do RPPS deve definir claramente as atribuições e a separação de responsabilidades de todos os órgãos e agentes que participem do processo de análise, avaliação, gerenciamento, assessoramento e decisão sobre as aplicações dos recursos do RPPS, inclusive com a definição das alçadas de decisão de cada instância. A definição das atribuições e a separação de responsabilidades deverá abranger, no mínimo, as atribuições e as responsabilidades dos dirigentes, do órgão superior de deliberação e controle, do conselho fiscal e do comitê de investimentos do RPPS, e seus membros, no que se refere às aplicações dos recursos do regime. E o modelo de governança e de participação no processo decisório deve nortear a elaboração da política de investimentos, especialmente, para dando suporte ao "apetite" por risco que o regime próprio tem condições de gerir e enfrentar e ao risco inerente à escolha dos ativos, emissores, gestores e administradores de fundos e dos demais participantes do mercado.

123. O processo decisório de aplicação de recursos em RPPS deverá ser estruturado de forma a garantir, no mínimo, a transparência das seguintes etapas:

- a) apreciação da operação pelo comitê de investimentos, com a verificação dos riscos envolvidos e do atendimento aos requisitos e limites previstos na legislação em vigor; e
- b) avaliação e aprovação da operação pretendida, conforme atribuições estabelecidas de todos os órgãos e agentes que participem do processo, preferencialmente, de forma colegiada.

124. Por exemplo, a possibilidade de um RPPS adquirir ativos financeiros de renda fixa de emissão de instituições financeiras bancárias e cotas de fundos de investimento por meio de um intermediário, tal como uma corretora, em lugar da aquisição direta junto à instituição emissora ou à administradora do fundo, demanda uma abordagem normativa e estratégica consubstanciada na elaboração da política de investimentos. A inserção de critérios e parâmetros específicos nessa política assume uma relevância inquestionável para respaldar e orientar essa escolha, assegurando a consonância com princípios do inciso I do § 1º do art. 1º da Resolução CMN nº 4.963/2021.

125. No âmbito da política de investimentos, é imperativo estabelecer diretrizes claras que delineiem os casos e condições em que a aquisição de ativos financeiros de renda fixa de emissão de instituições financeiras bancárias ou a aquisição de cotas de fundos de investimento, por meio de intermediários é considerada pertinente. Tais critérios podem incluir, mas não se limitar, a considerações sobre a eficiência operacional, custos associados, liquidez dos ativos e a capacidade técnica e reputação da intermediária em questão. Além disso, a política deve prever salvaguardas que garantam a conformidade com normativas regulatórias e legais pertinentes.

126. A necessidade de estabelecer critérios específicos decorre da complexidade intrínseca às transações financeiras e da importância de garantir uma abordagem fundamentada na mitigação de riscos e na otimização dos resultados. O estabelecimento claro desses critérios na política de investimentos não apenas fornece uma base normativa sólida, mas também orienta os gestores do RPPS na tomada de decisões alinhadas com os objetivos previdenciários de longo prazo.

127. Ademais, a transparência na definição desses critérios é essencial para a comunicação efetiva com os participantes envolvidos, incluindo os beneficiários do RPPS, órgãos de controle e demais partes interessadas. A explicitação na política de investimentos dos motivos pelos quais a aquisição por meio de intermediário é considerada preferencial em determinadas circunstâncias confere legitimidade ao processo decisório.

128. Em resumo, a inserção de critérios e parâmetros na política de investimentos que respaldem a opção pelo uso de intermediários na aquisição de ativos financeiros de renda fixa de emissão de instituições financeiras bancárias e na aquisição de cotas de classes de fundos de investimento constitui um imperativo estratégico e normativo. Essa abordagem assegura uma gestão transparente, responsável e orientada para a consecução dos objetivos previdenciários do RPPS, ao mesmo tempo em que proporciona uma base robusta para a tomada de decisões em consonância com as melhores práticas de gestão de investimentos.

129. A segunda fase do processo compreende o **credenciamento de instituições financeiras** que irão captar recursos dos RPPS, um procedimento que envolve a seleção e habilitação de entidades aptas a intermediar as operações financeiras do regime próprio. Esse processo de credenciamento demanda uma análise criteriosa, levando em consideração a boa qualidade de gestão, o ambiente de controle interno, o histórico e experiência de atuação, a solidez patrimonial, o volume de recursos sob administração, a exposição a risco reputacional, o padrão ético de conduta e a aderência da rentabilidade a indicadores de desempenho e a outros destinados à mitigação de riscos, alinhando-se com os critérios estabelecidos na política de investimentos.

130. A condução eficaz do processo decisório de investimentos implica na necessidade de se estabelecer credenciamento para entidades específicas, visando garantir a adequada execução das estratégias de alocação de recursos. Nesse sentido, dentre as entidades passíveis de credenciamento, inserem-se o administrador, o gestor e o distribuidor de fundos de investimentos, as instituições integrantes do sistema de distribuição, as instituições financeiras bancárias emissoras de ativos financeiros de renda fixa aptas a receberem diretamente as aplicações do regime, e a corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários destinada às operações diretas com títulos de emissão do Tesouro Nacional registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).

131. Aqui destacamos que as corretoras que intermediam a compra de ativos de renda fixa de instituição financeira e a aquisição de cotas de fundos de investimento se inserem entre as instituições integrantes do sistema de distribuição. Essa categorização é essencial para delimitar o escopo de atuação e responsabilidades dessas entidades, ressaltando a necessidade de conformidade com as normativas regulatórias e a transparência nas operações.

132. As instituições integrantes do sistema de distribuição compreendem uma rede de intermediários que facilita a comercialização e distribuição de produtos financeiros. Sua inclusão no processo de credenciamento, juntamente com as instituições financeiras bancárias emissoras de ativos financeiros de renda fixa e administradoras, gestoras e distribuidoras de fundos de investimentos, denota a importância de se analisar minuciosamente as entidades que atuam diretamente na oferta e divulgação desses ativos.

133. O processo de credenciamento da instituição demandará a observância e o formal ateste, por parte da unidade gestora do RPPS, dos critérios e requisitos específicos elencados no art. 103 da Portaria MTP nº 1.467/2022, contudo, o processo não deve ser encarado como uma etapa burocrática, mas essencial na escolha de participantes do mercado que terão relação com o regime:

**Portaria MTP nº 1.467/2022**

Art. 103. A unidade gestora do RPPS deverá realizar o prévio credenciamento de todas as

instituições que recebam ou administrem recursos do regime.

§ 1º As aplicações dos recursos do RPPS deverão observar os parâmetros de mercado e poderão ser realizadas por meio de instituições públicas ou privadas, desde que registradas, autorizadas ou credenciadas pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil.

§ 2º Os critérios para o credenciamento das instituições deverão estar relacionados à boa qualidade de gestão, ao ambiente de controle interno, ao histórico e experiência de atuação, à solidez patrimonial, ao volume de recursos sob administração, à exposição a risco reputacional, ao padrão ético de conduta e à aderência da rentabilidade a indicadores de desempenho e a outros destinados à mitigação de riscos e ao atendimento aos princípios de segurança, proteção e prudência financeira. (grifo nosso)

§ 3º Para o credenciamento da instituição, deverão ser observados e formalmente atestados pela unidade gestora do RPPS:

I - registro ou autorização na forma do § 1º e inexistência de suspensão ou inabilitação pela CVM, pelo Banco Central do Brasil ou por outro órgão competente;

II - observância de elevado padrão ético de conduta nas operações realizadas no mercado financeiro e ausência de restrições que, a critério da CVM, do Banco Central do Brasil ou de outros órgãos competentes, desaconselhem um relacionamento seguro;

III - análise do histórico de sua atuação e de seus principais controladores;

IV - experiência mínima de 5 (cinco) anos dos profissionais diretamente relacionados à gestão de ativos de terceiros; e

V - análise quanto ao volume de recursos sob sua gestão e administração, bem como quanto a qualificação do corpo técnico e segregação de atividades.

§ 4º O credenciamento se aplica ao gestor e ao administrador dos fundos de investimento e das instituições financeiras bancárias emissoras de ativos financeiros aptos a receberem diretamente as aplicações do regime.

134. Importante destacar que faz parte do processo de análise dos critérios previstos no § 2º do art. 103, tais como padrão ético de conduta e a exposição a riscos reputacionais. A análise desses aspectos é essencial e inclui a consulta a processos sancionadores na CVM e no Bacen, bem como a verificação de ações judiciais, auditorias de órgãos de controle, e outros fatores pertinentes tanto para as instituições gestoras e administradoras de classes de fundos quanto para os emissores de ativos adquiridos diretamente pelo RPPS, além dos demais participantes do mercado e seus controladores ou partes relacionadas.

135. A consulta a processos sancionadores na CVM e no Bacen é uma etapa crucial no processo de análise dos critérios de ética e risco reputacional. Esses processos fornecem informações valiosas sobre a conduta passada das instituições e indivíduos envolvidos no mercado financeiro. A CVM, como órgão regulador do mercado de valores mobiliários, e o Bacen, responsável pela supervisão do sistema financeiro nacional, mantêm registros detalhados e públicos de infrações e sanções aplicadas, que podem indicar problemas de governança, conformidade regulatória e ética nas instituições analisadas. A identificação de envolvimento em processos sancionadores pode revelar padrões de comportamento que colocam em risco a integridade e a confiança nos gestores e emissores de ativos.

136. Além disso, a verificação de ações judiciais e auditorias de órgãos de controle complementa essa análise, fornecendo uma visão abrangente das possíveis exposições a riscos reputacionais. Ações judiciais podem sinalizar disputas significativas que, além de impactar financeiramente, podem prejudicar a reputação das instituições envolvidas.

137. A análise deve se estender também aos controladores e partes relacionadas das instituições participantes do mercado. Muitas vezes, os riscos reputacionais e éticos não se limitam às entidades diretamente envolvidas, mas também afetam seus controladores, subsidiárias e partes relacionadas. A compreensão da estrutura de controle e das relações entre as entidades permite uma avaliação mais precisa dos potenciais riscos associados.

138. Os gestores dos RPPS devem implementar políticas e procedimentos internos robustos para realizar essa análise de forma sistemática e contínua. A adoção de boas práticas de governança, como a due diligence rigorosa e a monitorização constante das entidades com as quais o RPPS mantém relações financeiras, é essencial para assegurar a conformidade com os critérios estabelecidos no § 2º do art. 103. A transparência e a integridade nas operações financeiras são pilares que sustentam a confiança dos participantes do RPPS na gestão dos recursos que garantirão seus futuros benefícios previdenciários.



139. Complementarmente, há a necessidade de as instituições financeiras bancárias emissoras dos ativos de renda fixa e os administradores e gestores de fundos de investimentos atenderem ao previsto no inciso I do § 2º do art. 21 da Resolução CMN nº 4.963/2021, operacionalizado pelo art. 120 combinado com o inciso II do caput do art. 107 da Portaria MTP nº 1.467/2022:

**Resolução CMN nº 4.963/2021**

Art. 21

§ 2º Os regimes próprios de previdência social somente poderão aplicar recursos em cotas de fundos de investimento quando atendidas, cumulativamente, as seguintes condições:

I - o administrador ou o gestor do fundo de investimento seja instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil obrigada a instituir comitê de auditoria e comitê de riscos, nos termos da regulamentação do Conselho Monetário Nacional;

**Portaria MTP nº 1.467/2022**

Art. 107. Observado, no que couber, o art. 97, os recursos do RPPS somente podem ser alocados, nos termos de resolução do CMN, em fundos de investimento:

II - cujo administrador ou o gestor seja, na data da aplicação, instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e obrigada a instituir comitê de auditoria e comitê de riscos; e

Art. 120. As aplicações dos recursos dos RPPS em ativos financeiros de renda fixa de emissão com obrigação ou coobrigação de instituições financeiras somente podem ser realizadas caso o ativo seja previsto em resolução do CMN e a instituição atenda ao requisito de que trata o inciso II do caput do art. 107 e não tenha o seu controle societário detido, direta ou indiretamente, por Estado ou pelo Distrito Federal.

140. Sendo assim, os RPPS somente poderão aplicar seus recursos em ativos de renda fixa de emissão de instituições financeiras bancárias e em cotas de fundos de investimentos cuja instituições sejam autorizadas a funcionar pelo Bacen **e obrigadas a instituir comitê de auditoria e comitê de riscos**, nos termos da Resolução CMN nº 4.910, de 27 de maio de 2021, e da Resolução CMN nº 4.557, de 23 fevereiro de 2017, respectivamente. Além disso, as pessoas jurídicas deverão ser registradas como administradores de carteiras de valores mobiliários nos termos da Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, em caso de aplicações dos RPPS em fundos de investimento ou possua uma instituição autorizada pela CVM integrante do mesmo conglomerado prudencial (art. 21, § 8º, da Resolução CMN nº 4.963/2021).

141. A obrigatoriedade de instituição de comitê de auditoria e comitê de risco pelas instituições financeiras se dá nos segmentos S1, S2 e S3 para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial estabelecida pelo Bacen. A definição da instituição financeira em cada segmento é determinada de acordo com o art. 2º da Resolução CMN nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017.

**Resolução CMN nº 4.553/2017**

Art. 1º Esta Resolução estabelece a segmentação do conjunto das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial, considerando o porte e a atividade internacional das instituições que compõem cada segmento.

Parágrafo único. A aplicação proporcional da regulação prudencial deverá considerar o segmento em que a instituição está enquadrada e o seu perfil de risco.

Art. 2º As instituições relacionadas no art. 1º devem se enquadrar em um dos seguintes segmentos:

I - Segmento 1 (S1);

II - Segmento 2 (S2);

III - Segmento 3 (S3);

IV - Segmento 4 (S4); ou

V - Segmento 5 (S5).

§ 1º O S1 é composto pelos bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio e caixas econômicas que:

I - tenham porte igual ou superior a 10% (dez por cento) do Produto Interno Bruto (PIB); ou

II - exerçam atividade internacional relevante, independentemente do porte da instituição.

§ 2º O S2 é composto:

I - pelos bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio e

caixas econômicas, de porte inferior a 10% (dez por cento) e igual ou superior a 1% (um por cento) do PIB; e

II - pelas demais instituições de porte igual ou superior a 1% (um por cento) do PIB.

§ 3º O S3 é composto pelas instituições de porte inferior a 1% (um por cento) e igual ou superior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB.

§ 4º O S4 é composto pelas instituições de porte inferior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB.

§ 5º O S5 é composto pelas instituições de porte inferior a 0,1% (um décimo por cento) do PIB, que não sejam bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio, caixas econômicas ou agências de fomento, e que utilizem metodologia facultativa simplificada para apuração do requerimento mínimo de Patrimônio de Referência Simplificado (PRS5).

#### **Resolução CMN nº 4.557/2017**

Art. 2º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil enquadradas no Segmento 1 (S1), no Segmento 2 (S2), no Segmento 3 (S3) ou no Segmento 4 (S4), nos termos do art. 2º da Resolução nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017, devem implementar, nos termos dos arts. 5º a 60 e 65 a 67 desta Resolução:

#### **Resolução CMN nº 4.910/2021**

Art. 8º Devem constituir órgão estatutário denominado "comitê de auditoria" as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil que:

I - sejam registradas como companhia aberta;

II - sejam líderes de conglomerado prudencial enquadrado no Segmento 1 (S1), no Segmento 2 (S2) ou no Segmento 3 (S3), conforme regulamentação específica; ou

III - atendam aos critérios previstos na regulamentação específica para enquadramento no S1, no S2 e no S3.

§ 1º O disposto no caput aplica-se também às instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil não registradas como companhia aberta que sejam líderes de conglomerado prudencial integrado por instituição registrada como companhia aberta que não tenha comitê de auditoria constituído nos termos desta Resolução.

§ 5º As instituições mencionadas no caput e no § 1º devem ter o comitê de auditoria em pleno funcionamento até o dia 31 de março do exercício seguinte ao exercício em que ela se enquadrou nos critérios de que trata o caput.

142. Vale salientar que a Resolução CMN nº 4.910/2021 estabelece um prazo para a instituição financeira que pertença à segmentação S1, S2 e S3 instituir o comitê de auditoria (§ 5º, art. 8º), o qual se inicia após a instituição financeira atender aos critérios estipulados na regulamentação específica para seu enquadramento nos respectivos segmentos. Diante desse cenário, o RPPS deve buscar informações se a instituição financeira implementou os colegiados mencionados, pois eles são ferramentas cruciais para o fortalecimento da governança e a promoção de práticas de gestão transparentes e alinhadas com os padrões regulatórios estabelecidos.

143. Para tanto, com o intuito de proporcionar transparência e acesso facilitado às informações relevantes para o processo decisório dos RPPS, o MPS disponibiliza uma **lista "exaustiva" (orientativa)** das instituições financeiras que atendem aos requisitos estabelecidos no inciso I, § 2º do art. 21 da Resolução CMN nº 4.963/2021. Essa relação encontra-se disponível no endereço eletrônico oficial do MPS na rede mundial de computadores. Tal iniciativa visa oferecer aos gestores, participantes do processo decisório e demais partes interessadas uma referência clara e atualizada das instituições aptas a intermediar operações de investimentos, fortalecendo, assim, a conformidade e a eficácia nas escolhas e alocações de recursos realizadas pelos RPPS.

144. A "lista exaustiva" tem finalidade de auxiliar/orientar os RPPS, e é importante ressaltar que pode haver um pequeno atraso entre o momento em que uma instituição financeira cumpra todos os requisitos da Resolução CMN nº 4.963/2021 e sua inclusão na lista. Nesse sentido, caso o RPPS queira credenciar tal instituição, deve garantir que a mesma cumpra integralmente os requisitos estabelecidos na Resolução CMN, mesmo que ainda não esteja formalmente listada.

145. É importante ressaltar que o fato de a instituição financeira atender ao disposto no inciso I

do § 2º do art. 21 da Resolução CMN nº 4.963, de 2021, não exime os responsáveis pela gestão das aplicações dos recursos do RPPS e demais participantes do processo decisório de investimentos de, nos termos da referida Resolução, realizar o **prévio credenciamento**, o acompanhamento e a avaliação do gestor e do administrador dos fundos de investimento e das demais instituições escolhidas para receber as aplicações, cujos parâmetros para análise das instituições devem contemplar aspectos visando o atendimento dos princípios elencados no parágrafo único do art. 6º da Lei nº 9.717/98, no art. 43 da Lei de Responsabilidade Fiscal e no art. 1º da Resolução CMN nº 4.963/2021, tais como, o histórico e a experiência de atuação, o volume de recursos sob a gestão e administração da instituição, a solidez patrimonial, a exposição a risco reputacional, padrão ético de atuação e aderência da rentabilidade a indicadores de desempenho.

146. O processo de credenciamento no contexto dos RPPS deve ser conduzido com extrema cautela e minúcia. Nesse sentido, os gestores dos RPPS devem empreender uma análise criteriosa das instituições emissoras dos ativos que poderão ser objeto de aplicação e dos prestadores de serviço tanto pessoa jurídica quanto de seus sócios pessoas físicas. Tal procedimento deve abranger não apenas aspectos formais e técnicos, conforme já explicitado, mas também a análise de potenciais conflitos de interesse que possam emergir em quaisquer situações em que ações não estejam alinhadas aos objetivos do RPPS.

147. A identificação de conflitos de interesse é de suma importância, independentemente de qualquer obtenção de vantagem pessoal ou para terceiros, e estejam ou não associados a prejuízos. Nesse contexto, os participantes do processo decisório dos investimentos do RPPS têm o dever imperativo de formalizar a existência de tais conflitos. Essa formalização não apenas atesta a transparência no processo decisório, mas também reforça a aderência dos gestores aos princípios éticos e normativos que regem a gestão previdenciária.

148. Nesse contexto, é imperativo destacar que qualquer participante envolvido no processo decisório de aplicação de recursos do RPPS, seja ele vinculado aos quadros do RPPS ou do ente federativo, que receba remuneração ou vantagem provenientes de prestadores de serviços, distribuidores, intermediários, ou mesmo de fundos, incorre em uma situação sujeita à devida apuração. Tal situação representa uma clara afronta aos princípios éticos e à integridade do processo decisório, comprometendo a imparcialidade e a lisura na gestão dos recursos previdenciários.

149. A legislação pertinente estabelece a necessidade de preservação da independência e imparcialidade dos participantes no processo decisório, proibindo o recebimento de quaisquer benefícios que possam influenciar indevidamente as escolhas. O aceite de remuneração ou vantagens provenientes de prestadores de serviços ou distribuidores introduz um conflito de interesses que mina a confiança e a transparência no ambiente de gestão previdenciária, contrariando os preceitos legais e éticos. A apuração efetiva de tais práticas não apenas visa a responsabilização individual dos envolvidos, mas também preserva a integridade do sistema previdenciário, assegurando a confiança dos beneficiários, órgãos reguladores e demais partes interessadas no cumprimento dos princípios de governança e legalidade.

150. Portanto, a diligência no processo de credenciamento não se limita à conformidade normativa e técnica, mas estende-se à prevenção e gestão de conflitos de interesse. Os gestores dos RPPS desempenham um papel crucial ao avaliar cuidadosamente os agentes envolvidos, garantindo, assim, a integridade, transparência e alinhamento com os objetivos previdenciários. Esse enfoque meticuloso é vital para resguardar a solidez e a ética na condução dos investimentos do RPPS, promovendo a confiança e a sustentabilidade do sistema previdenciário.

151. Outro aspecto crucial a ser considerado no processo de escolha de ativos para investimento reside nos três pilares fundamentais dos investimentos: rentabilidade, risco e liquidez. Como previamente mencionado, a elegibilidade de instituições financeiras para receber recursos de RPPS ou intermediar sua transação está condicionada, entre outros requisitos, à sua obrigação normativa do inciso I do § 2º, art. 21, de instituir comitês de auditoria e risco que, conforme regulamentação do CMN e classificação prudencial do Bacen, envolvem questões relacionadas ao porte das instituições. Nesse contexto, é imperativo que o equilíbrio entre rentabilidade, risco e liquidez seja aderente ao porte da instituição financeira. Dessa forma, o processo decisório de investimentos deve considerar as características de cada instituição financeira para a escolha dos ativos a serem investidos, ponderando não apenas a rentabilidade e a liquidez oferecidas, mas também o nível de risco inerente ao perfil da instituição emitente.

152. Em síntese, o processo de credenciamento no contexto dos RPPS visa formalizar parcerias estratégicas e assegurar a conformidade com os princípios regulatórios, conferindo ao regime a capacidade de interagir eficientemente com os diferentes agentes do mercado financeiro. Essa prática normativa reforça a importância da governança e da diligência na gestão previdenciária, buscando otimizar a alocação de recursos e garantir a segurança e sustentabilidade do sistema.

153. A etapa subsequente abrange a escolha e **execução de alocação/desinvestimento de ativos**, momentos decisivos que demandam a análise de cenários econômicos, avaliação de oportunidades e riscos, e alinhamento estratégico com os objetivos previdenciários. A alocação eficiente busca otimizar a composição do portfólio, enquanto o desinvestimento, quando necessário, requer uma abordagem cuidadosa para mitigar eventuais impactos negativos.

154. Embora a Resolução CMN nº 4.963/2021 e a Portaria MTP nº 1.467/2022 configurem um arcabouço regulatório abrangente e minucioso, delineando o processo decisório de alocação em diversos veículos de investimento, notadamente em fundos de investimentos, é pertinente também concentrar a análise naquilo que concerne à aquisição de ativos financeiros de renda fixa emitidos por instituições financeiras bancárias diretamente ou via corretora.

155. Primeiramente, a necessidade de demonstração clara da motivação por trás da escolha de um intermediador, quando a aquisição de ativos financeiros de renda fixa emitidos por instituições financeiras bancárias poderia ser realizada diretamente junto à instituição emissora ou a aquisição de cotas de fundos de investimento poderia ser realizada diretamente à administradora, constitui um imperativo no âmbito da gestão de investimentos. Tal exigência advém da importância de fundamentar e transparentar as decisões de alocação de recursos, sobretudo quando se opta por envolver intermediários no processo.

156. A motivação subjacente a essa escolha deve ser criteriosamente justificada, explicitando as razões pelas quais a intermediação por corretoras é considerada mais vantajosa ou estratégica em comparação à aquisição direta junto à instituição emissora ou à administradora. Isso pode envolver considerações como eficiência operacional, custos associados, liquidez do mercado, potenciais benefícios de negociação para o RPPS, entre outros fatores pertinentes ao contexto do investimento em questão.

157. A explicitação da motivação assume papel preponderante não apenas como uma prática de conformidade, mas também como um mecanismo que possibilita uma avaliação crítica por parte das partes interessadas. A clareza na apresentação da razão pela qual a intermediação é preferível à aquisição direta contribui para a *accountability*, fortalecendo a confiança dos beneficiários do RPPS, órgãos reguladores e demais partes interessadas.

158. Em segundo lugar, a necessidade de fundamentar a escolha de um intermediário específico, quando há uma gama de prestadores de serviço similares elegíveis, representa mais um aspecto crítico no processo decisório de alocação de recursos em RPPS. Tal exigência decorre da importância de assegurar a transparência, a equidade e a eficiência na seleção de parceiros para a condução das operações financeiras.

159. Quando confrontados com uma diversidade de prestadores de serviço similares, os gestores dos RPPS devem empreender uma análise criteriosa para embasar a opção por determinado intermediário. Esta motivação deve contemplar fatores específicos que justifiquem a escolha, tais como competência técnica, experiência no mercado, custos associados, qualidade da execução das transações, e outros elementos que sejam relevantes para o contexto particular do investimento em consideração, indo em linha com o já exposto em relação ao credenciamento.

160. Além da conformidade com os requisitos normativos, a motivação explícita da preferência por um intermediário específico contribui para a mitigação de potenciais conflitos de interesse e para o reforço da prestação de contas aos atores envolvidos. Essa prática alinha-se com os princípios de governança, permitindo que as escolhas realizadas pelos gestores sejam escrutinadas de maneira objetiva e que a decisão final seja respaldada por critérios transparentes e consistentes.

161. Portanto, a fundamentação da escolha de determinado intermediário em um cenário de diversidade de prestadores de serviço similares não apenas atende a um requisito normativo, mas também promove uma gestão responsável e alinhada aos princípios de eficiência e equidade. A explicitação dos critérios de decisão reforça a integridade do processo decisório, resguardando os interesses do RPPS e

contribuindo para uma gestão de investimentos robusta e ética.

162. Além disso, é imprescindível salientar que, no caso de aquisição de um mesmo ativo de renda fixa de uma instituição financeira específica somente deveria ser realizada por intermédio de corretora caso, pelo menos, a taxa oferecida seja exatamente igual ou menor àquela disponibilizada na aquisição direta junto à instituição emissora. Este critério de equivalência de taxas assume relevância estratégica na decisão de optar pela intermediação por corretoras, considerando que a manutenção da paridade nas condições financeiras mitigaria eventuais custos adicionais associados à transação.

163. Nesse contexto, a **análise comparativa das taxas praticadas entre a corretora e a instituição emissora torna-se uma prática de diligência essencial**, proporcionando ao gestor do RPPS um embasamento consistente para a escolha do canal de aquisição mais vantajoso, alinhado aos princípios de eficiência e otimização de custos no processo de gestão de investimentos. Portanto, a consideração cuidadosa dos parâmetros de rentabilidade, risco, liquidez e equivalência de taxas contribui para a tomada de decisões informadas e alinhadas aos objetivos estratégicos do RPPS, consolidando uma abordagem responsável e transparente na gestão de sua carteira de ativos de renda fixa.

164. A Resolução CMN nº 4.963/2021, em seu art. 22, estabelece a exigência de que, na alocação dos recursos dos RPPS em títulos e valores mobiliários, o gestor dos recursos do regime esteja sujeito à obrigação de realizar consultas em entidades amplamente reconhecidas por sua idoneidade. Essas consultas visam obter informações sobre os preços e taxas dos títulos, com o propósito de utilizá-las como referência durante as negociações no mercado financeiro, antes da concretização efetiva da operação.

**Resolução CMN nº 4.963/2021**

Art. 22. Na aplicação dos recursos do regime próprio de previdência social em títulos e valores mobiliários, conforme disposto nos incisos I e III do § 1º do art. 21, **o responsável pela gestão**, além da consulta à instituição financeira, à instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou às pessoas jurídicas autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários para o exercício profissional de administração de carteira, **deverá observar as informações divulgadas, diariamente, por entidades reconhecidamente idôneas pela sua transparência e elevado padrão técnico na difusão de preços e taxas dos títulos, para fins de utilização como referência em negociações no mercado financeiro, antes do efetivo fechamento da operação.** (grifo nosso)

165. Essa disposição normativa reflete a preocupação do CMN em garantir que a gestão dos recursos dos RPPS seja pautada pela transparência, diligência e busca pela obtenção das melhores condições possíveis nas operações financeiras realizadas. Ao exigir que o gestor do regime consulte entidades idôneas para obter informações sobre preços e taxas dos títulos, o CMN busca assegurar que as decisões de investimento sejam embasadas em informações precisas e confiáveis, minimizando os riscos e maximizando os retornos para os participantes e beneficiários do regime.

166. Essa exigência também evidencia a importância da diligência na condução das operações financeiras pelos gestores dos RPPS, uma vez que a consulta a entidades reconhecidas pelo mercado contribui para a formação de uma análise embasada e criteriosa sobre as condições de mercado. Além disso, ao estabelecer tal requisito, o CMN reforça a necessidade de compliance por parte dos responsáveis pela gestão dos recursos previdenciários, promovendo a conformidade com as diretrizes regulatórias e a preservação da integridade e segurança dos investimentos realizados pelos RPPS.

167. Uma análise congênere deve ser realizada em relação à aquisição de cotas de fundos de investimento, incorporando a avaliação das exigências e requisitos previstos na Resolução CMN nº 4.963/2021, assim como a análise das informações mínimas estipuladas no art. 108 e, no que couber, nos arts. 109 a 111 da Portaria MTP nº 1.467/2022.

168. Analogamente, uma análise criteriosa também deve ser realizada em relação aos títulos de emissão do Tesouro Nacional registrados no SELIC, cujo principal risco está associado ao mercado (taxa pelo qual foi adquirido e o momento do desinvestimento). Tal previsão encontra respaldo no art. 7º, inciso I, alínea "a" da Resolução CMN nº 4.963/2021. Os critérios para a operacionalização da aquisição dos títulos do Tesouro Nacional pelos RPPS foram delineados nos arts. 2º ao 4º do Anexo VIII da Portaria MTP nº 1.467/2022. Esses dispositivos normativos visam garantir que a gestão dos recursos previdenciários seja

conduzida de maneira prudente e diligente, de modo a salvaguardar os interesses dos participantes e beneficiários do regime.

Art. 2º A unidade gestora do RPPS, em caso de negociações diretas com títulos de emissão do Tesouro Nacional, deverá comprovar:

I - a consulta às informações divulgadas por entidades representativas de participantes do mercado financeiro e de capitais reconhecidamente idôneas pela sua transparência e elevado padrão técnico na difusão de preços e taxas dos títulos, e a sua utilização como referência nas negociações, bem como, ao volume, preços, e taxas das operações registradas no SELIC, antes do efetivo fechamento da operação;

II - a utilização de plataformas eletrônicas administradas por sistemas autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM ou que as aquisições foram efetuadas em ofertas públicas do Tesouro Nacional, por intermédio das instituições regularmente habilitadas;

III - o registro do valor e do volume dos títulos efetivamente negociados; e

IV - que os títulos estão sob a titularidade do RPPS, com base nas informações de sistema de registro, de custódia ou de liquidação financeira, sejam depositados perante depositário central (SELIC).

Parágrafo único. Além de consulta às taxas e preços na forma do inciso I do caput, no dia das negociações, deverão ser verificados os registros no SELIC das operações do dia anterior, conforme informações divulgadas pelo Banco Central do Brasil ou pelas entidades representativas de participantes do mercado financeiro e de capitais.

Art. 3º A plataforma eletrônica de negociação deverá garantir que o preço e taxa a ser negociado na aquisição ou venda do título decorra de condições normais de mercado, impossibilitando a criação de condições artificiais de oferta ou de demanda e a adoção de práticas não equitativas pelos participantes.

Art. 4º Para comprovação de operações realizadas em ofertas públicas do Tesouro Nacional, a unidade gestora deverá arquivar os documentos de comunicação com a instituição que participou do leilão.

169. A tomada de decisão referente à aplicação ou desinvestimentos de recursos em quaisquer dos veículos de investimentos dos segmentos permitidos pela Resolução CMN nº 4.963/2021 implica a obrigatoriedade de registro formal em ata do colegiado competente. Essa prática consubstancia-se em um procedimento normativo fundamental, exigindo uma descrição minuciosa e detalhada do processo decisório, contemplando tanto informações qualitativas quanto quantitativas que fundamentaram tal deliberação.

170. A ata deve ser um documento abrangente, fornecendo uma narrativa pormenorizada sobre os elementos que embasaram a decisão, incluindo análises de riscos, perspectivas de rentabilidade, e quaisquer outros fatores relevantes para o entendimento abrangente do contexto decisório. Adicionalmente, devem ser registrados eventuais votos divergentes, acompanhados de suas justificativas, evidenciando a pluralidade de perspectivas no colegiado. A inclusão do parecer de consultoria, quando existente, bem como outras informações de relevância para a tomada de decisão, é crucial para conferir transparência e integralidade ao processo.

171. Essa prática não apenas atende a requisitos normativos, mas também constitui uma salvaguarda contra arbitrariedades e assegura uma prestação de contas eficaz, contribuindo para a governança e para a confiança dos participantes envolvidos. A robustez e completude do registro em ata refletem a responsabilidade e a diligência na condução das operações do RPPS, alinhando-se aos princípios da Resolução CMN nº 4.963/2021 e às melhores práticas de gestão previdenciária.

172. Como complemento ao registro em ata, torna-se imperativo o preenchimento de documentos acessórios essenciais para uma gestão transparente e responsável dos investimentos. Dentre estes documentos, destacam-se o preenchimento do Formulário Autorização de Aplicação e Resgate (APR) e, quando aplicável, a elaboração do atestado de compatibilidade.

173. As informações do Formulário APR deverão ser inseridas no Demonstrativo de Aplicação e Investimento dos Recursos (DAIR), com as informações dos responsáveis pelo investimento ou desinvestimento realizados **e das razões que motivaram tais operações**, conforme instruções disponibilizadas no endereço eletrônico da Previdência Social na rede mundial de computadores, nos termos do art. 116 da Portaria MTP nº 1.467/2022. Os Formulários APR têm que ser preenchidos com a

identificação clara da motivação da aplicação ou resgate, pois assim, será um dos meios de demonstrar o cumprimento dos princípios da transparência, motivação e finalidade.

174. Já as aplicações que apresentem prazos para desinvestimento, inclusive para vencimento, resgate, carência ou para conversão de cotas de fundos de investimento, deverão ser precedidas de atestado elaborado pela unidade gestora, evidenciando a compatibilidade da aplicação com as obrigações presentes e futuras do RPPS.

175. O atestado de compatibilidade configura-se como um documento singular que requer elaboração individualizada para cada aplicação que esteja em consonância com as situações delineadas pelo art. 115 da Portaria MTP nº 1.467/2022. É imperativo ressaltar que a natureza específica desse documento demanda uma abordagem focalizada, não sendo admissíveis documentos genéricos, como parecer atuarial e estudo de Asset Liability Management (ALM), que não abordem diretamente a aplicação em questão e suas características (valor, prazo, data da aplicação etc.).

176. Na derradeira etapa do processo decisório, a **avaliação e monitoramento das aplicações** surgem como elementos essenciais. A análise periódica do desempenho dos ativos, em consonância com as metas estabelecidas, torna-se imperativa para a viabilização de ajustes estratégicos, garantindo a contínua aderência aos objetivos previdenciários preconizados. Esse processo de monitoramento engloba a avaliação sistemática de indicadores de desempenho, a revisão constante da conformidade com a política de investimentos adotada e a consideração atenta de fatores macroeconômicos suscetíveis de influenciar decisões futuras.

177. A diligência nessa fase crítica do ciclo de investimento visa assegurar a eficácia da gestão previdenciária, proporcionando flexibilidade e adaptabilidade diante das dinâmicas do mercado e das variáveis econômicas, promovendo, assim, a sustentabilidade e o alcance dos objetivos de longo prazo do RPPS.

178. Em síntese, o processo decisório de aplicação de recursos nos RPPS é um ciclo dinâmico e estratégico que se inicia na definição da política de investimentos, percorre as fases de credenciamento, escolha e execução de alocação/desinvestimento de ativos, culminando na avaliação e monitoramento constante das aplicações realizadas. Essa abordagem sistemática visa otimizar a gestão dos ativos previdenciários, assegurando a busca pelo equilíbrio entre rentabilidade e risco, em consonância com os objetivos de longo prazo do RPPS.

179. O processo decisório de investimentos deve demonstrar de forma clara a motivação pela escolha de determinada instituição (por meio do credenciamento) e a economicidade de seleção do ativo a ser investido, por meio da comparação entre taxas, custos e riscos de produtos similares, só assim se garante a sua efetiva pertinência à finalidade da gestão de recursos do RPPS: garantia das reservas para o pagamento dos benefícios dos segurados do regime.

180. Por fim, importante se faz mencionar que a aplicação do conceito de dever fiduciário, previamente explorado no contexto da atuação dos intermediários no mercado de valores mobiliários, também se estende aos gestores dos RPPS. **Sob essa perspectiva, o dever fiduciário refere-se à obrigação legal e ética que incumbe os gestores do RPPS de agir no melhor interesse dos segurados do regime, priorizando a transparência, a diligência e a gestão prudente dos recursos previdenciários.**

181. Assim como os intermediários no mercado de valores mobiliários são compelidos a agir com lealdade e diligência em relação aos investidores, os gestores do RPPS devem adotar uma postura análoga, assegurando que suas decisões de investimento sejam fundamentadas em critérios objetivos e alinhadas com as obrigações de curto, médio e longo prazos do regime. Isso implica em evitar conflitos de interesse, comunicar informações relevantes de maneira clara e precisa, e implementar práticas de gestão de risco que salvaguardem os interesses dos participantes e beneficiários do RPPS.

182. Portanto, a extensão do princípio de dever fiduciário aos gestores do RPPS reforça a importância da integridade e responsabilidade na administração dos recursos previdenciários, contribuindo para a preservação e a sustentabilidade dos regimes de previdência social. Esta abordagem, embasada em princípios éticos e legais, resguarda os interesses dos beneficiários e promove a confiança no sistema previdenciário como um todo.

## OUTRAS QUESTÕES A SEREM OBSERVADAS NAS APLICAÇÕES DOS RPPS

183. O art. 2º da Resolução CMN nº 4.963/2021 estabelece os diversos segmentos nos quais os RPPS podem alocar seus recursos, conforme segue:

Art. 2º Observadas as limitações e condições estabelecidas nesta Resolução, os recursos dos regimes próprios de previdência social devem ser alocados nos seguintes segmentos de aplicação:

- I - **renda fixa**; (grifo nosso)
- II - renda variável;
- III - investimentos no exterior;
- IV - investimentos estruturados;
- V - fundos imobiliários;
- VI - empréstimos consignados.

184. Entre os diversos veículos de investimento do segmento de renda fixa permitidos pelo art. 7º da Resolução CMN nº 4.963/2021, destacam-se, para a análise em questão, os ativos financeiros de emissão de instituições financeiras bancárias:

Art. 7º No segmento de renda fixa, as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social subordinam-se aos seguintes limites:

.....

- IV - até 20% (vinte por cento) diretamente em ativos financeiros de renda fixa de emissão com obrigação ou coobrigação de instituições financeiras bancárias autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, que atendam às condições previstas no inciso I do § 2º do art. 21;

185. No contexto dos RPPS, a alocação de recursos em ativos financeiros bancários de renda fixa se concentra predominantemente em dois instrumentos principais, os CDB e as Letras Financeiras.

186. Os CDB são títulos de renda fixa, representativos de depósitos a prazo, emitidos pelos bancos comerciais (e outras instituições financeiras) como mecanismos de captação de recursos. Envolvem uma promessa de pagamento futuro do valor investido, acrescido da remuneração pactuada no momento da transação.

187. Ao aplicar em um CDB, o investidor está emprestando dinheiro para a instituição financeira, com a expectativa de receber, em data futura, o valor aplicado (principal), acrescido da remuneração prevista quando da aplicação.

188. As taxas de remuneração pactuadas na emissão de um CDB podem ser prefixadas, pós-fixadas ou híbridas, e podem ter mais de uma base de remuneração, desde que prevaleça a mais vantajosa para o cliente. No caso de taxas pós-fixadas, é comum que essa remuneração seja apresentada aos clientes como um percentual em relação ao índice de referência, em geral o CDI. Por exemplo, um CDB que remunere 90% do CDI significa que, se no prazo acordado o retorno do CDI tiver sido de 7%, o CDB irá dar um retorno bruto ao investidor de 6,3% (90% x 7%). As emissões híbridas, em geral, oferecem uma taxa de juros pré-fixada mais a variação do IPCA. Geralmente, as taxas são proporcionais aos volumes aplicados, isto é, quanto mais recursos, melhor a taxa de remuneração.

189. A condição de liquidez dos CDB depende do que for estipulado na contratação. Os prazos mínimos para aplicação e resgate podem ser de apenas 01 dia, mas há casos em que o banco pode estipular uma carência maior para resgate, como seis meses, um ano ou mais. Em geral, quanto menor a liquidez, maior tende a ser a remuneração ofertada. É importante o investidor estar atento a isso, para checar se a liquidez oferecida atende aos seus objetivos, porque, caso queira resgatar antes do prazo mínimo, pode não haver remuneração ou perda de parte da remuneração (devolução com deságio).

190. Por serem títulos de renda fixa emitidos por instituição financeira, o principal risco a que os CDB estão expostos é o risco de crédito da própria instituição, ou seja, o risco de o banco que captou os



recursos não pagar, situação que ocorre, geralmente, em casos extremos, como uma liquidação extrajudicial decretada. Por isso, quanto mais sólido for o banco, menor é o risco. Mas os depósitos a prazo, como o CDB, são cobertos pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), o que confere mais segurança ao investimento, a depender dos valores envolvidos.

191. O FGC é uma entidade privada, sem fins lucrativos, que administra o mecanismo de proteção aos depositantes e investidores no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, até os limites estabelecidos pela regulamentação, contra instituições financeiras a ele associadas, em caso de intervenção e liquidação extrajudicial e reconhecimento, pelo Bacen, do estado de insolvência de instituição associada. Integra também o objeto do FGC, consideradas a missão institucional de contribuir para a manutenção da estabilidade do Sistema Financeiro Nacional e para a prevenção de crise bancária sistêmica, a contratação de operações de assistência ou de suporte financeiro, incluindo operações de liquidez com as instituições associadas, diretamente ou por intermédio de empresas por estas indicadas, inclusive com seus acionistas controladores.

192. Resumidamente, o FGC garante recursos depositados em bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e Caixa Econômica Federal. A garantia é de até R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), por instituição, limitados a R\$1 milhão a cada quatro anos, no conjunto das instituições financeiras onde o cliente mantém seus recursos.

193. Apesar da proteção oferecida pelo FGC, o risco associado aos investimentos dos RPPS é significativamente maior. Isso ocorre porque o volume de recursos aplicados pelos RPPS geralmente extrapola em muito os limites de cobertura do FGC por instituição financeira e por CPF ou CNPJ. A magnitude dos recursos geridos pelos RPPS, destinada a garantir a solvência dos benefícios previdenciários ao longo de décadas, demanda investimentos de valores substancialmente superiores ao teto de proteção oferecido pelo FGC.

194. Os CDB são, portanto, alternativa de investimento que podem atender a diferentes objetivos e perfis, a dependerem do prazo disponível e do montante investido, pois oferecem condições de remuneração específicas.

195. Já a Letra Financeira é um título de crédito de emissão exclusiva de instituições financeiras que consiste em “promessa de pagamento em dinheiro, nominativo, transferível e de livre negociação”, como definido na Lei nº 12.249/2010, e que possui características de um instrumento de captação de médio e longo prazo.

196. A Letra Financeira pode ser emitida por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias, sociedades de crédito imobiliário, cooperativas de crédito e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

197. A Letra Financeira não pode ser emitida com valor unitário inferior a R\$ 300.000,00 (se contiver cláusula de subordinação) ou R\$ 50.000,00 (se não contiver cláusula de subordinação), e deve ter prazo mínimo de 24 meses para o vencimento (se não contiver cláusula de subordinação). Exclusivamente quando emitida com cláusula de subordinação, a Letra Financeira pode prever vencimento condicionado somente à ocorrência da dissolução da instituição emissora ou do inadimplemento da obrigação de pagar a remuneração estipulada, caso em que ambas as condições deverão constar do título.

198. A cláusula de subordinação significa que, quando o papel contém esse determinante, caso o banco tenha problemas financeiros, o cliente só receberá o valor que investiu depois de a instituição pagar outros credores

199. Devido às suas características, a Letra Financeira apresenta contornos semelhantes aos das debêntures, razão pela qual é informalmente chamada de “debênture dos bancos”, já que essas instituições financeiras não podem emitir tais títulos.

200. A Letra Financeira é uma opção para diversificação de investimento, além de ser uma alternativa de aplicação de longo prazo que oferece condições de remuneração diferenciadas.

201. Os riscos para os RPPS associados às Letras Financeiras são semelhantes aos dos CDB, uma vez que ambos os instrumentos são de renda fixa, emitidos por instituições financeiras bancárias e estão sujeitos às mesmas condições de crédito e de mercado, contudo, não de liquidez. Diferentemente do CDB, a Letra Financeira não permite ao investidor o resgate parcial ou total antes do vencimento. Por isso, esse ativo é um investimento adequado somente para um horizonte de longo prazo.

202. No entanto, uma diferença crucial reside na proteção oferecida pelo FGC. Enquanto os CDB são protegidos pelo FGC até o limite estabelecido, proporcionando uma camada adicional de segurança aos investidores em caso de insolvência da instituição emissora, as Letras Financeiras não contam com essa garantia. Essa ausência de proteção do FGC nas Letras Financeiras implica que os investidores assumem integralmente o risco de crédito da instituição emissora, o que pode influenciar a avaliação de risco e o apetite dos investidores por esse tipo de ativo.

203. A Portaria MTP nº 1.467/2022, especificamente no § 2º do art. 103, estabelece critérios rigorosos para o credenciamento das instituições que recebem recursos dos RPPS. Esses critérios são aplicáveis inclusive às instituições financeiras bancárias emissoras de ativos financeiros aptos a receberem diretamente as aplicações do regime, mas é de suma importância que os aspectos previstos no parágrafo único do art. 6º da Lei nº 9.717/98 (boa qualidade de gestão, ambiente de controle interno, histórico e experiência de atuação, solidez patrimonial, volume de recursos sob administração e outros destinados à mitigação de riscos) sejam também observados quando da escolha de classes de fundos de investimento. Assim, as carteiras de investimento das classes também devem ser objeto de verificação e a sua política de investimento deve estar aderente a do regime próprio.

204. A Portaria MTP visa assegurar que as instituições emissoras de CDB, Letras Financeiras e outros instrumentos de renda fixa estejam devidamente qualificadas e cumpram com exigências tais como solidez financeira, experiência e governança. Tais requisitos são essenciais para garantir a segurança dos recursos previdenciários e a integridade do sistema de investimentos dos RPPS. Ao estabelecer padrões elevados para o credenciamento, a Portaria MTP contribui para a mitigação dos riscos associados aos investimentos, promovendo um ambiente mais seguro e estável para a gestão dos ativos previdenciários, e reforçando a necessidade de uma avaliação criteriosa das instituições emissoras por parte dos gestores de RPPS.

Art. 103. A unidade gestora do RPPS deverá realizar o prévio credenciamento de todas as instituições que recebam ou administrem recursos do regime.

§ 1º As aplicações dos recursos do RPPS deverão observar os parâmetros de mercado e poderão ser realizadas por meio de instituições públicas ou privadas, desde que registradas, autorizadas ou credenciadas pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil.

**§ 2º Os critérios para o credenciamento das instituições deverão estar relacionados à boa qualidade de gestão, ao ambiente de controle interno, ao histórico e experiência de atuação, à solidez patrimonial, ao volume de recursos sob administração, à exposição a risco reputacional, ao padrão ético de conduta e à aderência da rentabilidade a indicadores de desempenho e a outros destinados à mitigação de riscos e ao atendimento aos princípios de segurança, proteção e prudência financeira.**

§ 3º Para o credenciamento da instituição, deverão ser observados e formalmente atestados pela unidade gestora do RPPS:

I - registro ou autorização na forma do § 1º e inexistência de suspensão ou inabilitação pela CVM, pelo Banco Central do Brasil ou por outro órgão competente;

II - observância de elevado padrão ético de conduta nas operações realizadas no mercado financeiro e ausência de restrições que, a critério da CVM, do Banco Central do Brasil ou de outros órgãos competentes, desaconselhem um relacionamento seguro;

III - análise do histórico de sua atuação e de seus principais controladores;

IV - experiência mínima de 5 (cinco) anos dos profissionais diretamente relacionados à gestão de ativos de terceiros; e

V - análise quanto ao volume de recursos sob sua gestão e administração, bem como quanto a qualificação do corpo técnico e segregação de atividades.

§ 4º O credenciamento se aplica ao gestor e ao administrador dos fundos de investimento **das instituições financeiras bancárias emissoras de ativos financeiros aptos a receberem diretamente as aplicações do regime.** (grifos nossos)

205. A análise de risco, que, no caso de CDB ou Letras Financeiras, deve levar em conta a segmentação prudencial das instituições financeiras pelo Bacen (S1, S2 ou S3) deve ser tanto, de forma prévia à aplicação, quanto após a aplicação já realizada, e é um componente essencial da gestão de investimentos, encontrando respaldo não apenas nas boas práticas do mercado financeiro, mas também em normativas específicas como o art. 125 da Portaria MTP nº 1.467/2022.

Art. 125. A unidade gestora deverá identificar, analisar, avaliar, controlar e monitorar os riscos dos investimentos de recursos do RPPS, por meio de procedimentos e controles internos formalizados.

§ 1º Deverá ser realizada a análise prévia dos riscos dos investimentos, sendo que a utilização de avaliação de agência classificadora de risco registrada na CVM ou reconhecida por essa autarquia constitui um dos elementos a serem considerados, não substituindo a responsabilidade dos participantes dos processos decisórios do RPPS.

§ 2º Deverão ser considerados na análise de riscos, sempre que possível, os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos.

206. Este dispositivo da Portaria, editada com base na Lei nº 9.717/98 impõe à unidade gestora, conforme previsto em Resolução do CMN, a responsabilidade de identificar, analisar, avaliar, controlar e monitorar os riscos associados aos investimentos dos recursos do RPPS. Para tanto, a Portaria MTP exige que esses processos sejam conduzidos através de procedimentos e controles internos formalizados, assegurando uma abordagem sistemática e documentada da gestão de riscos. A utilização de avaliações de agências classificadoras de risco como parte do processo prévio à aplicação é igualmente prevista, fornecendo uma camada adicional de rigor e objetividade na análise de risco. Esta prática não apenas atende às exigências regulatórias, mas também alinha a gestão dos RPPS com os padrões de excelência e prudência esperados no mercado financeiro. A implementação de tais medidas é crucial para proteger os recursos previdenciários, assegurar a sustentabilidade dos regimes e promover a confiança dos beneficiários na solidez dos investimentos realizados.

207. Já a comparação dos produtos financeiros que se almeja aplicar com produtos semelhantes ou outros de diferentes instituições financeiras é uma prática imperativa na gestão de investimentos dos RPPS. Este procedimento, além de ser uma boa prática de mercado, é essencial para garantir a maximização dos rendimentos e a minimização dos riscos, contribuindo para a solidez e sustentabilidade dos regimes previdenciários. A Portaria MTP nº 1.467/2022, ao estabelecer diretrizes para a gestão de riscos e a alocação de recursos dos RPPS, implicitamente promove a necessidade de uma análise comparativa rigorosa. A comparação entre produtos de diferentes instituições financeiras permite aos gestores avaliarem a competitividade das taxas de retorno, as condições de liquidez e os níveis de risco associados a cada investimento.

208. Ademais, essa análise comparativa é fundamental para identificar oportunidades de diversificação, reduzir a exposição a riscos específicos de uma única instituição financeira e assegurar que os recursos dos RPPS sejam investidos em condições favoráveis e competitivas. A avaliação de alternativas de investimento deve considerar, como já explanado anteriormente, diversos fatores, incluindo a solidez financeira das instituições emissoras, as classificações de risco atribuídas por agências especializadas, e o histórico de desempenho dos produtos financeiros.

209. A prática de comparar diferentes produtos financeiros também está alinhada com os princípios de diligência e prudência que devem orientar a gestão de recursos previdenciários, conforme previsto na legislação vigente. A adoção de uma abordagem comparativa detalhada contribui para a transparência e a *accountability* na administração dos RPPS, proporcionando uma base sólida para a tomada de decisões informadas e fundamentadas.

210. Portanto, é imperativo que a unidade gestora dos RPPS implemente processos robustos de comparação de investimentos, integrando essa prática em seus procedimentos de controle interno e de análise de risco. Dessa forma, a unidade gestora poderá assegurar que os investimentos realizados sejam os mais vantajosos e seguros possíveis, em conformidade com os objetivos de longo prazo dos regimes

previdenciários e as expectativas dos beneficiários.

211. Outro aspecto crucial na aquisição de ativos de renda fixa pelos RPPS é o prazo de vencimento desses instrumentos financeiros. A gestão eficiente dos recursos dos RPPS requer uma cuidadosa consideração das obrigações financeiras do regime em diferentes horizontes temporais – curto, médio e longo prazos. A liquidez da carteira de investimentos deve ser compatível com esses compromissos, de modo a garantir que os recursos estejam disponíveis conforme necessário para cumprir com as responsabilidades previdenciárias.

212. Os RPPS possuem compromissos financeiros recorrentes, como o pagamento de benefícios previdenciários, que demandam uma disponibilidade contínua de recursos. Portanto, ao investir em ativos de renda fixa, a unidade gestora deve alinhar o vencimento desses ativos com as necessidades de liquidez do regime. Ativos com prazos de vencimento mais curtos podem ser mais adequados para atender aos compromissos de curto prazo, proporcionando uma maior flexibilidade e reduzindo o risco de liquidez, por exemplo.

213. No entanto, é igualmente importante considerar a alocação de parte dos recursos em ativos de prazos mais longos, que geralmente oferecem retornos mais elevados em compensação pelo maior tempo de imobilização do capital. Essa estratégia pode ser vantajosa para atender às obrigações de médio e longo prazo dos RPPS, desde que seja equilibrada com a necessidade de manter um nível adequado de liquidez na carteira global de investimentos.

214. A escolha do prazo de vencimento dos ativos de renda fixa deve ser fundamentada em uma análise abrangente das projeções de fluxo de caixa do RPPS, levando em conta as previsões de entrada e saída de recursos. Ferramentas de planejamento financeiro, como a ALM, podem auxiliar na determinação dos prazos de vencimento ideais para os ativos, alinhando-os com os compromissos futuros do regime.

215. A ALM é um estudo técnico de gerenciamento de ativo e passivo que tem por objetivo identificar a melhor alocação estratégica baseado na situação atuarial do RPPS, considerando premissas e hipóteses de simulação com base em fluxos de caixa atuarial e cenários macroeconômicos. O referido estudo proporcionará ao RPPS buscar composições de carteiras de investimentos que possam suportar e alongar a sobrevivência do plano de benefícios, e que apresentem melhor relação entre resultado esperado e risco de déficit no conjunto das combinações entre os cenários adotados para as variáveis de mercado (CDI, INPC, IPCA, IGP-M, Bolsa de Valores etc.) e os cenários simulados para o fluxo de caixa líquido de benefícios.

216. Independentemente da realização de estudos de ALM, a Portaria MTP nº 1.467/2022 já estabelece requisitos rigorosos para as aplicações financeiras dos RPPS. Conforme já explanado anteriormente, a Portaria exige que todas as aplicações que apresentem prazos específicos para desinvestimento, como vencimento, resgate, carência ou conversão de cotas de fundos de investimento, devem ser precedidas por um atestado elaborado pela unidade gestora. Este atestado deve evidenciar claramente a compatibilidade entre as necessidades de liquidez do plano de benefícios e os fluxos de pagamento dos ativos com os prazos e montantes das obrigações financeiras e atuariais do regime, tanto presentes quanto futuras.

217. A exigência de tal atestado reforça a importância de uma gestão prudente e alinhada às necessidades de liquidez do RPPS. Mesmo na ausência de um estudo ALM formal, a Portaria impõe uma abordagem estruturada e metódica para assegurar que os investimentos estejam em consonância com as obrigações do regime. Esse procedimento é fundamental para garantir que os recursos estarão disponíveis quando necessário para o cumprimento das responsabilidades previdenciárias, evitando assim riscos de liquidez que poderiam comprometer a solvência e a estabilidade financeira do regime.

218. Além disso, o atestado funciona como um mecanismo de transparência e prestação de contas, assegurando que a unidade gestora adote uma postura proativa na avaliação e compatibilização dos fluxos financeiros. A compatibilidade entre os prazos de desinvestimento dos ativos e as obrigações financeiras e atuariais do RPPS deve ser analisada com rigor, considerando fatores como as projeções de fluxo de caixa, a estrutura etária dos beneficiários, e as expectativas de pagamento de benefícios futuros. Esse nível de detalhamento é essencial para assegurar uma gestão financeira equilibrada e sustentável.

219. A Portaria também enfatiza a necessidade de considerar os diferentes prazos de vencimento

e resgate dos ativos, garantindo que eles se alinhem com as necessidades imediatas, de médio e longo prazo do regime. Essa análise deve ser contínua e dinâmica, adaptando-se às mudanças nas condições econômicas e nas expectativas demográficas dos beneficiários. A formalização desse processo através de um atestado fornece uma base documentada que pode ser auditada e revisada, promovendo uma cultura de governança robusta e de alta integridade na gestão dos RPPS.

220. Como os títulos privados permitidos pela Resolução CMN nº 4.963/2021 têm como principal fonte de risco, o risco de crédito, ao contrário dos títulos públicos federais, emitidos pelo Tesouro Nacional que trazem embutido o risco soberano, que representa o risco país, nos títulos privados os cuidados com os riscos assumidos se tornam ainda mais presentes e devem ser objeto de análise detalhada pelo RPPS antes da sua aquisição. Conforme comentado, as Letras Financeiras não possuem garantia do FGC, o que torna o seu risco integral, pois ao contrário, os CDB possuem garantia de R\$ 250.000,00 por CNPJ emissor, até o teto de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) por CNPJ tomador do crédito. Neste sentido, os títulos de crédito trazem, na maioria dos casos, riscos maiores de que as cotas seniores de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), por exemplo, e, em muitos casos, trazem o risco maior do que as cotas de fundos de crédito privado, ante o ganho na pulverização dos ativos destes fundos.

221. Além do mais, os RPPS estão autorizados apenas a adquirir estes ativos das instituições que atendam ao disposto no inciso I do § 2º do art. 21 da Resolução CMN nº 4.963/2021, o que limita a seleção dos emissores quando das entidades participantes definidas na regulação prudencial estabelecida pelo Bacen como S1 e S2, e um pouco mais numerosa na lista de participantes da S3. Pela definição de cada segmentação já explanada neste Parecer, há que se levar em consideração que as instituições S1 têm porte, no mínimo, dez vezes superior as instituições contempladas no segmento S3, sendo as S2 de 1 a 10 vezes este porte. Neste cenário, importante mencionar que, pelo princípio da segurança, investir em ativos de instituições de maior porte é, s.m.j., mais seguro que nas demais, porém pode oferecer uma rentabilidade menor.

222. Assim, previamente, já deverá o RPPS apontar o risco que entende ser pertinente, em relação a taxa de juros contidas nos títulos da instituição S1 em relação aos Títulos Públicos; da S2 em relação à S1 e aos títulos públicos e da S3 em relação aos títulos públicos, às S1 e às S2, sendo possível inferir que, em princípio, o risco S3 é maior que o risco S2, que é maior que o risco S1 que é maior que o risco de títulos públicos federais.

223. Além disso, tem que se levar em consideração, antecipadamente, quais os níveis de risco contido em cada um dos participantes dos segmentos, a fim de deixar transparente o que cada um representa de risco entre os demais possíveis emitentes do seu segmento, bem como dos demais segmentos. Uma forma de apurar se a análise tem respaldo na segurança dos investimentos, é contrapor a nota de *rating* (para maiores informações sobre o tema, consultar Nota Técnica SEI nº 203/2024) da instituição emissora contra a nota de *rating* admitida pelo RPPS para seu investimento em fundos de crédito privado ou em FIDC. As notas de *rating* das Letras Financeiras ou CDB devem ser de menor risco que as notas de *rating* admitidas aos fundos, e aos créditos neles contidos, haja vista que nestes fundos há distribuição do risco entre ativos de emissores diferentes, e nos títulos privados comprados o risco está concentrado em um só emissor.

224. Com relação ao estudo de ALM, nem todos os RPPS têm condições de instituí-los, todavia, seria importante para parametrizar o prazo dos ativos objeto de investimento, haja vista que há a necessidade de manter-se a liquidez do ativo, possibilitando resgate conforme necessidade do passivo. No entanto, sua instituição é imperativa especialmente quando o regime aplica em investimentos com prazos alongados. Com base nestes estudos, poderia antecipar as janelas de liquidez previstas no estudo e se teria uma boa estimativa enquanto poder-se-ia alocar em montante e tempo de vencimento. Há que se notar que a maioria dos títulos privados, em especial as Letras Financeiras e os CDB são emitidos sem possibilidade de liquidação antecipada, o que tornaria imprescindível um elemento técnico preciso, previamente conhecido, a fim de se estabelecer qual seria o valor passível de alocação sem liquidez, perante qual prazo e com qual rentabilidade prevista.

225. Por sua vez, a apuração e análise da relação "risco x retorno" é uma prática de governança nos investimentos muito importante e mandatária, especialmente no que diz respeito aos recursos públicos.

Assim, é imperativo haver estudo prévio e detalhado dos juros que justifique o risco a ser suportado nas aplicações em crédito privado. Ao gestor de recursos do RPPS cabe medir o risco envolvido na operação como a compra direta de ativos, assim como o deve fazer na aquisição de cotas de fundos de investimento. Não precificando a correta relação "risco x retorno" do seu investimento, o mesmo fere os princípios previstos na Lei nº 9.717/98 e na Lei de Responsabilidade Fiscal, em especial, os da segurança, proteção e prudência financeira, ferindo, assim, a governança na gestão de investimentos como um todo.

226. A tomada de risco nos investimentos é decisão prévia que se deve tomar em qualquer espécie de investimento. Aplicar recursos públicos sem um fundamentado estudo nesse sentido não justifica a escolha do ativo. Considerando que existem parâmetros objetivos dentro deste universo que podem ser mensurados de forma a facilitar o estudo do risco envolvido na operação, o RPPS, por análise própria ou por retorno de sua consultoria, deve ter bastante claro o risco trazido por cada uma das instituições que previamente credenciou para a operação, e qual seria o prêmio de risco que justificasse o investimento em uma delas em detrimento das demais. Para a verificação dos riscos envolvidos, importante que haja um estudo comparando instituições, entre elas e entre todas, para que fique bastante claro para os órgãos de fiscalização e de controle, internos ou externos, a motivação para a escolha dos investimentos, pelo volume, pelo risco e pela possibilidade de retorno.

227. O estudo prévio deve apontar a diferença de risco entre cada um dos emissores, somente com a cotação entre os segmentos, e dentro deles, pode apurar qual será o melhor investimento dentro desta classe de ativos. O gestor de recursos do RPPS deve ter qualificação para tanto e a rotina de cotação deve estar previamente descrita em manual ou ato que pudesse dar transparência à realização de qualquer investimento. Como enfatizado anteriormente, por não se tratar de um único emissor como nos títulos públicos, os investimentos diretos em títulos privados ou em classes de fundos de investimento que investem nesses ativos, devem prescindir de muitos mais estudos e cuidados (diligências básicas).

228. Outro ponto a ser considerado é que, ante a volatilidade do mercado, cotações feitas em datas diferentes não podem servir de parâmetro para os investimentos. As cotações para todos os participantes devem ser realizadas pelo mesmo volume e ao mesmo tempo, permitindo a correta comparação entre os juros praticados pelos Títulos Públicos, Letras Financeiras e CDB de todos os participantes do mercado que devem ser previamente credenciados, a fim de tornar justa a pesquisa e poder escolher o melhor investimento ante ao estudo prévio realizado. Caso contrário, o gestor de RPPS estará ferindo os princípios da boa gestão e correndo o risco de ser enquadrado no disposto no artigo 8º-A, da Lei nº 9.717/1998.

229. Na relação "risco x retorno" dos investimentos é imprescindível que se analise qual a taxa de risco embutida nos papéis adquiridos que autorizem o aumento do risco que se corre em cada um dos investimentos dos RPPS. O mercado financeiro oferece várias vias de informações sobre os juros contidos nos títulos públicos, de forma "on line", não sendo crível que esta informação não seja de conhecimento dos gestores antes da decisão sobre qual ativo adquirir.

230. Como antes mencionado, a diferença entre os prêmios deve ser objeto de estudo anterior a decisão de investimentos nestes tipos de ativo. Há que ser analisado na decisão de investimento, é a comparação com as taxas de juros dos títulos públicos federais, assim, é coerente que a taxa a ser obtida no mercado de títulos privados ou o aumento da exposição em classes de fundos que invistam nesses ativos deve ser extremamente atraente a fim de que se corra o risco de crédito privado ao invés do risco soberano, fazendo com que a comparação e o prévio estudo sobre a referida margem devam trazer como referência inicial os títulos públicos federais.

231. Não se pode esquecer que a necessidade de diversificação nos investimentos dos RPPS é regra fundamental contida na Resolução CMN nº 4.963/2021. Investir de forma a concentrar o risco inteiro da carteira no mesmo emissor é assumir um risco desproporcional e um ato de falta de governança. Quando olhamos a composição das carteiras dos investimentos representada por fundos de renda fixa, a única exceção de concentração que encontramos na Resolução está em títulos públicos federais. Somente fundos de títulos públicos federais admitem concentração em um só emissor. Esse princípio da diversificação deve ser observado tanto nas aplicações dos regimes próprios em fundos de investimento quanto em ativos emitidos por instituições privadas. Em que pese o inciso IV do art. 7º da Resolução CMN nº 4.963/2021 admitir a

alocação de até 20% dos recursos do RPPS em um mesmo emissor privado, deve-se considerar a relação "risco x retorno" já explanada anteriormente em concentração excessiva deste tipo e os princípios previstos na Resolução, além das boas práticas de mercado.

232. Nesses casos, o risco está concentrado inteiramente na instituição financeira emissora do ativo. Se um RPPS investir diretamente 20% de seus recursos em títulos de dívida de um único banco, por exemplo, ele está exposto a todos os riscos específicos daquela instituição. Qualquer problema financeiro, reputacional ou operacional enfrentado pelo banco pode impactar diretamente a solvência e a estabilidade do investimento, sem a proteção proporcionada pela diversificação intrínseca de um fundo de investimento.

233. Essa concentração de risco é particularmente preocupante em um cenário de instabilidade econômica ou de crises no setor financeiro, onde a falência ou a deterioração da condição financeira de uma única instituição pode ter consequências severas para os RPPS. A diversificação, portanto, não é apenas uma prática recomendada, mas uma necessidade imperativa para a gestão prudente dos recursos previdenciários.

234. Para mitigar esses riscos, os gestores dos RPPS devem adotar políticas de investimento que priorizem a diversificação tanto em termos de tipos de ativos quanto de emissores. A implementação de limites internos mais restritivos do que os permitidos pela regulamentação pode ser uma estratégia eficaz para reduzir a exposição a riscos específicos. Além disso, a due diligence rigorosa e a avaliação contínua dos emissores são essenciais para identificar e mitigar possíveis riscos antes de realizar investimentos significativos.

235. Assim, a diversificação de investimentos é uma estratégia central na gestão de carteiras, reconhecida por sua eficácia em minimizar riscos e maximizar retornos. Ao distribuir os recursos entre diferentes tipos de ativos e emissores, os gestores podem proteger as carteiras contra as flutuações de mercado e os riscos específicos associados a cada investimento. No contexto dos RPPS, essa estratégia assume uma importância ainda maior, dado o papel crítico que esses fundos desempenham na garantia de benefícios previdenciários a longo prazo.

236. Aqui, cabe destacar que o grupo de trabalho criado pela Portaria MPS nº 1643, de 16 de maio de 2023 e recriado pela Portaria SRPC/MPS nº 204, de 30 de janeiro de 2024, que tem como objetivo discutir os impactos da Resolução CVM nº 175/2022 para a regulação de investimentos de recursos dos RPPS e elaborar propostas para sua revisão e aperfeiçoamento, deliberou pela aplicação de limites por emissor às aplicações de recursos dos RPPS diretamente em ativos financeiros de renda fixa emitidos por instituição financeira bancária enquadradas no inciso IV, art. 7º da Resolução CMN nº 4.963/2021. Essa decisão visa mitigar os riscos associados à concentração de investimentos em determinados emissores, promovendo uma maior segurança e diversificação na carteira de investimentos dos RPPS.

237. Ressalte-se também, que o RPPS deverá manter registro, por meio digital, de todos os documentos que suportem a tomada de decisão na aplicação de recursos e daqueles que demonstrem o cumprimento das normas previstas em Resolução CMN, conforme previsto no § 7º do art. 1º, da Resolução CMN nº 4.963/2021 e no art. 149 da Portaria MTP nº 1.467/2022. A gestão de investimentos e, especialmente, dos recursos destinados ao pagamento de benefícios previdenciários, é uma gestão de longo prazo. Os gestores que hoje fazem os investimentos muitas vezes não estarão à frente do RPPS quando dos vencimentos dos ativos de longo prazo, por isto, imprescindível que se tornem públicas as fontes de consulta, a fim de que os órgãos de fiscalização possam analisar em momento futuro.

238. Nas aplicações financeiras, sejam em classes de fundos ou diretamente em ativos emitidos por instituições financeiras, deverá o RPPS comprovar ter analisado e comparado um número importante de gestores e administradores de fundos e de emissores de papéis, e cotado as taxas de rentabilidade e custos de cada operação, com a finalidade de justificar a aquisição dos ativos colocados em carteira, pois os princípios constitucionais que regem a gestão pública e os princípios das leis que os regulamentam exigem a concorrência na aquisição de qualquer tipo de bens e direitos pelos órgãos da administração direta e indireta. A própria Lei nº 9.717/98, no parágrafo único do art. 6º, prevê a necessidade de observância na escolha das instituições e produtos, de "boa qualidade de gestão, ambiente de controle interno, histórico e experiência

de atuação, solidez patrimonial, volume de recursos sob administração e outros destinados à mitigação de riscos". Soma-se a isso, a proteção e prudência exigida na LRF, que fundamentam a Resolução do CMN exigir o prévio credenciamento, **a aplicação em ativos de baixo risco de crédito** e os critérios previstos em seu art. 21. Além disso, com base nos princípios insculpidos na Resolução e nas boas práticas de mercado, há que se determinar previamente os níveis da relação "risco x retorno" aceitos e comparar os prêmios oferecidos só se aplica se houver a cotação, no mesmo dia e volume de investimento, que justifique os motivos da escolha.

239. Registre-se também, que os controles sobre os investimentos em títulos públicos ou privados demandam uma gestão diligente pós aquisição. Se o ofertante dos ativos estiver cotando fora do valor que o mesmo pratica para outros investidores, nas mesmas condições, infere-se que o mesmo está prejudicando o investidor, não sendo crível que um gestor público continuará com o mesmo credenciado para novas operações. O mercado financeiro tem como característica a volatilidade e as oportunidades de preço em ativos deste tipo e acontecem em horas diferentes dentro do mesmo dia. Para tanto, observa-se que o mercado, na questão dos títulos públicos, tem dado às operações grande publicidade.

240. Para consulta aos ativos de emissão privada, uma maneira de identificar a operação está no Código ISIN, que deverá constar em todos os títulos emitidos. Esse código foi criado no mercado internacional, com a finalidade de dar transparência às emissões. Assim, a norma ISO 6166 ou ISIN (International Securities Identification Number) foi criada visando a estabelecer uma padronização internacional na codificação de títulos financeiros, atribuindo a cada ativo um código único de identificação. No Brasil, a B3 é a única instituição autorizada a atribuir ISIN a títulos financeiros no Brasil. Além disso, a B3 é associada à Association of National Numbering Agencies (ANNA). Dessa forma, o RPPS, através desta identificação, consegue acompanhar o título desde a sua emissão, vislumbrando se toda a operação está lastreada e publicitada, evitando desvios.

241. Sendo assim, a inexistência do referido código torna a operação pouco transparente e não deveria ser objeto de aquisição do título pelo RPPS, pois impossibilita o seu acompanhamento pelos gestores e o controle pelos órgãos de fiscalização e controle, internos e externos. Conforme mencionado, os controles antes e depois da operação em relação a títulos privados ou a classes de fundos que investem mais fortemente nesses papéis, exige expertise dos gestores dos RPPS e, se exige dos mesmos, controles e cuidados ainda maiores na operação.

242. Por fim, o art. 22 da Resolução CMN nº 4.963/2021 delinea a obrigatoriedade de os gestores observarem informações confiáveis e transparentes antes de efetuar operações no mercado financeiro.

Art. 22. Na aplicação dos recursos do regime próprio de previdência social em títulos e valores mobiliários, conforme disposto nos incisos I e III do § 1º do art. 21, o responsável pela gestão, além da consulta à instituição financeira, à instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou às pessoas jurídicas autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários para o exercício profissional de administração de carteira, deverá observar as informações divulgadas, diariamente, por entidades reconhecidamente idôneas pela sua transparência e elevado padrão técnico na difusão de preços e taxas dos títulos, para fins de utilização como referência em negociações no mercado financeiro, antes do efetivo fechamento da operação.

243. De acordo com o art. 22 da Resolução CMN nº 4.963/2021, os responsáveis pela gestão dos recursos dos RPPS devem considerar informações diárias divulgadas por entidades reconhecidamente idôneas em termos de transparência e elevado padrão técnico. Essas entidades, que são referências na difusão de preços e taxas dos títulos, desempenham um papel crucial na formação de uma base de dados confiável para a negociação de ativos financeiros. A utilização dessas informações como referência antes do fechamento das operações financeiras é essencial para assegurar que os valores praticados estejam alinhados com as condições reais do mercado, evitando distorções e práticas inadequadas.

244. Já o § 1º do art. 6º, Anexo VIII da Portaria MTP nº 1.467/2022, complementa essa exigência ao reforçar a importância da consulta a essas informações. A norma estabelece que a precificação e a taxa dos títulos devem ser verificadas junto a entidades reconhecidas por sua confiabilidade e capacidade



técnica na difusão de dados financeiros. Essa medida visa garantir que as operações de compra e venda de títulos sejam realizadas com base em informações atualizadas e precisas, refletindo as condições reais do mercado e protegendo os recursos dos RPPS contra riscos de mercado e de liquidez.

Art. 6º Os ativos da categoria de disponíveis para negociação ou para venda imediata, deverão ser marcados a mercado, no mínimo mensalmente, de forma a refletir o seu valor real, observado o regime de competência.

§ 1º A metodologia de apuração do valor de mercado ou valor justo é de responsabilidade da unidade gestora, tendo por base critérios consistentes e passíveis de verificação, e os valores divulgados por entidades representativas de participantes do mercado financeiro e de capitais reconhecidamente idôneas pela sua transparência e elevado padrão técnico na difusão de preços e taxas de ativos

245. A observância dessas diretrizes é fundamental para a gestão eficiente e prudente dos recursos dos RPPS. Primeiramente, a consulta a informações transparentes e tecnicamente robustas contribui para a formação de preços justos e adequados, promovendo a equidade nas negociações e evitando práticas de manipulação ou abuso de mercado. Em segundo lugar, a utilização de dados atualizados permite que os gestores tomem decisões informadas, baseadas em análises rigorosas e fundamentadas em dados reais, minimizando a exposição a riscos desnecessários.

246. Adicionalmente, essas práticas reforçam a confiança dos participantes e beneficiários dos RPPS na gestão dos fundos previdenciários. A transparência e a precisão na divulgação de informações sobre preços e taxas dos títulos são elementos chave para a governança dos RPPS, assegurando que as operações sejam conduzidas de forma ética e responsável.

247. As taxas das Letras Financeiras estão disponíveis para consulta no site da Anbima, especificamente em <https://data.anbima.com.br/letras-financeiras/LF>. É importante destacar, entretanto, que as informações disponibilizadas parecem se restringir às Letras Financeiras indexadas ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI), o que pode limitar a abrangência das análises para gestores que necessitam de dados referentes a outros indexadores ou tipos de Letras Financeiras. Essa limitação ressalta a necessidade de uma avaliação criteriosa e complementar das informações disponíveis para a tomada de decisões informadas e seguras na gestão de investimentos dos RPPS.

## RECOMENDAÇÕES PARA O PROCESSO DECISÓRIO DE APLICAÇÃO DE RECURSOS

248. Conforme estabelecido no inciso I do art. 9º da Lei nº 9.717/1998 e regulamentado, principalmente, pelos arts. 251 ao 253 da Portaria MTP nº 1.467/2022, é atribuição da União, por meio da Secretaria Especial de Previdência e Trabalho do Ministério da Economia, atualmente Ministério da Previdência Social, a responsabilidade pela **fiscalização** dos RPPS, embora muitos entes federativos atuem constantemente no Poder Judiciário para questionar a constitucionalidade dessa atuação e a imposição da sanção prevista no art. 7º dessa lei, que passou a ter amparo no § 22 do art. 40 e no inciso XIII do art. 167 da Constituição Federal c/c art. 9º da Emenda Constitucional nº 103/2019.

### **Lei nº 9.717/1998**

Art. 9º Compete à União, por intermédio da Secretaria Especial de Previdência e Trabalho do Ministério da Economia, em relação aos regimes próprios de previdência social e aos seus fundos previdenciários: (Redação dada pela Lei nº 13.846, de 18/06/2019)

I - a orientação, a supervisão, a **fiscalização** e o acompanhamento; (Redação dada pela Lei nº 13.846, de 18/06/2019) (grifo nosso)

### **Lei nº 11.457/2007**

Art. 11. Os Auditores-Fiscais da Receita Federal do Brasil cedidos a outros órgãos que não satisfaçam as condições previstas nos [incisos I e II do § 8º do art. 4º da Lei nº 10.910, de 15 de julho de 2004](#), deverão entrar em exercício na Secretaria da Receita Federal do Brasil no prazo de 180 (cento e oitenta) dias da vigência desta Lei.

.....

§ 3º Os Auditores-Fiscais da Receita Federal do Brasil a que se refere o § 2º executarão, em caráter privativo, os procedimentos de fiscalização das atividades e operações das entidades fechadas de previdência complementar, de competência da Previc, assim como das entidades e fundos dos regimes próprios de previdência social.

**Portaria MTP nº 1.467/2022**

Art. 251. A fiscalização dos RPPS será exercida, conforme previsto nos §§ 2º e 3º do art. 11 da Lei nº 11.457, de 16 de março de 2007, por Auditor-Fiscal da Receita Federal do Brasil - AFRFB credenciado pela SPREV quando aí em exercício e na forma por ela estabelecida.

Art. 252. Ao AFRFB, devidamente credenciado, deverá ser dado livre acesso à unidade gestora do RPPS e do fundo previdenciário e às entidades e órgãos do ente federativo que possuam servidores vinculados ao RPPS, podendo examinar livros, bases de dados, documentos e registros contábeis e praticar os atos necessários à consecução da fiscalização, inclusive a apreensão e guarda de livros e documentos, nos termos do §§ 4º e 5º do art. 11 da Lei nº 11.457, de 2007.

Art. 253. O procedimento de fiscalização poderá abranger a verificação da totalidade dos critérios relacionados à regularidade do RPPS ou apenas dos critérios necessários para o atendimento à denúncia ou outra ação específica.

249. No âmbito dessa temática, o MPS realiza fiscalizações específicas direcionadas aos investimentos dos recursos dos RPPS. Estas fiscalizações são concebidas com o propósito de verificar o processo decisório subjacente à alocação de recursos dos RPPS, com o intuito de analisar não apenas a conformidade legal das operações, mas também sua consonância e eficácia em relação aos objetivos e obrigações previdenciárias pertinentes.

250. O procedimento é instaurado a partir de critérios objetivos de seleção constantes da matriz nacional de riscos - modalidade investimentos - do DRPPS no qual são selecionados tanto o veículo de investimento que terá o processo decisório que levou o RPPS a adquiri-lo fiscalizado quanto o RPPS que será alvo da fiscalização.

251. Na fiscalização, são empregadas técnicas de amostragem, nas quais não são examinados todos os atos envolvendo o RPPS desde a sua criação, nem todas as suas aplicações. Essa abordagem é adotada devido à complexidade e extensão das operações realizadas pelos RPPS, sendo inviável uma análise detalhada de todos os procedimentos.

252. Dentro dessa perspectiva, a fiscalização analisa, em linhas gerais, a adequação e racionalidade das aplicações, considerando os imperativos normativos vigentes e os propósitos específicos dos RPPS em questão. Tal abordagem abarca uma avaliação criteriosa da coerência das decisões de investimento com as metas de longo prazo, bem como com os princípios elencados no inciso I do § 1º do art. 1º da Resolução CMN nº 4.963/2021 esperados desses fundos previdenciários.

253. Dado o peso estratégico de assegurar um processo decisório de alocação de recursos mais preciso e transparente, além de promover uma governança mais eficaz no âmbito dos investimentos dos RPPS, torna-se imprescindível a identificação das principais deficiências detectadas nas fiscalizações relacionadas ao processo decisório de aplicação de recursos previdenciários, com mapeamento sistemático de falhas, proporcionando uma base para o aprimoramento contínuo das práticas de gestão e investimento dos recursos previdenciários, visando à salvaguarda dos interesses dos beneficiários e à sustentabilidade dos regimes previdenciários no longo prazo.

254. A seguir, serão elencadas, a título exemplificativo, falhas identificadas no processo decisório de alocação de recursos dos RPPS e que foram trazidas abaixo na forma de recomendações que devem ser seguidas pelos gestores dos regimes, ou que se mantenha o registro das motivações pelas quais os responsáveis pelo RPPS decidiram, deliberadamente, não as seguir, adicionando, assim, riscos desnecessários na condução dos investimentos dos recursos dos segurados:

- a) Análise dos prestadores de serviço: avaliar o histórico e experiência de atuação, o volume de recursos sob a gestão e administração da instituição, a solidez patrimonial, a exposição a risco reputacional, padrão ético de conduta e aderência da rentabilidade a indicadores de desempenho;

- b) Pesquisas sobre atos ou fatos relevantes publicados que envolvam o fundo de investimento, administrador, gestor ou emissor dos ativos, bem como seus sócios: notícias relevantes na mídia, consulta junto à CVM e ao Bacen sobre processos sancionadores e pesquisa por meio de buscador livre na internet (Google, Bing etc.);
- c) Analisar demais investidores do fundo de investimento e registrar considerações sobre o porquê de outros tipos de investidores, além de RPPS, não se interessarem pelo ativo;
- d) Registro de como a sugestão de aplicação surgiu no RPPS: i) foi uma busca ativa por meio de pesquisas realizadas pelos próprios responsáveis pelo RPPS?; ii) foi sugestão de outros membros dos demais órgãos colegiados do RPPS?; iii) foi sugestão de outros agentes, servidores ou funcionários públicos do Ente?; iv) foi sugestão de consultoria?; v) foi apresentado por meio do próprio gestor ou administrador do fundo ou emissor do ativo?; vi) foi sugerido por assessor de investimento?; vii) outros meios quaisquer, sempre com identificação das pessoas;
- e) Elaboração de estudos prévios à aplicação, com pesquisa, análise, e emissão de parecer, com motivação técnica de aplicação ou resgate, indicando a origem das informações, avaliação do investimento e motivação da escolha;
- f) Avaliação dos ativos que compõem a carteira do fundo de investimento;
- g) Avaliação sobre a saúde financeira dos emissores de ativos e da carteira dos fundos de investimento;
- h) Avaliar se existem elevados prazos de carência, cotização e/ou de pagamento das cotas e expressivas taxas de saída ou prazo de vencimento dos ativos;
- i) Avaliar se a carteira de investimento é composta por ativos pertencentes a empresas que apresentem características incompatíveis com o volume de recursos a ela relacionados;
- j) Não aplicar em fundos de investimento de gestor ou administrador sem histórico de experiência nos tipos de fundos que se deseja aplicar;
- k) Não aplicar em fundos com pouco tempo de existência, sem histórico de rentabilidade, poucos cotistas, ou quando a maioria deles (se não a totalidade) são RPPS, a despeito de se tratar de fundos abertos para todo o mercado. Dado o tamanho do mercado financeiro no Brasil, com a diversidade existente, o responsável pelo RPPS deve questionar por que apenas RPPS estariam interessados em determinado ativo ou fundo;
- l) Registrar no Formulário APR a motivação pela modalidade bem como a justificativa da opção por determinada instituição/ativo;
- m) Realização de credenciamento dos prestadores de serviços essenciais dos fundos de investimentos, assim como dos emissores e intermediários, de forma adequada, contendo, no mínimo, o previsto nos arts. 103 ao 106 da Portaria MTP nº 1.467/2022, inclusive com a análise de histórico, experiência e demais critérios;
- n) Demonstrar que as aplicações foram analisadas adequadamente e aprovadas pelas instâncias de decisão do RPPS, sem concentração de instâncias decisórias, com o devido registro em ata;
- o) Não aplicar em fundos quando os mesmos já possuem histórico de problemas em seus ativos ou com seus prestadores de serviços essenciais;
- p) Comprovar que foram avaliadas outras opções de investimentos semelhantes ou com as mesmas características próximo da aplicação, para que se pudesse comparar e decidir por opção mais adequada ao RPPS, inclusive ponderando os fatores de risco associados a cada uma delas;
- q) Atestar a compatibilidade das aplicações com as obrigações presentes e futuras do regime, a partir de estudo ou avaliação consistente, e não apenas por mera declaração formal do responsável sem embasamento técnico.

255. Em qualquer investimento de recursos, independentemente de ser na gestão de recursos próprios ou de terceiros, o natural e o óbvio é que haja uma ação prévia efetiva de análise com atenção e cuidado, as quais minimizam os riscos inerentes ao mercado financeiro para qualquer tipo de investidor.

256. Muito mais indispensável e imperiosa é a análise por parte dos responsáveis pelos investimentos de recursos previdenciários, cuja ação ou omissão deve ser verificada diante de seu dever fiduciário e da prudência necessária, pois trata-se de recursos de terceiros sob a administração pública.

257. A relevância do bem público envolvido - recursos dos segurados destinados ao pagamento de seus benefícios e, em última instância, à garantia de aposentadorias minimamente dignas - exige condutas prudenciais mínimas, para além, portanto, da simples elaboração da política de investimentos ou da mera definição dos tipos de ativos permitidos e dos limites de aplicação de recursos, com vistas a propiciar a consecução, no plano das operações concretamente realizadas no mercado financeiro, das condições para que as aplicações sejam, de fato, realizadas com segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, motivação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência.

258. Diante desses princípios, o dever de cautela a que está sujeito o gestor do RPPS na gestão dos recursos dos segurados destinados ao pagamento dos benefícios previdenciários não se limita apenas à exclusiva observância dos segmentos, limites e vedações previstos na Resolução CMN, e muito menos que, uma vez elaborada a política de investimentos, poderia ele livremente escolher qualquer um dos ativos permitidos, sem nenhuma outra medida ou considerações adicionais no processo de escolha dessas aplicações.

259. As aplicações dos RPPS devem ser analisadas com critério e rigor técnico, permitindo que se constate e avalie os riscos. Do contrário, os responsáveis pelo RPPS estarão, por ação ou omissão, sendo descuidados ao não demonstrarem reflexão mais profunda sobre quais seriam as consequências para os recursos previdenciários.

260. O conjunto de procedimentos preparatórios e prévios às aplicações visam, assim, assegurar a escolha das melhores opções disponíveis de investimento, de modo que não são meras "formalidades burocráticas", pois quando bem executadas, favorecem a escolha do melhor investimento, reduzem os riscos e otimizam a gestão dos recursos com vistas ao pagamento de benefícios aos segurados do RPPS.

261. Por fim, menciona-se o previsto no art. 8º-A da Lei nº 9.717/98 relativo à possibilidade de responsabilização de dirigentes do ente federativo e do RPPS e de participantes do mercado, na medida de sua participação, em problemas decorrentes das aplicações financeiras do regime. Com base nos requisitos previstos no art. 8º-B inserido nessa mesma lei, não se pode alegar falta de conhecimento, experiência, formação e habilitação para participação no processo decisório de investimentos.

262. Registre-se também que todas as informações prestadas ao Ministério da Previdência Social pelos entes federativos em atendimento ao parágrafo único do art. 9º da Lei nº 9.717/98, cuja forma é estabelecida pela Portaria MTP nº 1.467/2022, estão disponíveis no site do MPS em consulta pública para todos os interessados no Cadprev (<https://cadprev.previdencia.gov.br/Cadprev/faces/pages/index.xhtml>), especialmente as informações previstas no Demonstrativo de Aplicações e Investimentos de Recursos - DAIR e no Demonstrativo da Política de Investimentos - DPIN. As informações desses demonstrativos e as demais informações constantes do Cadprev permitem não só a publicidade de todos os investimentos realizados pelos RPPS, com a data e processo de credenciamento das instituições, datas das alocações e desinvestimentos, mas de todos os participantes do processo decisório (membros do comitê de investimento, dos órgãos colegiados do regime, do proponente da operação, do gestor responsável pela decisão e do servidor, pela liquidação financeira).

263. No que concerne ao DAIR, trata-se de um formulário eletrônico declaratório, de periodicidade mensal, destinado a reportar a posição dos investimentos dos RPPS. Através do DAIR, é possível verificar o valor dos ativos, seu enquadramento, bem como o percentual desses ativos na carteira.

264. Adicionalmente, o DAIR proporciona a análise das informações de governança dos RPPS, detalhando os dados das operações de aplicação e resgate, além das informações das instituições envolvidas no processo de investimento que foram objeto de credenciamento pelos órgãos ou entidade gestora do

regime próprio.

265. Por sua vez, o DPIN é um formulário eletrônico de caráter estratégico, com periodicidade anual. No DPIN, são declaradas a governança e as estratégias de alocação dos recursos do RPPS para o exercício subsequente, conforme política de investimento aprovada.

266. Outrossim, registre-se que, em decorrência do § 22 do art. 40 da Constituição Federal, há uma minuta de projeto de lei complementar geral dos RPPS que prevê diversas normas de responsabilidade previdenciária. Essa minuta, elaborada por este Departamento, foi objeto de um grupo de trabalho constituído com participantes do Conselho Nacional de Dirigentes dos Regimes Próprios de Previdência Social - Conaprev e do Conselho Nacional dos Regimes Próprios de Previdência Social - CNRPPS de que trata o Decreto nº 10.188/2019, tendo sido aprovada por esse órgão colegiado. A última versão desse projeto, que exige maior governança e controle por parte dos regimes próprios, apresentada à Casa Civil por este Ministério, conta com um capítulo que prevê a aplicação de regime disciplinar no âmbito dos regimes próprios e outro que prevê a instituição de um programa de regularização previdenciária.

267. Contudo, não se pode deixar de mencionar a competência constitucional dos Tribunais de Contas, com previsão expressa na Lei nº 9.717/98:

**Lei nº 9.717/98**

Art. 1º. Os regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal deverão ser organizados, baseados em normas gerais de contabilidade e atuária, de modo a garantir o seu equilíbrio financeiro e atuarial, observados os seguintes critérios:

.....

IX - sujeição às inspeções e auditorias de natureza atuarial, contábil, financeira, orçamentária e patrimonial dos órgãos de controle interno e externo.

268. Assim, os entes federativos e os órgãos ou entidades gestoras dos RPPS sujeitam-se aos procedimentos de fiscalização, apuração e sanção pelos órgãos de controle externo.

## **CONCLUSÃO**

269. Destaca-se a premente necessidade de uma avaliação criteriosa acerca da viabilidade e conveniência de investir em ativos financeiros de renda fixa emitidos por instituições financeiras bancárias ou investir em classes de cotas de fundos de investimento através de uma instituição intermediária, em contraposição à aquisição direta junto à própria instituição emissora do ativo ou à administradora do fundo de investimento. Essa análise deve ser pautada não apenas pelas regras e parâmetros gerais que regem as aplicações de recursos dos RPPS, mas também pelas normativas específicas do mercado financeiro.

270. A decisão resultante desse processo de avaliação requer um embasamento sólido e fundamentado, alinhado não apenas às normas regulatórias vigentes, mas também às especificidades e objetivos do RPPS em questão. O respaldo normativo deve ser complementado por um processo decisório robusto, no qual todos os participantes envolvidos atuem de maneira efetiva e imparcial, garantindo a integridade do procedimento.

271. De extrema importância é a adequada documentação de todo o processo decisório, desde a fase de avaliação até a conclusão da decisão. Tal documentação deve ser meticulosa, registrada em ata do colegiado competente do RPPS, contendo detalhes minuciosos acerca das deliberações, incluindo a justificativa fundamentada para a opção de utilizar um intermediário em lugar da aquisição direta. Esse registro não apenas atende a requisitos formais, mas também reforça a transparência e a prestação de contas, permitindo análises críticas por parte de auditores, órgãos reguladores e outras partes interessadas.

272. Portanto, a decisão de optar por um intermediário na aquisição de ativos de renda fixa emitidos por instituições financeiras bancárias ou na aquisição de cotas de fundos de investimentos deve ser o resultado de um processo decisório diligente, respeitando princípios éticos, legais e regulatórios, e sendo registrada de forma completa e transparente, a fim de garantir a conformidade, eficácia e responsabilidade na gestão dos recursos previdenciários, alinhando-se aos objetivos previdenciários e às melhores práticas de governança.

273. Dessa forma, as classes de fundos de investimento ou os ativos financeiros emitidos por instituições financeiras que sejam objeto de aplicação direta pelos RPPS devem ter suas características, prestadores, emissores, taxas, retorno, custos e riscos analisados e comparados para motivar a decisão do investimento por esses regimes, e o regime próprio deve conferir total transparência e comprovar a conformidade do processo, cuja finalidade é garantir que os recursos das contribuições dos segurados e beneficiários e aqueles oriundos do orçamento público, por meio das contribuições e aportes a cargo do ente federativo, cumpram com sua finalidade para o pagamento dos benefícios do regime.

274. Não se pode deixar de mencionar, a título de conclusão, que a boa gestão previdenciária, além de se valer de todos os aspectos analíticos e técnicos que embasem os necessários conhecimentos, diligências e acompanhamentos dos produtos ofertados e dos participantes do mercado, deve se pautar, utilizando-se de instâncias e procedimentos que garantam a governança, participação, controle e transparência, pelo dever fiduciário de todos os participantes do processo decisório de investimentos com os segurados e beneficiários do regime.

275. É essencial destacar que os temas aqui tratados são complexos e multifacetados, e as orientações aqui apresentadas não esgotam todas as questões pertinentes. Portanto, deve-se buscar aprofundar seus conhecimentos e estar sempre atualizados sobre as regulamentações e melhores práticas de investimento, a fim de garantir uma gestão eficiente e segura dos recursos previdenciários.

276. É o que cabe informar.

277. À consideração do Sr. Coordenador de Acompanhamento de Investimentos.

Brasília, na data da assinatura eletrônica

Documento assinado eletronicamente

**GUSTAVO LOPES SINAY NEVES**

Auditor-Fiscal da Receita Federal do Brasil  
Coordenação-Geral de Atuária e Investimentos

1. Visto. De acordo.

2. **Encaminhe-se** à Sra. Coordenadora-Geral de Atuária e Investimentos para apreciação.

Brasília, na data da assinatura eletrônica

Documento assinado eletronicamente

**ANDREY DE MELLO MOURA**

Coordenador de Acompanhamento de Investimentos  
Coordenação-Geral de Atuária e Investimentos

1. Visto. De acordo.

2. **Encaminhe-se** ao Sr. Diretor dos Regimes Próprios de Previdência Social para apreciação.

Brasília, na data da assinatura eletrônica

Documento assinado eletronicamente

**LUCIANA MOURA REINALDO**

1. Visto. De acordo.

2. Aprovo o Parecer SEI Nº 146/2024/MPS que devera servir deresposta aos consulentes/interessados, além da sua ampla disponibilização como orientação aos regimes próprios de previdência social.

Brasília, na data da assinatura eletrônica

Documento assinado eletronicamente

**ALEX ALBERT RODRIGUES**

Diretor do Departamento dos Regimes Próprios de Previdência Social



Documento assinado eletronicamente por **Alex Albert Rodrigues, Diretor(a)**, em 15/07/2024, às 19:04, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Andrey de Mello Moura, Coordenador(a)**, em 15/07/2024, às 19:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Lopes Sinay Neves, Auditor(a) Fiscal da Receita Federal do Brasil**, em 15/07/2024, às 19:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luciana Moura Reinaldo, Coordenador(a)-Geral**, em 15/07/2024, às 19:25, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://sei.economia.gov.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://sei.economia.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **43633821** e o código CRC **2E6514B2**.