

Princípios para investimento das EFPC: A harmonização do dever-ser possível

Renato de Mello Gomes dos Santos (*)

RESUMO: Os princípios a serem observados pelo administrador de EFPC para selecionar um investimento revestem-se de alto grau de generalidade. Com isso, costumam ser usados para sustentar argumentos que sequer são relacionados à sua acepção técnica. Este artigo propõe que os princípios de segurança, rentabilidade e liquidez devem ser interpretados na maior medida possível dentro das possibilidades jurídicas e fáticas. Significa dizer que são obrigatoriamente harmonizados para que sejam satisfeitos em graus variados. Ademais, demonstra-se que a interpretação estatal deve estar conformada por princípios exclusivamente jurídicos. Desse modo, a interpretação a respeito de segurança, rentabilidade e liquidez orienta-se pelos princípios da livre iniciativa; da presunção de boa-fé no exercício da atividade econômica; da liberdade; e da intervenção excepcional sobre o exercício de atividades econômicas.

PALAVRAS CHAVE: Previdência Complementar. Princípios para Investimento. Direito Regulatório.

.....

1. Introdução

Conservadorismo e prudência; segurança; adequação à natureza de suas obrigações; rentabilidade; liquidez; solvência; e transparência. Ao percorrer a legislação que trata dos investimentos na previdência complementar, encontra-se um largo catálogo de princípios. Lidar com princípios, no entanto, nunca é tarefa ordinária. Ao possuir um grau de generalidade mais elevado do que as regras, a interpretação de princípios vem acompanhada de um potencial risco de resultar em arbitrariedades. Para além disso, dois fenômenos preocupantes são observados. O primeiro é tratar princípios econômico-financeiros e atuariais como se fossem regras jurídicas. O segundo problema é encontrar o nome de um princípio usado para sustentar argumentos que sequer são relacionados à sua acepção técnica.

A título de exemplo, já se ouviu que em determinado investimento o administrador não avaliou a solvência da garantia. Também, que um dado parecer interno desrespeitou o princípio da transparência. Outras vezes, ao se examinar um investimento isoladamente, diz-se que o princípio da liquidez não foi atendido. Tudo isso, sem falar na farta utilização dos superados preceitos contábeis de conservadorismo e prudência fazendo as vezes de requisitos de uma regra de conduta.

É inegável que estamos em um momento político-jurídico no qual se tenciona alargar a subjetividade interpretativa em nome da liberdade de expressão ou de pretensos utilitarismos. Enfrentando o assunto, repetimos um aforismo que deveria ser óbvio: *“não se pode dizer qualquer coisa sobre qualquer coisa”*.¹ Diante disso, este artigo, ao desfazer um pouco da presente miscelânea conceitual, se propõe a fixar alguns limites e balizas interpretativas.

2. Normas, Regras e Princípios

Correndo o risco da simplificação excessiva, vale uma introdução inicial sobre princípios jurídicos que serve para a compreensão deste texto. Do ponto de vista da Ciência do Direito, normas jurídicas determinam o dever-ser.² Assim, regras são espécies do gênero norma jurídica e seus textos normativos podem ser formulados por expressões deônticas que significam: (a) obrigação; (b) permissão; ou (c) proibição.

Trazendo para o concreto: (a) É obrigatório definir a política de investimento para a aplicação dos recursos de cada plano de benefícios [Art. 19 Resolução CMN nº 4.994/2022]; (b) É permitido aplicar 15% dos recursos de um plano de benefícios em cotas de fundos de investimento em participações [Art. 23, I, a da Resolução CMN nº 4.994/2022]; e (c) é proibida a aquisição direta de imóveis [Art. 36, XIII da Resolução CMN nº 4.994/2022].

¹ Frase e repetida à exaustão por STRECK, vide também ANDRADE, André Gustavo Corrêa de, Crítica à ideia de ponderação de princípios, Revista Juris Poiesis, p. 01-16.

² KELSEN, Hans. Teoria Pura do Direito. p.4 e seguintes.

Por consequência, sendo válida³ e não havendo cláusula de exceção, a regra é sempre integralmente satisfeita ou não. Logo, trata-se de uma dinâmica de “tudo-ou-nada”.⁴

Retomando um dos exemplos anteriores, a regra estará violada se não for definida a política de investimento para a aplicação dos recursos de um plano de benefícios. É difícil conceber um atendimento parcial ou proporcional da mencionada regra. Ao mesmo tempo, o Art. 36, inciso II da Resolução CMN nº 4.994/2022 proíbe a realização de operações de crédito. Porém, no próprio inciso, é prevista uma cláusula de exceção que ressalva as operações com participantes nos termos do Art. 25.

Neste sentido, uma boa parte do modelo regulatório brasileiro na previdência complementar adota critérios quantitativos, ou seja, regras estabelecidas por expressões deônticas. No entanto, trabalhar exclusivamente com regras é insuficiente aos olhos do regulador. Talvez pela necessidade de ampliar a discricionariedade do administrador, está em pleno curso uma transição de critérios quantitativos para critérios qualitativos. Com esse propósito, é notável uma gradual redução das regras objetivas. Em contrapartida, há um aumento substancial do que costuma ser denominado, por influência do Direito estrangeiro, de limites prudenciais.

Por esse prisma, observa-se o padrão de conduta do administrador de EFPC que deve dirigir seus processos decisórios submetidos a princípios econômico-financeiros e atuariais. Quanto a esse aspecto, algumas das concepções sobre princípios jurídicos parecem adequadas. Em especial, vale a ideia de que princípios seriam normas que ordenam um dever-ser na “*maior medida possível dentro das possibilidades jurídicas e fáticas existentes*”.⁵ Seriam, de tal sorte, mandamentos de otimização caracterizados numa satisfação em graus variados. Assim, com todas as críticas e dificuldades teóricas desta abordagem, um caso de colidência de princípios é resolvido por sopesamento que considera: (a) adequação; (b) necessidade (meio menos gravoso); e (c) proporcionalidade em sentido estrito (sopesamento propriamente dito).⁶

³ Em caso de antinomia, a validade da regra, classicamente, se resolve pelos critérios da hierárquico, cronológico, e da especialidade.

⁴ ALEXY, Robert. Teoria dos direitos fundamentais. p.57 e 87.

⁵ ALEXY, Robert. Teoria dos direitos fundamentais. p.93.

⁶ Em voto célebre e controvertido na ADC43/DF, o Ministro Barroso defendeu que o princípio da

Uma das dificuldades em se admitir essa formulação no caso dos princípios de investimento é que nunca haverá a precedência de um princípio em face do outro, mas uma necessária ponderação para harmonizá-los no caso concreto.⁷ Essa harmonização, por seu turno, como veremos adiante, implica na satisfação parcial e concomitante da segurança, rentabilidade e liquidez. Tudo de forma a buscar o equilíbrio do plano de benefícios.⁸

Uma outra maneira de se enfrentar o tema é encará-lo mediante a tese de que o Direito guarda coerência e integridade.⁹ Portanto, toda aparente divergência é resolvida pela melhor interpretação. Transpondo para os princípios de investimento, significa apontar, mais uma vez, para uma resposta harmônica na qual segurança, rentabilidade e liquidez são balanceadas.

3. Genealogia Normativa dos Princípios Econômico-Financeiros e Atuariais para Investimento

Entre outros, vigoram no ordenamento brasileiro, os princípios jurídicos da livre iniciativa; da presunção de boa-fé no exercício da atividade econômica; da liberdade; e da intervenção excepcional sobre o exercício de atividades econômicas. Tais princípios jurídicos foram sendo desenvolvidos pela doutrina e jurisprudência e, atualmente, estão positivados na Lei nº 13.874/2019. Todos aplicam-se à gestão de EFPC.

Entretanto, estudando as Leis Complementares nº 108/2001 e nº 109/2001 [ambas de 29/05/2001 e que tratam do regime da previdência complementar] não existe nenhuma referência a princípios. Conforme pode ser observado nos Art. 3º e 7º da Lei Complementar nº 109/2001, a expressão que mais se assemelharia é “padrões”:

Art. 3º A ação do Estado será exercida com o objetivo de: [...] III - determinar **padrões** mínimos de segurança econômico-financeira e atuarial, com fins específicos de preservar a liquidez, a solvência e o

presunção de inocência deve ceder ao “princípio da preservação da credibilidade da justiça”.

⁷ Já no caso de colisão entre princípios a solução é outra. Havendo a colisão, um dos princípios deverá ceder, mas isso não significa que o princípio cedente será considerado inválido, nem que deva ser introduzida uma cláusula de exceção para dirimir o conflito. O que ocorre é o reconhecimento de que, em um caso concreto, um princípio tem precedência em face do outro sob determinadas condições. Ou seja, o conflito entre regras é decidido no plano da validade, enquanto as colisões entre princípios ocorrem na dimensão do peso. ANDRADE, André Gustavo Corrêa de, *Crítica à ideia de ponderação de princípios*. p. 01-16.

⁸ “Quanto maior for o grau de não-satisfação ou afetação de um princípio, tanto maior terá que ser a importância da satisfação do outro.” ALEXY, Robert. *Teoria dos direitos fundamentais*. p. 167.

⁹ STRECK, Lênio Luiz. *Dicionário de Hermenêutica: Quarenta Temas Fundamentais da Teoria do Direito à Luz da Crítica Hermenêutica do Direito*. p. 33 e seguintes.

equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e de cada entidade de previdência complementar, no conjunto de suas atividades; [...]

Art. 7º Os planos de benefícios atenderão a padrões mínimos fixados pelo órgão regulador e fiscalizador, com o objetivo de assegurar transparência, solvência, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial.

Padrões, diga-se, já era o termo utilizado no marco legal anterior, a revogada Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977:

Art. 3º A ação do poder público será exercida com o objetivo de: II - determinar **padrões** mínimos adequados de segurança econômico-financeira, para preservação da liquidez e da solvência dos planos de benefícios, isoladamente, e da entidade de previdência privada, em seu conjunto;

Ainda um pouco antes das leis complementares, a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.829/2001, de 30/03/2001, estabelecia diretrizes para aplicação dos recursos das EFPC e falava em condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez.

Art. 1º Os recursos garantidores das reservas técnicas das entidades fechadas de previdência privada constituídas de acordo com os critérios fixados pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar, bem como aqueles de qualquer origem ou natureza, correspondentes às demais reservas, fundos e provisões, devem ser aplicados conforme as diretrizes deste Regulamento, tendo presentes as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez.

Com o advento posterior da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.121, de 29/09/2003, foram alteradas e consolidadas as normas para aplicação dos recursos e continuou se empregando o vocábulo “condições”.

Art. 1º Os recursos garantidores das reservas técnicas dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar constituídas de acordo com os critérios fixados pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar, bem como aqueles de qualquer origem ou natureza, correspondentes às demais reservas, fundos e provisões, devem ser aplicados conforme as diretrizes deste regulamento, tendo presentes as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez.

No ano de 2004, foi a vez da Resolução do Conselho de Gestão de Previdência Complementar nº 13, de 01/10/2004 que pretendeu estabelecer princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas EFPC. De fato, como veremos adiante, esse texto normativo menciona nomeadamente o antigo princípio de conservadorismo e prudência para efeitos contábeis. Todavia, seu enunciado retoma o termo “padrões” e não fala em

princípios para investimento.

Art. 1º As Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPC devem adotar princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por elas operados, de modo a assegurar o pleno cumprimento de seus objetivos.

§ 1º A EFPC deverá observar padrões de segurança econômico-financeira e atuarial, com fins específicos de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e da própria entidade fechada de previdência complementar, no conjunto de suas atividades.

Já em 2007, a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.456, de 01/06/2007, dispôs sobre a aplicação dos recursos garantidores dos planos de benefícios administrados pelas EFPC e passou a denominar segurança, rentabilidade, solvência e liquidez como “requisitos”.

Art. 1º Os recursos garantidores dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar constituídos de acordo com os critérios fixados pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar, bem como aqueles de qualquer origem ou natureza, correspondentes às reservas, fundos e provisões, devem ser aplicados, em relação a cada plano de benefícios, de acordo com as disposições deste regulamento, com observância dos requisitos de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência.

Finalmente, a partir de 2009, por meio da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.792, de 28/09/2009, o CMN ambicionou elevar os padrões/condições/requisitos [econômico-financeiros e atuariais] ao *status* de princípios.

Art. 4º Na aplicação dos recursos dos planos, os administradores da EFPC devem:

I - observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência;

Mais recentemente, a partir de 2018, a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.661, de 25/05/2018, [redação mantida na íntegra pela Resolução CMN nº 4.994, de 24/03/2022] criou o novo princípio da adequação à natureza das obrigações.

Art. 4º Na aplicação dos recursos dos planos, a EFPC deve:

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

Desperta atenção que, a partir da Resolução CMN nº 4.661/2018, parece que o CMN resolveu transferir o dever fiduciário típico dos administradores (“os administradores da EFPC devem...”) para a própria EFPC (“a EFPC deve...”). Consideramos ter havido um equívoco técnico pois deveres dos administradores

com poder de gestão não se confundem, nem com os deveres de empregados sem poder de gestão, nem com os deveres da própria EFPC.

4. Pamprincipiologismo

A simples ascensão de padrões/condições/requisitos [econômico-financeiros e atuariais] à categoria de princípios por força de uma Resolução do CMN é tema que, por si só, mereceria um aprofundamento teórico que esse espaço não comporta. Alguns breves apontamentos, porém, são úteis. Na perspectiva crítica da multiplicação de princípios, STRECK cunhou a expressão pamprincipiologismo para intitular o que parece ser uma fábrica de princípios no Direito brasileiro. O professor adverte sobre o risco de conferir o nome de princípio a conceitos indeterminados tão-somente para induzir uma aparência de juridicidade e um álibi retórico.¹⁰

Somamos a essas incertezas, o perigo de os ditos princípios para investimento servirem de meio de “abertura interpretativa”. Em outras palavras, que sejam empregados de maneira distorcida para justificar interpretações personalíssimas ou morais.

Os princípios para investimento, se postos em questão, possuem uma função de “fechamento interpretativo”. Isso quer dizer uma limitação à discricionariedade estatal [judicial ou administrativa]. Outras vezes, pode-se considerar que é usual o emprego do termo princípio como um *status* artificial de relevância. Sendo esse o caso, mais apropriado é o Estado considerar que segurança; rentabilidade; liquidez; solvência; e transparência são objetivos importantes a serem perseguidos.

Independentemente dessas possíveis interpretações, seguiremos utilizando a expressão “princípios” e adotando a visão de que ordenam o dever-ser possível perante as possibilidades jurídicas e fáticas. Logo, seriam satisfeitos em graus variados.

5. Economia, Finanças, Atuária e Governança

Ao demonstrar que os princípios para investimentos não são regras jurídicas, cabe estabelecer brevemente o que é economia, finanças, atuária e governança. De partida, convém recordar que a essência da economia não se refere a finanças.

¹⁰ STRECK, Lênio Luiz. Dicionário de Hermenêutica: Quarenta Temas Fundamentais da Teoria do Direito à Luz da Crítica Hermenêutica do Direito. p. 149 e seguintes.

Trata-se do processo de decisões racionais diante da escassez de opções.¹¹ E, por pressuposto, as decisões econômicas buscam a eficiência ao eleger a melhor alternativa dentre as conhecidas. Finanças, por sua vez, relaciona-se ao fluxo monetário de entradas e saídas de capital em uma entidade durante um período.¹² Sua relevância explica-se pois — mesmo os investimentos sendo lucrativos no médio ou longo prazo — é fundamental evitar que o plano de benefícios fique sem recursos líquidos para honrar suas obrigações imediatas.

A Atuária é uma ciência que analisa e gerencia riscos com o objetivo de prover proteção social. Os princípios atuariais, como os tratados na Instrução Previc nº 33/2020, incluem critérios técnicos para definir a duração do passivo, a taxa de juros parâmetro, o ajuste de precificação, e a adequação das hipóteses atuarias.

Quanto à governança corporativa, sabe-se que, sobretudo em decorrência de crises no mercado de capitais, propagou-se o pensamento de que era necessário aperfeiçoar o controle externo da gestão por parte dos *stakeholders*. A partir daí, diversas normas vêm sendo criadas para aumentar a transparência. A lógica é que a publicidade das informações espontaneamente acaba refreando certas práticas de atuação dos gestores.

6. Padrão de Conduta e Princípios: A Prudência do Administrador de EFPC

Antes de adentrar aos princípios em espécie, algumas considerações gerais sobre o padrão de conduta esperado do administrador de EFPC são devidas. Com efeito, foi mencionado acima que os quadros regulatórios têm se inclinado para critérios qualitativos baseados em padrões de conduta. Destaca-se, nesse contexto, uma expressão que não era habitual no Direito brasileiro: “o administrador prudente”.

Tradicionalmente, de outro lado, nosso Direito estabelece que para ser administrador de sociedade empresarial a pessoa deve superar o desempenho clássico do bom

¹¹ “*economics is the science of rational choice in a world — our world — in which resources are limited in relation to human wants.*” POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. p.3. “*Economics, whose subject, at the most fundamental level, is not money or the economy but the implications of rational choice, is an essential tool for figuring out the effects of legal rules. [...] The central assumption of economics is rationality — that behavior can best be understood in terms of the purposes it is intended to achieve.*” FRIEDMAN, David. *Law’s order: what economics has to do with Law and why it matters*. p.4 -17.

¹² “administrador financeiro [...] enfatiza os *fluxos de caixa*, as entradas e saídas de dinheiro. [...] para que ela honre suas obrigações e adquira os ativos necessários para realizar suas metas. [...] Independentemente de seus lucros ou prejuízos, cada empresa precisa ter fluxo de caixa suficiente para atender suas obrigações à medida que se tornem devidas. LAWRENCE J. Gitman. *Princípios de Administração Financeira*. p.10.

pai de família do Direito Romano.¹³ É exigido o elevado padrão de homem ativo e probo que emprega o mesmo cuidado e diligência que costuma empregar aos seus próprios negócios.

Sabe-se que a raiz do parâmetro é antiga e estava no Código Comercial de 1850 [revogado] no que se referia a mandato mercantil.¹⁴ Depois, o modelo passou a constar no Decreto-Lei nº 2.627/40 [revogado] que dispunha sobre as sociedades por ações.¹⁵ Em seguida, o paradigma passou para a atual Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976).¹⁶ E, por fim, em redação análoga no Código Civil de 2002.¹⁷

No cenário internacional, no entanto, há referências ao “administrador prudente”. Nos Estados Unidos, o *US Code* (29 U.S. Code § 1104) estabelece o padrão do *prudent man* (homem prudente) para o administrador de *pension funds* que se assemelham aos planos de benefícios das EFPC. De maneira similar, a Diretiva da União Europeia 2016/2341 [que foi transposta para a legislação interna de diversos países da União] usa a expressão “gestor prudente”.¹⁸ Porém, ao contrário do que poderia parecer em uma leitura apressada, o administrador prudente da legislação estrangeira não é sinônimo de uma pessoa que atua apenas com cautela.

Do ponto de vista americano¹⁹, trata-se do administrador que age com a mesma

¹³ Não há espaço para aqui aprofundar tais conteúdos. No entanto, importa ressaltar que a concepção da família no direito romano era absolutamente distinta da ideia contemporânea. O *pater familias* detinha poder quase absoluto sobre as pessoas e coisas. Por essa lógica, era chefe de uma sociedade familiar de quem também era esperado um padrão de conduta rígido. Em outra seara, se a “prudência” for compreendida pelo ponto de vista aristotélico, estaremos mais próximos da racionalidade exigida do gestor. Pois, a “frônese” seria a sabedoria prática para deliberar sobre o que é certo e conveniente em determinada circunstância.

¹⁴ Art. 142. Aceito o mandato, o mandatário é obrigado a cumpri-lo segundo as ordens e instruções do comitente; empregando na sua execução a mesma diligência que qualquer comerciante ativo e probo costuma empregar na gerência dos seus próprios negócios.

¹⁵ Art. 116. A sociedade anônima ou companhia será administrada por um ou mais diretores, acionistas ou não, residentes no país, escolhidos pela assembleia geral, que poderá destituí-los a todo tempo. [...] § 7º Os diretores deverão empregar, no exercício de suas funções, tanto no interesse da empresa, como no do bem público, a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar, na administração de seus próprios negócios.

¹⁶ Art. 153 O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

¹⁷ Art. 1.011 O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

¹⁸ Vide Considerandos 45 e 46 e Art. 19, 1 e 1b) da Diretiva da União Europeia 2016/2341

¹⁹ Existe controvérsia a respeito da utilização do gentílico “americano” para se referir às pessoas e coisas oriundas dos Estados Unidos da América. Há quem prefira a expressão norte-americano e, outros, estado-unidense ou estadunidense. Optou-se deliberadamente pela utilização do vocábulo “americano” certo de que a opção não está imune a críticas. A escolha do autor foi feita em virtude de a considerar a linguagem mais corrente. Ademais, nessa preferência, acompanham-se os escritores

competência, destreza e diligência que uma pessoa especializada agiria na condução de um empreendimento de características e objetivos semelhantes. Interessante ainda perceber que essa atuação precisa ter o propósito exclusivo de alcançar benefícios aos participantes; e incorrer em despesas razoáveis de administração do plano.²⁰

Pelo prisma do Direito Comunitário Europeu, pode-se usar por paradigma a legislação portuguesa, [Lei nº 27/2020 - transposição da citada Diretiva UE 2016/2341] que rege a constituição e funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões. Em suma, o administrador prudente pode ser compreendido pelo atendimento a um conjunto de regras²¹ e objetivos.²²

7. Administrador de EFPC Racional, Ativo e Probo

Voltando ao Brasil, já dissemos que o legislador não julgou necessário criar um padrão de conduta distinto ao do administrador “ativo e probo” para as EFPC. Neste ponto, há duas modalidades de riscos associadas à atividade do administrador: (a) atuar contra o interesse da EFPC; ou (b) atuar de forma descuidada. Para prevenir a concretização desses riscos, existem os deveres de lealdade e de cuidado. Deste modo, ao usar as palavras tradicionalmente estabelecidas na lei brasileira, é possível dividir de maneira didática entre condutas que ferem o dever de probidade ou o dever de ser uma pessoa ativa.

Eça de Queiroz e Fernando Pessoa que estão entre aqueles que a utilizam.

²⁰ GALER, Russell, Prudent Person Rule Standard for the investment of pension fund assets.

29 U.S. Code § 1104 - Fiduciary duties (a) Prudent man standard of care (1) Subject to sections 1103(c) and (d), 1342, and 1344 of this title, a fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan solely in the interest of the participants and beneficiaries and (A) for the exclusive purpose of: (i) providing benefits to participants and their beneficiaries; and (ii) defraying reasonable expenses of administering the plan; (B) with the care, skill, prudence, and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims; (C) by diversifying the investments of the plan so as to minimize the risk of large losses, unless under the circumstances it is clearly prudent not to do so; and (D) in accordance with the documents and instruments governing the plan insofar as such documents and instruments are consistent with the provisions of this subchapter and subchapter III. [...]

²¹ Por ex.: Art. 53 n.3 a): diversificação: investimentos efetuados num associado não podem ser superiores a 5% do valor da carteira...

²² Por exemplo: Art. 53 b): segurança, a qualidade, a liquidez e a “rendibilidade” da carteira no seu conjunto...

É certo, ainda, que há farta regulação infralegal com o estabelecimento de mais regras quantitativas e princípios qualitativos.

A probidade é sinônimo de honestidade. A configuração de sua ausência depende da prova de fatos de que o administrador, por ação ou omissão voluntária, beneficiou a si próprio ou a terceiro.

A caracterização do administrador ativo oferece mais complexidade teórica. A regulação baseada em critérios qualitativos representa dizer que o administrador da EFPC necessita adotar práticas para garantir o cumprimento do seu dever fiduciário. Essa obrigação se concretiza mediante um processo formalizado no qual se aplica uma metodologia adequada para decisões complexas que proporcione uma maior expectativa de solução eficiente para o interesse dos planos.

Assim, o administrador de EFPC ativo racionalmente: (a) busca e considera informações em quantidade e qualidade suficientes; (b) avalia juízos de risco e retorno; (c) adequa suas decisões ao perfil de risco do plano; (d) tem por interesse de referência a rentabilidade financeira para poder honrar as obrigações de pagar benefícios aos seus participantes; (e) observa a necessidade de liquidez e (f) é transparente.

Por tudo que foi dito, o administrador de EFPC será ativo e probo se: (a) atua sempre no melhor interesse dos planos administrados pela EFPC e, (b) nos processos decisórios, utiliza informação suficiente e consistente para decidir com racionalidade econômica.²³

8. Segurança, Risco e Rentabilidade

Conceitualmente, risco é entendido, de maneira simplificada, como a perda financeira que pode estar associada a uma decisão. Decorre da noção mencionada que o risco é uma ideia que permite a tomada de decisão perante um juízo de probabilidade. Avançando um pouco mais, de acordo com a definição geral da FERMA – *Federation of European Risk Management Associations*, risco é a “combinação da probabilidade de um acontecimento e das suas consequências.” E sua gestão é “um elemento central na gestão da estratégia de qualquer organização.”²⁴ Em sentido análogo, a Norma sobre Gestão de Risco (ISO 31000)²⁵ define risco sendo o:

²³ Já escrevi sobre o tema em outras oportunidades, tais como: Do que devemos falar antes de processar um administrador de EFPC? e diversos artigos no livro *Temas e Polêmicas na Previdência Complementar*

²⁴ “risco pode ser definido como a combinação da probabilidade de um acontecimento e das suas

“efeito da incerteza na consecução dos objetivos” [...] “frequentemente caracterizado pela referência aos eventos potenciais e consequência, ou a combinação de ambos e frequentemente expresso como a combinação das consequências de um dado evento [...] e a probabilidade de ocorrência”.

Em paralelo, a busca por rentabilidade exige investir capital. E, por pressuposto, toda decisão de investimento contém uma dose de incerteza.²⁶ Sendo assim, pode-se compreender o administrador da EFPC como um gestor de riscos. Por essa particularidade, a atividade do administrador se distingue de muitas outras. Convém lembrar que, enquanto de um médico se espera um comportamento que reduza o risco do paciente ao mínimo, do administrador é exigido submeter os recursos do plano a um certo nível de riscos.

Nessa direção, os estudiosos do risco sob o viés econômico demonstram exaustivamente que rentabilidades elevadas são obtidas mediante investimentos com maior grau de risco.²⁷ Há, no entanto, que acrescentar uma observação importante a respeito da relação de causa e efeito. Os negócios não proporcionam maior retorno por serem mais arriscados. O que ocorre é o inverso. Quanto maior o risco, maior a rentabilidade que o administrador de EFPC deve exigir para tomar a decisão pelo investimento.

Logo, para que os planos administrados pelas EFPC atinjam suas metas atuariais, é preciso expô-los a um nível adequado de risco. Consequentemente, a tomada de mais risco deverá vir acompanhada da possibilidade [jurídica e fática] de rentabilidade como contrapartida.²⁸ Logicamente, um processo decisório para um

consequências.” Norma de Gestão de Riscos. FERMA. p.3

²⁵ Norma sobre Gestão de Risco: 2.1 Risco. Efeito da incerteza na consecução dos objetivos [...] Nota 4 - O risco é frequentemente caracterizado pela referência aos eventos (2.17) potenciais e consequências (2.18), ou à combinação de ambos. Nota 4 5 - O risco é frequentemente expresso como a combinação das consequências de um dado evento (incluindo alteração das circunstâncias) e a respetiva probabilidade (2.19) de ocorrência.

²⁶ “A tomada de risco é essencial e é parte indissociável da atividade empresário, pois sendo o futuro imprevisível, não é possível exaurir todas as possibilidades futuras, sendo até mesmo previsível que muitos dos recursos aplicados em negócios resultem em retornos insuficientes ou menores que os esperados.” ALVES E SANTOS, A Administração De Sociedades e A *Business Judgement Rule* Sob o Enfoque do Direito Brasileiro. p. 696.

²⁷ “[...] acionistas esperam receber taxas de retorno maiores sobre os investimentos de maior risco e taxas de retorno menores sobre investimentos de menor risco” [...] risco associado a um dado fluxo de caixa pode afetar significativamente seu valor. [...], quanto maior o risco [...] de um fluxo de caixa, menor o seu valor. Um maior risco pode ser incorporado à avaliação por meio de um maior retorno requerido ou uma taxa de desconto mais elevada. [...] quanto maior o risco, maior o retorno requerido, e, quanto menor o risco, menor o retorno requerido.” LAWRENCE J., Gitman - Princípios de Administração Financeira p. 13 e 262. “taxas de juros são determinantes para o cálculo da taxa de desconto para os modelos de fluxo de caixa descontado. [...] investidor exige um retorno adicional em relação ao custo de oportunidade de deixar o dinheiro parado no banco rendendo juro fixo.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Top Análise de Investimento. p. 140.

²⁸ “[...] duas determinantes fundamentais: risco e retorno. [...] aceção mais simples, risco é a chance

investimento mais arriscado precisa ser instruído com uma avaliação apropriada do risco total do plano de benefícios, inclusive, considerando questões de liquidez e solvência. Desse modo, a avaliação de risco e retorno de cada investimento apenas pode ser compreendida no contexto global do plano. Vale dizer: conjugando investimentos mais seguros com menor rentabilidade; e investimentos arriscados com perspectiva de maior rentabilidade.

Passando dos conceitos à regulação, a Resolução CMN nº 4.994/2022 dedica parte do Capítulo II à avaliação e monitoramento do risco. No Art. 10, prevê expressamente a necessidade de — na carteira própria das EFPC — identificar, analisar, avaliar, controlar e monitorar diversos riscos em cada operação. Quanto aos investimentos administrados por terceiros, o risco e retorno esperado deve ser analisado e monitorado.²⁹ A Resolução determina, inclusive, que a EFPC designe administrador ou comitê responsável pela gestão de riscos³⁰

Registre-se que a disposição já constava com redação idêntica no Art. 10 da Resolução CMN nº 4.661/2018, redação similar no Art. 9º da Resolução CMN nº 3.792/2009³¹ e no Art. 61 da Resolução CMN nº 3.456/2007.³² Reflexo do contexto,

de perda financeira. Ativos que representam maior chance de perda são considerados mais arriscados do que os que trazem uma chance menor. Em termos mais formais, risco é usado de forma intercambiável com incerteza em referência à variabilidade dos retornos associados a determinado ativo. [...] Retorno é o ganho ou prejuízo total que se tem com um investimento ao longo de um determinado período de tempo.” LAWRENCE J., Gitman. Princípios de Administração Financeira. p.203.

²⁹ Art. 10. A EFPC, na administração da carteira própria, deve identificar, analisar, avaliar, controlar e monitorar os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico e outros inerentes a cada operação. § 1º A EFPC deve realizar análise prévia dos riscos dos investimentos, incluindo suas garantias reais ou fidejussórias. § 2º A utilização de avaliação de agência classificadora de risco não substitui a necessária análise dos riscos mencionados no caput. § 3º A EFPC deve avaliar, monitorar e gerenciar o risco e o retorno esperado dos investimentos. § 4º A EFPC deve considerar na análise de riscos, sempre que possível, os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos.

³⁰ Art. 11. A EFPC deve adotar regras e implementar procedimentos para a seleção e o monitoramento de administração de carteiras de valores mobiliários e de fundo de investimento. § 1º A EFPC deve avaliar se a segregação das funções de gestão, administração e custódia é suficiente para mitigar situações de conflito de interesse. § 2º A EFPC deve analisar e monitorar o risco e o retorno esperado dos investimentos administrados por terceiros.

Vide também o Art. 13. I. Previc nº 35/2020. ! Art. 13. A EFPC Sistemicamente Importante (ESI) deve segregar a gestão de recursos da gestão de risco e designar: I - AETQ como principal responsável pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos; e II - administrador ou comitê responsável pela gestão de riscos. §1º O AETQ e o responsável pela gestão de risco devem exercer suas funções com independência e sem qualquer subordinação hierárquica entre si. §2º É vedada a participação do AETQ no comitê responsável pela gestão de riscos.

³¹ Art. 9º Na aplicação dos recursos, a EFPC deve identificar, avaliar, controlar e monitorar os riscos, incluídos os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico, e a segregação das funções de gestão, administração e custódia.

³² Art. 61. A entidade fechada de previdência complementar deve identificar, avaliar, controlar e monitorar os riscos sistêmico, de crédito, de mercado, de liquidez, operacional e legal e a segregação de funções do gestor e do agente Custodiante, bem como observar o potencial conflito de interesses

a mencionada Resolução CGPC nº 13/2004 determina que: (a) “Todos os riscos que possam comprometer a realização dos objetivos da EFPC devem ser continuamente identificados, avaliados, controlados e monitorados.” [Art. 12, caput]; e (b) “Os riscos serão identificados por tipo de exposição e avaliados quanto à sua probabilidade de incidência e quanto ao seu impacto nos objetivos e metas traçados.” [Art. 12, § 1º]

Isso posto, a boa interpretação sistemática da Resolução CMN nº 4.994/2022 conjugada com a Resolução CGPC nº 13/2004 evidencia que os riscos não devem ser evitados. Entretanto, os riscos dos investimentos administrados por terceiros devem ser analisados e monitorados se puderem comprometer a realização dos objetivos da EFPC.

Ao mesmo passo, os riscos dos investimentos na carteira própria, caso possam comprometer a realização dos objetivos da EFPC, devem ser:

(a) identificados por tipo de exposição;

(a.1) riscos de crédito;

(a.2) riscos de mercado;

(a.3) riscos de liquidez;

(a.4) riscos operacionais;

(a.5) riscos legais;

(a.6) riscos sistêmicos;

(a.7) outros riscos;

(b) avaliados quanto à probabilidade de incidência e impacto nos objetivos e metas traçados;

(c) analisados;

(d) controlados; e

(e) monitorados.

9. Conservadorismo e Prudência

Em toda a ampla regulação que envolve a previdência complementar, o binômio conservadorismo e prudência ocorre apenas na citada Resolução CGPC nº 13/2004

e a concentração operacional em contrapartes do mesmo conglomerado econômico-financeiro, com o objetivo de manter equilibrados os aspectos prudências e a gestão de custos.

ainda formalmente em vigor. Após os riscos serem identificados, a Resolução remetia, à época, para os antigos princípios contábeis de “conservadorismo e prudência” e recomendava que perdas prováveis fossem provisionadas antes de efetivamente configuradas. Vejamos:

Art. 12. § 2º Os riscos identificados devem ser avaliados com observância dos princípios de conservadorismo e prudência, sendo recomendável que as prováveis perdas sejam provisionadas, antes de efetivamente configuradas.

Tratava-se de um dispositivo contábil. E, na altura em que foi publicada, a Resolução estava alinhada aos padrões contábeis então usados no Brasil. Com efeito, vigorava a Resolução do Conselho Federal de Contabilidade nº 750/1993 cuja redação afirmava que o:

Princípio da prudência impõe a escolha da hipótese de que resulte menor patrimônio líquido, quando se apresentarem opções igualmente aceitáveis diante dos demais Princípios Fundamentais de Contabilidade.³³

É necessário destacar que essa resolução contábil foi posteriormente revogada. É que houve um alinhamento às normas contábeis internacionais, e passou-se a privilegiar a neutralidade da melhor estimativa.³⁴ Ou seja, desde o ano de 2011, o Brasil deixou de usar o “princípio da prudência” e passou a adotar o “exercício da prudência”. A distinção é relevante e pode ter o efeito contábil contrário. Exercitar a prudência é “o exercício de cautela ao fazer julgamentos sob condições de incerteza.” Isso significa que “não permite a subavaliação de ativos ou receitas ou a superavaliação de passivos ou despesas.”³⁵

³³ Tal redação foi inicialmente alterada pela Resolução CFC nº 1.282/2010 "Parágrafo único. O Princípio da Prudência pressupõe o emprego de certo grau de precaução no exercício dos julgamentos necessários às estimativas em certas condições de incerteza, no sentido de que ativos e receitas não sejam superestimados e que passivos e despesas não sejam subestimados, atribuindo maior confiabilidade ao processo de mensuração e apresentação dos componentes patrimoniais."

³⁴ Uma das alterações trata da retirada da característica prudência, ou conservadorismo, da condição de aspecto da representação fidedigna por ser inconsistente com a neutralidade, pois promove subavaliação de ativos e sobre avaliação de passivos (Pronunciamento Conceitual Básico CPC 00(R1), 2011) [...] No Brasil, a alteração tangente ao conservadorismo pronunciada pelo CPC pode apresentar influência nas práticas das empresas e, conseqüentemente, possíveis efeitos nos elementos do ativo e do passivo e, principalmente, no patrimônio líquido a partir dos seus reflexos nos lucros. KRONBAUER, Clóvis. Análise dos efeitos do conservadorismo na informação contábil após a alteração de 2011 no pronunciamento conceitual básico, Revista Brasileira de Gestão de Negócios. P. 453 e seguintes.

³⁵ Comitê de Pronunciamentos Contábeis Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) 2.16 A neutralidade é apoiada pelo exercício da prudência. Prudência é o exercício de cautela ao fazer julgamentos sob condições de incerteza. O exercício de prudência significa que ativos e receitas não estão superavaliados e passivos e despesas não estão subavaliados. Da mesma forma, o exercício de prudência não permite a subavaliação de ativos ou receitas ou a superavaliação de passivos ou despesas. Essas divulgações distorcidas podem levar à superavaliação ou subavaliação de receitas ou despesas em períodos futuros. 2.17 O exercício de prudência não implica necessidade de

Ademais, na regulação específica das EFPC, a utilização dos princípios contábeis de conservadorismo e prudência para constituir provisões parece superada pelo que estabelece a Resolução CNPC nº 30/2018 quanto à apuração do resultado do plano de benefícios. E, em idêntico sentido, a Instrução Previc nº42/2021 que dispõe sobre os critérios para a constituição de provisões para perdas.³⁶

Não bastasse, a Previc, por meio de seu Guia de Melhores Práticas Contábeis e de Auditoria reforça que o “valor a ser provisionado deve ser calculado com base na melhor estimativa de desembolso”.³⁷

É um engano, portanto, pensar que um velho princípio contábil relacionado à provisão impeça investimentos com elevado grau de risco. O que se evidencia correto tecnicamente é falar no princípio econômico da segurança e sua relação com risco e rentabilidade. Diante disso, permanecer utilizando a expressão “conservadorismo e prudência” é uma prática a ser evitada.

10. Liquidez

A liquidez de um plano de benefícios é apurada pela capacidade de honrar suas obrigações à medida em que se tornam devidas.³⁸ Desta forma, embora a liquidez de cada investimento possa ser medida, o que importa para o cumprimento do papel fiduciário do administrador de EFPC é a liquidez geral do plano de benefícios. Aliás, considerar que os planos de benefícios possuem um caráter de longuíssimo prazo é premissa elementar para compreender a previdência complementar. Consequentemente, não há nenhum mal em se investir em ativos com baixa liquidez. Ao contrário, considerando que há obrigações que só ocorrerão em um futuro distante, pode — inclusive — ser recomendável privilegiar a perspectiva de rentabilidade ou um risco mais reduzido para adquirir um ativo ilíquido.

assimetria, por exemplo, a necessidade sistemática de evidência mais convincente para dar suporte ao reconhecimento de ativos ou receitas do que ao reconhecimento de passivos ou despesas. Essa assimetria não é característica qualitativa de informações financeiras úteis. Não obstante, determinados pronunciamentos podem conter requisitos assimétricos se isso for consequência de decisões que se destinam a selecionar as informações mais relevantes que representam fidedignamente o que pretendem representar.

³⁶ Art. 13 Preliminarmente à apuração do resultado do plano de benefícios, a EFPC deverá considerar, no mínimo: II - os riscos que possam comprometer a realização dos objetivos do plano de benefícios, nos termos da Resolução CGPC nº 13, de 1º de outubro de 2004

Instrução Previc nº 42/2021 Dispõe sobre os critérios para a constituição de provisões para perdas associadas ao risco de crédito dos ativos financeiros pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

³⁷ PREVIC. Guia de Melhores Práticas Contábeis e de Auditoria. p.13.

³⁸ LAWRENCE J., Gitman. Princípios de Administração Financeira. p.51.

Em sentido diverso, sacrificar uma rentabilidade provável com o objetivo de manter um nível de liquidez exagerado e desnecessário é indício de descumprimento dos deveres de administrador. Trata-se, logicamente, de trabalhar com as possibilidades jurídicas e fáticas existentes e equilibrar risco, rentabilidade e liquidez.

11. Solvência

A solvência de um plano de benefícios reflete uma visão completa das perspectivas de sobrevivência do plano considerando o conjunto de seus ativos e passivos. Para ser calculada, exige critérios técnico-atuariais para definir a duração do passivo, a taxa de juros parâmetro, ajuste de precificação, e adequação das hipóteses atuariais. Assim, ao identificar algum risco à solvência, poderá a Previc: (a) exigir a adoção de planos de equacionamento [Resolução CNPC nº 30/2018, Art. 33]; (b) determinar a adoção de Medidas Prudenciais Preventivas [Instrução Previc nº 15/2017, Art. 2º, II]³⁹ ou, até mesmo, decretar a intervenção no Plano de Benefícios ou na EFPC. [Lei Complementar nº 109/2001, Art. 44, IV]⁴⁰

Nos processos decisórios de investimento, o objetivo da solvência do plano de benefícios é atendido em função direta do zelo empregado diante das possibilidades jurídicas e fáticas de segurança, rentabilidade e liquidez. Não se está aqui a desprezar a importância do dever fiduciário de manter os planos de benefícios solventes. Pelo contrário, é uma obrigação que se destaca na gestão combinada do ativo e do passivo, incluindo eventual implementação de equacionamentos.

Ocorre, contudo, que foram vistos processos administrativos sancionadores da Previc nos quais um investimento é avaliado individualmente e os fiscais alegam que o princípio da solvência não foi atendido. Tal comportamento revela apenas que o significado de solvência foi mal compreendido. Reforçando que se ignora o conceito técnico, há autuações que chegam a levantar conjecturas sobre a solvência de garantias como se estivessem raciocinando a respeito da solvência de planos de benefícios.

³⁹ Art. 2º A Previc, em avaliação discricionária das circunstâncias de cada caso, poderá determinar a adoção das medidas prudenciais preventivas indicadas no art. 3º ao verificar a ocorrência de uma das seguintes situações: [...] II - insuficiência de elementos para avaliação da situação econômico-financeira ou dos riscos inerentes à entidade, em função de deficiências na prestação de informações à Previc;

⁴⁰ Art. 44. Para resguardar os direitos dos participantes e assistidos poderá ser decretada a intervenção na entidade de previdência complementar, desde que se verifique, isolada ou cumulativamente:[...] IV - situação econômico-financeira insuficiente à preservação da liquidez e solvência de cada um dos planos de benefícios e da entidade no conjunto de suas atividades;

12. Adequação à natureza de suas obrigações

De todos os princípios econômico-financeiros e atuariais constantes na Res. CMN nº 4.994/2022, este é o que desperta maior curiosidade. Apesar dessa expressão ser repetida em outras normatizações brasileiras que tratam de investimentos como, por exemplo, nos RPPS⁴¹, o dito princípio que o CMN passou a adotar nada mais é do que um aglutinador genérico da segurança, rentabilidade e liquidez. Em outras palavras, um investimento só estará adequado à natureza das obrigações do plano se segurança, rentabilidade, e liquidez forem atendidas. Pelos mesmos motivos, se um investimento estiver adequado à natureza das obrigações do plano de benefícios é porque satisfaz os objetivos de segurança, rentabilidade, e liquidez. Tudo isso protegido, a solvência será preservada por mera decorrência lógica.

13. Transparência

O último dos princípios analisados é o princípio da transparência. Trata-se de uma questão de governança que nada se relaciona com o instante em que ocorre o processo decisório do investimento. Embora o Art. 4º, I da Resolução CMN nº 4.994/22 estabeleça que a EFPC observe o princípio da transparência na aplicação de recursos, cuida-se, evidentemente, de um desdobramento do dever de transparência previsto no Art 202, § 1º da Constituição, no Art. 3º, IV, e no Art.7º da Lei Complementar nº 109/2001.⁴²

De tal modo, a transparência se apresenta necessária na fase de monitoramento dos investimentos. Em síntese, direciona-se aos patrocinadores e participantes que terão acesso a todas as informações não confidenciais. A transparência, assim, permite não só uma espécie de controle externo feito por parte dos interessados no resultado dos investimentos como, por via reflexa, tende a prevenir condutas inadequadas dos gestores.

⁴¹ Resolução CMN nº 4.963/2021

⁴² Art. 202. [...] § 1º A lei complementar de que trata este artigo assegurará ao participante de planos de benefícios de entidades de previdência privada o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos.

Art. 3º A ação do Estado será exercida com o objetivo de: [...] IV - assegurar aos participantes e assistidos o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos de benefícios; [...] Art. 7º Os planos de benefícios atenderão a padrões mínimos fixados pelo órgão regulador e fiscalizador, com o objetivo de assegurar transparência, solvência, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial.

14. Conclusão

O rol de princípios a serem observados pelo administrador de EFPC para selecionar um investimento pode assustar à primeira vista. Somam-se às preocupações do administrador o receio de que — aproveitando-se do alto grau de generalidade — os princípios sejam usados para sustentar argumentos que sequer são relacionados à sua acepção técnica.

Demonstramos que os princípios de segurança, rentabilidade e liquidez devem ser interpretados na maior medida possível dentro das possibilidades jurídicas e fáticas. Significa dizer que são obrigatoriamente harmonizados para atendimento em graus variados. Logo, em cada caso concreto, poderá haver a satisfação parcial e concomitante da segurança, rentabilidade e liquidez. Tudo em busca do equilíbrio do plano de benefícios.⁴³

Sem esgotar as hipóteses, podemos compreender que se deve privilegiar, em determinados momentos, um investimento com maior liquidez e sacrificar outro de perspectiva de mais rentável. Em situação diversa, pode ser vantajoso para o plano de benefícios que o administrador eleja um ativo pouco líquido do qual se espere maior rentabilidade. Assim, de acordo com um grande conjunto de fatores, atende-se simultaneamente — mas em graus variados — rentabilidade e liquidez.

Usando igual raciocínio, por vezes, deve-se decidir por um investimento com menor risco em detrimento de uma perspectiva mais rentável. Ao contrário, as circunstâncias podem levar à aquisição de um ativo mais arriscado, com uma probabilidade de maior rentabilidade. Outra vez, em graus variados, os objetivos de segurança e rentabilidade são alcançados. Por idênticas razões, pode haver o atendimento em graus variados de liquidez e segurança.

O que não se admite é o processo decisório optar por um investimento mais arriscado com a mesma liquidez e rentabilidade projetada. Da mesma forma, havendo equivalência entre as medidas de risco e liquidez, é difícil explicar a escolha de um investimento menos rentável. Tal como, na presença de alternativas com risco e rentabilidade correspondentes, não se pode preferir um investimento menos líquido.

Infelizmente uma má compreensão dos conceitos conduz a interpretações

⁴³ “Quanto maior for o grau de não-satisfação ou afetação de um princípio, tanto maior terá que ser a importância da satisfação do outro.” ALEXY, Robert. Teoria dos direitos fundamentais. 2ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2015. p. 167.

apressadas que, não raro, sobrevalorizam a segurança e não admitem a tomada de nenhum tipo de risco. Ainda, em outros casos, é exigido que o administrador de EFPC apenas invista recursos com alta rentabilidade, liquidez imediata e baixíssimo risco. O que, como já sabemos, é uma impossibilidade fática.

Com efeito, o dever-ser possível — traduzido pela harmonização para atender segurança, rentabilidade e liquidez em graus variados — encontra limites diante das possibilidades jurídicas e fáticas. Além disso, aqui se retoma a linha de que a interpretação estatal sempre deve ser conformada por princípios exclusivamente jurídicos. Desse modo, toda interpretação a respeito de segurança, rentabilidade e liquidez deve ser orientada pelos princípios da livre iniciativa; da presunção de boa-fé no exercício da atividade econômica; da liberdade; e da intervenção excepcional sobre o exercício de atividades econômicas.

Repita-se, por fim que é um equívoco técnico jurídico considerar a segurança como um dever-ser absoluto que prevalece mesmo em colisão com a livre iniciativa e a intervenção excepcional sobre o exercício das atividades econômicas.

Sobre o Autor:

(*) Renato de Mello Gomes dos Santos - Advogado, membro da Comissão de Previdência Pública e Complementar da Ordem dos Advogados do Brasil – RJ. Mestre em Direito dos Contratos e da Empresa - Universidade do Minho - Portugal. Graduado – Universidade Federal do Rio de Janeiro. Pós-Graduado em Direito do Consumidor – EMERJ. MBA em Gestão de Negócios – IBMEC. Com extensão em Direito da Empresa – UERJ. Cursos de extensão em Direito Societário e Mercado de Capitais - FGV e IBMEC. Atua há 19 anos no mercado de previdência complementar, tendo trabalhado 16 anos na Petros, onde foi gerente do setor de consultoria jurídica. Autor de artigos jurídicos na Revista da Previdência Complementar [Abrapp]; Revista Consultor Jurídico; Portal Migalhas; e Revista Fórum Justiça do Trabalho. Autor das obras: • “Processo Decisório na Sociedade Comercial: Racionalidade Empresarial”, Ed. Hórus, Lisboa, 2022; • “Temas e Polêmicas na Previdência Complementar”, 2023; • “Comparando Constituições: A Imperial e a Carta”, 2022; e • “Portabilidade de Crédito e Previdência Complementar – Proposta Para Novo Marco Regulatório” [Coautoria] 2021.

Referências Bibliográficas

ALEXY, Robert. **Teoria dos direitos fundamentais**. 2ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2015. ISBN: 8539200732, 9788539200733.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; e SANTOS, Luccas Farias. A Administração De Sociedades e A Business Judgement Rule Sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação **RJLB – Revista Jurídica Luso-Brasileira n.º 5 Ano 5, 2019.** n.º 5. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2019/5/2019_05_0695_0716.pdf Acesso em: 22 dez. 2022.

ANDRADE, André Gustavo Corrêa de. Crítica à ideia de ponderação de princípios, **Revista Juris Poiesis**, Rio de Janeiro. v. 25, n. 37, p. 01-16, 2022. Disponível em: <http://periodicos.estacio.br/index.php/jurispoiesis/article/view/10534/47968251> Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL **Decreto-Lei nº 2.627 de 26 de setembro de 1940.** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Lei das Sociedades Anônimas** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Instrução Previc nº 33 de 23 de outubro de 2020** Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/instrucoes/instrucoes-previc/2020/instrucao-previc-no-33-de-23-de-outubro-de-2020.pdf/view>

BRASIL. **Instrução Previc nº 35, de 11 de Novembro de 2020** Disponível em <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/instrucoes/instrucoes-previc/2020/instrucao-previc-no-35-de-11-de-novembro-de-2020.pdf/view> Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Instrução Previc nº42 de 11 de outubro de 2021** Disponível em <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/instrucoes/instrucoes-previc/2021/instrucao-normativa-previc-no-42-de-11-de-outubro-de-2021.pdf/view> Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp108.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Código Civil de 2002, Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Lei nº 13.874 de 20 de Setembro de 2019.** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Lei nº 556 de 25 de junho de 1850 – Código Comercial** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. **Lei nº 556 de 25 de junho de 1850 – Código Comercial** Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977 Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6435.htm Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho de Gestão de Previdência Complementar nº 13, de 01 de outubro de 2004 Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/resolucoes/resolucoes-cgpc/resolucao-cgpc-no-13-de-1o-de-outubro-de-2004.pdf/view> Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2829, de 30 de março de 2001. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2829_v6_l.pdf Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3121, de 25 de setembro de 2003. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2003/pdf/res_3121_v7_l.pdf Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3456, de 17 de dezembro de 2008. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2007/pdf/res_3456_v4_l.pdf Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3792, de 24 de setembro de 2009. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3792_v3_P.pdf Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.963 de 25 de novembro de 2021. Disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cmn-n-4.963-de-25-de-novembro-de-2021-362755126> Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4661, de 25 de maio de 2018. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50598/Res_4661_v4_L.pdf Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4994, de 24 de março de 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4994> Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Resolução do Conselho Nacional de Previdência Complementar nº 30 de 10 de outubro de 2018 Disponível em <http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/11/cnprecres30.pdf> Acesso em: 22 dez. 2022.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Ação Declaratória de Constitucionalidade nº 43 Distrito Federal. Relator Ministro Marco Aurélio. Plenário, 24.10.2019. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/downloadPeca.asp?id=15344948872&ext=.pdf>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Top Análise de Investimento. Rio de Janeiro: CVM. 1ª ed., 2017. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_analise_investimentos.pdf Acesso em: 22 dez. 2022.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 00. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80> Acesso em: 22 dez. 2022.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Resolução do Conselho Federal de Contabilidade nº 750 de 29 de dezembro de 1993. Disponível em: <https://www.portaldecontabilidade.com.br/nbc/res750.htm> Acesso em: 22 dez. 2022.

ESTADOS UNIDOS. **United States Code**. 2006 Edition, Supplement 5, Title 29 – LABOR. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/app/details/USCODE-2011-title29/USCODE-2011-title29-chap18-subchapl-subtitleB-part4-sec1104> Acesso em 22 dez. 2022.

FERMA - Federation of European Risk Management Associations. Norma de Gestão de Riscos. Disponível em: <https://www.ferma.eu/app/uploads/2011/11/a-risk-management-standard-portuguese-version.pdf> Acesso em: 22 dez. 2022.

FRIEDMAN, David. **Law's order: what economics has to do with Law and why it matters**. New Jersey: Princeton University Press, 2000. ISBN 0-691-01016-1.

GALER, Russell, **Prudent Person Rule Standard for the investment of pension fund assets**. Financial market trends. - Paris: OECD, ISSN 0378-651X, ZDB-ID 785158-3. - 2002, p. 41-78 Disponível em: <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/2763540.pdf>

GOMES DOS SANTOS, Renato de Mello. Do que devemos falar antes de processar um administrador de EFPC? **Revista da ABRAPP maio/junho 2021** p.47/50. Disponível em:

<https://biblioteca.sophia.com.br/terminal/9147/VisualizadorPdf?codigoArquivo=56052>

GOMES DOS SANTOS, Renato de Mello. **Temas e Polêmicas na Previdência Complementar**. Rio de Janeiro. 2023, ISBN: 978-65-00-58024-2.

KELSEN, Hans. **Teoria Pura do Direito**. 6ª ed. São Paulo: Martins Fontes, 1998.

KRONBAUER, Clóvis. Análise dos efeitos do conservadorismo na informação contábil após a alteração de 2011 no pronunciamento conceitual básico. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios** (65) Jul-Sep 2017. ISSN 1806-4892 e-ISSN 1983-0807. Disponível em: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v19i65.2742> Acesso em 22 dez. 2022.

LAWRENCE J. Gitman. **Princípios de Administração Financeira**. Tradução Allan Vidigal Hastings. 12ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010. ISBN 978-85-75-7605-332-3.

PORTUGAL. **Lei n.º 27/2020 de 23 de julho. Regime jurídico da constituição e do funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões**. Disponível em: <https://dre.pt/dre/detalhe/lei/27-2020-138638754> Acesso em: 22 dez. 2022.

POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 9ª ed. Aspen Casebook Series, 2014. ISBN: 978-1454833888.

PREVIC. **Guia de Melhores Práticas Contábeis e de Auditoria**. Disponível em:

<https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/novo-guia-previc-melhores-praticas-contabeis-e-de-auditoria.pdf/view>

Acesso em: 22 dez. 2022.

STRECK, Lênio Luiz. **Dicionário de Hermenêutica: Quarenta Temas Fundamentais da Teoria do Direito à Luz da crítica Hermenêutica do Direito**. Belo Horizonte, Letramento, 2017. ISBN: 9788595300125

UNIÃO EUROPEIA. DIRETIVA (UE) 2016/2341 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2016 relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016L2341&from=PT> Acesso em: 22 dez. 2022.