



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E
CONTABILIDADE - FEAAC
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE CIÊNCIAS ATUARIAIS

TÚLIO MAIA GUIMARÃES

AVALIAÇÃO DOS PASSIVOS PREVIDENCIÁRIOS NO CONTEXTO DE QUEDA
DA TAXA DE JUROS: UMA ANÁLISE DA TAXA DE DESCONTO

FORTALEZA

2013

TÚLIO MAIA GUIMARÃES

AVALIAÇÃO DOS PASSIVOS PREVIDENCIÁRIOS NO CONTEXTO DE QUEDA DA
TAXA DE JUROS: UMA ANÁLISE DA TAXA DE DESCONTO

Monografia apresentada à Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Atuariais.

Orientador: Prof^o. Ms. Sérgio César de Paula Cardoso

FORTALEZA

2013

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação

Universidade Federal do Ceará

Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo

G981a Guimarães, Túlio Maia.

Avaliação de passivos previdenciários no contexto de queda da taxa de juros: uma análise da taxa de desconto / Túlio Maia Guimarães. – 2013.

53 f. : il. color., enc. ; 30 cm.

Monografia (Graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo, Curso de Ciências Atuariais, Fortaleza, 2013.

Orientação: Prof. Me. Sérgio César de Paula Cardoso.

1. Taxas de juros. 2. Passivos (Contabilidade) - Avaliação. Previdência Social. I. Título.

CDD 368.4

TÚLIO MAIA GUIMARÃES

AVALIAÇÃO DE PASSIVOS PREVIDENCIÁRIOS NO CONTEXTO DE QUEDA DA
TAXA DE JUROS: UMA ANÁLISE DA TAXA DE DESCONTO

Monografia apresentada à Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Atuariais.

Aprovada em: ___/___/_____.

Banca Examinadora

Prof^o. Ms. Sérgio César de Paula Cardoso (Orientador)

Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof^a. Ms. Alana Katielli Azevedo de Macedo (Membro da Banca Examinadora)

Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof^a. Ms. Ana Cristina Pordeus Ramos (Membro da Banca Examinadora)

Universidade Federal do Ceará (UFC)

À minha Mãe Kátia e ao meu Pai Carlos,

Sempre.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço aos meus pais, Carlos e Kátia, que sempre se mostraram presentes, incentivaram meus estudos e apoiaram todas as minhas decisões ao longo de minha trajetória. Com certeza, sem o apoio deles nunca teria conseguido alcançar todas as conquistas até aqui obtidas. Junto a eles lembro de minhas irmãs, Aline e Jéssica, minhas avós, Judith e Estela, e meu grande avó, João.

Agradeço também aos meus grandes amigos, Daniel Rocha e Felipe Cardoso, que desde minha infância estiveram presentes nos principais momentos de minha vida estudantil e pessoal.

Ao meu professor e orientador Sérgio Cardoso agradeço o apoio ofertado desde o início deste projeto e também ao longo de minha trajetória dentro da Universidade. Com certeza todo seu vasto conhecimento e experiência foram fundamentais para minha experiência acadêmica e profissional.

À professora Alana, que esteve presente desde o início de minha trajetória no Curso de Atuária, oferecendo sempre ajuda e conselhos. Com certeza uma das pessoas mais importantes.

Ao professor Paulo Matos dedico um agradecimento especial, pois, apesar do pouquíssimo tempo de convívio, este sempre se mostrou disposto e atencioso.

Ao Emilson, sempre presente e dedicado ao curso.

Por fim, também lembro todos os colegas de trabalho que estiveram presentes e contribuíram para minha formação. Agradeço profundamente por todos os ensinamentos passados.

Para superar um obstáculo você precisa entendê-lo.

RESUMO

A avaliação de passivos previdenciários sempre foi uma tarefa bastante complexa que incorpora diversas premissas de difícil mensuração. Sejam biométricas ou econômicas muitas dessas premissas têm perspectiva de longo prazo e, em muitos casos, podem desviar das expectativas. Dentre estas, a taxa de juros utilizada no desconto das obrigações é uma premissa econômica de grande relevância e que pode variar bastante dependendo da realidade econômica de cada país. Como a avaliação de passivos depende de modelos e critérios com certo grau de subjetividade, é necessária uma base teórica robusta para guiar essa avaliação de forma a desenvolvê-la da forma mais realista o possível. Com o auxílio de uma pesquisa bibliográfica, o trabalho procurou, em torno do contexto de redução das taxas de juros, trazer o debate sobre a avaliação dos passivos estabelecido internacionalmente e, então, fazer um paralelo com a realidade brasileira, abrangendo teorias de abordagem de passivos previdenciários com foco na taxa de desconto. No Brasil, em geral, não se utiliza o retorno esperado sobre os ativos para desconto das obrigações e nem se realiza a marcação a mercado para avaliação dos ativos. Apesar de a literatura internacional direcionar a uma abordagem a valor de mercado, esta abordagem é, em muitos casos, de difícil implementação prática. Desta forma, o regulador local se limitou a alterações no teto de desconto, buscando refletir a nova realidade econômica.

Paravras-chave: Avaliação de Passivos, Taxa de Juros.

ABSTRACT

The valuation of pension liabilities has always been a complex task that incorporates several assumptions that are difficult to measure. Are biometric or economic, has many long-term characters and, in many cases, may deviate from expectations. Among these, the interest rate used to discount the obligations is an economic premise that can vary greatly depending on the economic reality of each country. As the valuation of liabilities depends on models and criteria with a degree of subjectivity is required a robust theoretical basis to guide this assessment in order to develop it as realistically as possible. With the aid of a literature search, the job sought, around the context of falling interest rates, bringing the debate on the evaluation of liabilities established internationally and make a parallel with the Brazilian reality, encompassing theories approach to pension liabilities focus in the discount rate. In Brazil, it is not used the expected return on assets, as the obligations discount are not held to market. Although the international literature direct approach to market value, this practice is in many cases difficult to implement. Thus, the local regulator merely changes the roof off, trying to reflect the new economic reality.

Key words: Valuation of liabilities, Interest Rate.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	A AVALIAÇÃO DOS PASSIVOS PREVIDENCIÁRIOS	14
2.1	Abordagens para os Passivos Previdenciários	14
2.1.1	<i>A Abordagem Atuarial Tradicional</i>	15
2.1.2	<i>A Abordagem Moderna (Finanças Corporativas)</i>	17
2.1.3	<i>O debate entre as Abordagens:Atuarial Tradicional X Financeira</i>	19
2.1.4	<i>A Abordagem do Buffer de Risco Dinâmico (Dynamic Risk Buffers)</i>	22
2.2	Referências à Experiência Externa	24
2.2.1	<i>A Avaliação no Reino Unido</i>	25
2.2.2	<i>A Avaliação na Holanda</i>	26
3	TAXA DE JUROS NO BRASIL	29
3.1	A ESTRUTURA DOS ATIVOS DAS ENTIDADES	31
3.1.1	<i>Investimentos</i>	32
3.1.2	<i>Porte e Alocação</i>	33
3.1.3	<i>Renda Fixa</i>	34
3.1.4	<i>Renda Variável</i>	37
3.1.5	<i>Estruturados</i>	37
3.1.6	<i>Migração</i>	38
3.2	IMPACTOS DA REDUÇÃO DOS JUROS SOBRE OS PLANOS	40
4	A Taxa de Desconto e a Realidade Brasileira.....	42
4.1	O ganho real dos investimentos (Taxa de juros e taxa de desconto atuarial)	44
4.2	Alternativas para o Brasil	47
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	50
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52

1 INTRODUÇÃO

A queda na taxa de juros exerce forte influência na relação Ativo/Passivo dos planos previdenciários, tornando necessário um melhor gerenciamento de ativo e passivo nas Entidades Fechadas de Previdência Complementar, os chamados Fundos de Pensão.

Sendo o passivo previdenciário um elemento de mensuração mais complexa, se comparado ao ativo, e a taxa de desconto uma variável fundamental associada à definição das obrigações, torna-se necessária a definição de uma taxa que permita mapear de forma adequada as características do passivo dos Planos de Benefícios e, conseqüentemente, análises mais precisas da situação atuarial e financeira dos planos.

No âmbito internacional a discussão em torno dos passivos previdenciários é bastante presente, já tendo sido inclusive abordada e trabalhada em diversos países. No Brasil a preocupação sobre o tema é crescente e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) tem trabalhado no sentido de melhor enxergar a real situação atuarial dos planos de benefícios diante deste cenário e, aliada ao Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC), demonstra a necessidade de se trabalhar os aspectos inerentes à temática.

Desse modo, este estudo busca apresentar o debate que envolve a taxa de desconto associada aos passivos previdenciários levando em consideração o novo contexto econômico de juros mais baixos.

Como metodologia, foi empregada a pesquisa bibliográfica como base do desenvolvimento do presente trabalho, com foco em artigos, periódicos, trabalhos apresentados em eventos e dissertações nacionais e internacionais. Sobre as referências obtidas através da pesquisa, foi realizada uma análise comparativa, buscando um paralelo com a realidade brasileira.

No segundo capítulo que inicia o estudo, mostra-se a abordagem dos passivos discutida em alguns artigos internacionais, apresentando a visão e as características associadas a cada abordagem juntamente com o grau de importância da premissa referente à taxa de juros. Em conjunto, ao final do capítulo são apresentados, de forma superficial, alguns aspectos relativos à experiência no Reino Unido e na Holanda.

No terceiro capítulo, a título de contextualização, é apresentado o cenário de taxa de juros no Brasil e a estrutura dos ativos dos planos de previdência. Nesta sessão, também abordam-se, de forma introdutória, alguns reflexos que a redução da taxa de juros pode gerar sobre os planos de benefícios, levando em consideração a sua modalidade, seja ela de benefício definido (BD), contribuição definida (CD) ou contribuição variável (CV).

No capítulo final buscou-se uma análise comparativa através da abordagem de alguns aspectos relativos às regulações locais e às características de mercado, buscando entender o mecanismo da taxa de desconto para avaliação aplicada a realidade local, possibilitando a tomada de conclusões e sugestões à cerca do ambiente brasileiro.

2 A AVALIAÇÃO DOS PASSIVOS PREVIDENCIÁRIOS

O passivo (obrigação atuarial) de um plano de benefícios pode ser representado, na forma prospectiva, pelo valor atual dos fluxos futuros de benefícios líquidos estimados a serem pagos ao longo do tempo. Para o dimensionamento a valor presente destes fluxos há certo grau de dificuldade mediante uma série de premissas associadas que possuem certo grau de subjetividade.

De modo geral, tais premissas se organizam em duas categorias principais: econômicas e biométricas. Dentre as premissas econômicas, a taxa de desconto viabiliza a avaliação dos fluxos a valor presente, contribuindo para a análise do equilíbrio financeiro e atuarial. A importância dessa premissa é ressaltada por Capelo (1986, p. 308):

A literatura especializada reporta-se a esta variável como uma das mais importantes para um modelo de custeio de um fundo de pensão, o que é compreensível, pois ela se envolve nos processos de capitalização composta que utiliza prazos de até cem anos.

Com base nisto, o presente capítulo aborda diferentes metodologias de análise de passivos previdenciários que possuem como cerne o tratamento da premissa associada à taxa de desconto, avaliando também os diferentes efeitos que cada uma destas metodologias pode oferecer.

2.1 Abordagens para os Passivos Previdenciários

Dentro da temática abordada no contexto de queda da taxa de juros, torna-se de suma importância a correta avaliação tanto dos ativos quanto dos passivos dos planos. Como a taxa de juros é a variável que influencia tanto no lado dos ativos como no dos passivos, é importante considerar os efeitos desta sobre estes dois elementos.

A avaliação dos passivos requer uma taxa de desconto apropriada para o cálculo do valor presente dos fluxos futuros para que, a partir daí, se possa comparar ao valor dos ativos do plano e verificar o nível de financiamento do plano. Muito embora, ao se analisar as duas classes, há maior dificuldade de mensuração dos passivos.

Experiências como a crise mundial de 2008 ajudaram a colocar em foco a fragilidade dos sistemas bancários e financeiros de diversos países, e a exposição, por parte

dos bancos, a riscos de forma imprudente. Vittas (2010) expõe que o cenário econômico gerado pela crise evidenciou a condição financeira frágil de grande parte dos planos BD, que, em diversos países, acabaram reportando grandes déficits, os quais foram resultado de quedas nos preços das ações e aumentos nas obrigações. Este último sendo resultado de taxas de juros bastante baixas, especialmente as referentes a títulos dos governos. Muito do observado foi reflexo da fragilidade estrutural na gestão dos planos, demonstrando a importância de uma gestão Ativo/Passivo (*Asset Liability Management – ALM*).

Contudo, um intenso debate sobre a taxa de desconto apropriada para se trabalhar com os passivos tem se desenvolvido. De um lado do debate, Vittas (2010) cita os teóricos de Economia Financeira, defendendo que os passivos devem ser descontados de acordo com taxas de mercado, seja com base em títulos do governo (*risk free*) ou em títulos privados de primeira linha (*blue chips*). Do outro lado, há os atuários tradicionais, defendendo que os passivos devem ser descontados por taxas que reflitam o retorno de longo prazo dos ativos.

Dentro do debate, há ainda argumentos defensores de que a magnitude do passivo dita o financiamento das contribuições e como os fundos de pensão devem alocar seus ativos. Por outro lado também há a defesa da ideia de que a alocação dos ativos e a definição da taxa de desconto são decisões independentes.

Em função dessas ideias, serão abordadas diferentes teorias referentes à forma de se enxergar e abordar os passivos dos planos.

2.1.1 A Abordagem Atuarial Tradicional

Com base na importância do real conhecimento das obrigações futuras para a gestão de um plano, Vittas (2010) aborda o Modelo Atuarial Tradicional que passou a ser utilizado a partir dos anos 1960. Nesta abordagem utiliza-se o retorno esperado dos investimentos dos ativos para se descontar os passivos. O intuito por trás do processo é apurar o valor presente dos passivos baseando-se na ideia de que os ativos são os garantidores dos benefícios futuros.

Em 1974, quando o *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA)¹ estabeleceu algumas normas de financiamento, houve a introdução dos princípios desta abordagem, onde os atuários avaliavam os passivos associados aos planos através da análise da expectativa de retorno dos ativos (MUNNEL et al, 2010).

¹ Lei Federal norte americana que estabelece normas relativas à previdência privada.

Esta pode ser considerada uma metodologia de avaliação fundamentada, mas, como salientado por Vittas (2010), pode frequentemente ter problemas ao se avaliar ativos que desviam consideravelmente dos valores de mercado. Desta forma, tal metodologia sofre questionamentos e ressalvas, o que gera um debate a respeito de como deve ser apurada a taxa de desconto para a avaliação dos passivos previdenciários.

O desvio da avaliação atuarial dos ativos em relação aos valores de mercado pode subestimar o valor das provisões matemáticas do plano quando os valores de mercado estão maiores que os atuarialmente ajustados, e superestimar quando a situação oposta ocorrer. Como nesta metodologia o passivo é descontado pela expectativa sobre o ativo, por consequência, ao se utilizar taxas de desconto mais elevadas que as de mercado o passivo pode ser gravemente subestimado. Desta forma, com a incorreta avaliação das obrigações, o financiamento com contribuições baseadas nos resultados esperados seria realizado de forma equivocada.

Outro ponto que se deve observar é o perfil dos ativos. Caso os ativos fossem todos lastreados em ativos com risco (renda variável), haveria margem para o uso de uma taxa de desconto bastante elevada (com prêmio pelo risco incorporado), o que levaria a obtenção de um valor consideravelmente menor para o passivo, levando a uma subestimação do mesmo.

Uma ressalva que se faz com relação a esta abordagem está na característica do plano de benefícios, onde se deve analisar a maturidade em que este se encontra. De acordo com Vittas (2010), o balanço atuarial dos planos de pensão pode ter duas categorias principais para os ativos: uma categoria que compreende o valor presente das contribuições já acumuladas (após dedução dos benefícios efetivamente pagos); e outra categoria que compreende o valor presente das contribuições futuras.

Desta forma, segundo o autor, ao se analisar planos de pensão ainda recentes (no início), a maioria dos ativos e passivos no balanço atuarial seria representada, respectivamente, pelo valor presente das contribuições futuras e dos benefícios futuros dos participantes ativos. Assim, as reservas acumuladas seriam uma pequena parcela do ativo total e, ao mesmo tempo, o passivo referente aos membros já aposentados também seria bastante pequeno. Deste modo, o uso da mesma taxa para desconto de receitas e de pagamentos futuros é algo que faz sentido.

No entanto, conforme o plano ganha maturidade, a composição dos ativos e passivos no balanço sofre significativas mudanças estruturais. As reservas acumuladas gradualmente se tornam uma componente de mais peso no total dos ativos, enquanto os benefícios já acumulados (referentes ao serviço passado) se tornam mais relevantes ao serviço futuro, além dos pagamentos a beneficiários assistidos que também crescem com relativa importância.

É neste contexto que se aloja um conceito bastante comum e focado pelos atuários: a meta atuarial. A meta atuarial é geralmente tratada como a rentabilidade mínima necessária das aplicações financeiras de um plano, para garantir o cumprimento dos compromissos futuros. Esta meta é geralmente expressa como a taxa de juros adotada na avaliação atuarial conjugada a um índice de inflação e é determinada em função da expectativa dos ganhos futuros do ativo limitada, em alguns casos, a um teto prudencial. Assim, é possível perceber a íntima ligação existente entre a abordagem atuarial tradicional e o foco na meta atuarial, onde é observada a remuneração esperada dos ativos para avaliação dos passivos.

2.1.2 A Abordagem Moderna (Finanças Corporativas)

Devido às lacunas deixadas a Abordagem Tradicional acaba sofrendo bastantes críticas por parte dos economistas financeiros, que defendem que a Abordagem Financeira, baseada na evolução da Teoria das Finanças, deveria ser refletida na prática atuarial. Dentro do núcleo dos atuários esta metodologia também vem sendo bastante debatida. Na Inglaterra, Exley et al (1997) analisam as obrigações atuariais na perspectiva da teoria financeira, além de defender a avaliação a mercado dos passivos.

Bader e Gold (2003) tomam postura de defesa da Abordagem Financeira em seus argumentos. Os autores observam que os ativos e passivos de um plano de benefícios possuem riscos diferentes, o que implica dizer que estes não podem ser avaliados da mesma maneira. Desta forma, a taxa esperada de retorno dos ativos não poderia ser aplicada para avaliar os passivos. Os autores também salientam que o passivo deveria ser analisado a valor de mercado.

Princípio 4: Uma obrigação é avaliada de acordo com um portfólio de referência negociável e com liquidez. O portfólio deve possuir fluxos de caixa que se

assemelhem aos da obrigação em montante, momento e probabilidade de pagamento (BADER e GOLD, 2003, p.4, tradução nossa)².

Esta análise do passivo a valor de mercado é considerada, de certa forma, hipotética. Como não há um mercado para negociação de passivos, é difícil se realizar uma avaliação a valor de mercado; diferentemente do que ocorre com os ativos. Desta forma, os autores defendem a constituição de um portfólio ativo hipotético, negociável, com fluxos de caixa que se aproximassem dos fluxos das obrigações. Assim, uma vez formado o portfólio de referência, o passivo do plano seria descontado à taxa de retorno deste portfólio. No entanto, tais portfólios devem ser utilizados especialmente como referência para o desconto das obrigações; não devendo estes serem enxergados como recomendações de investimentos para os ativos.

Chapman et al (2001, p.13) também sustentam a opinião precedente e afirmam:

[...] o valor de qualquer fluxo de caixa é equivalente ao do ativo correspondente. Obrigações previdenciárias acumuladas (exceto relativa a risco de mortalidade) podem ser avaliadas através de um portfólio de títulos. Desta forma, descontar obrigações através de taxas associadas aos títulos públicos produz valores economicamente consistentes para as obrigações.³

Bader e Gold (2003) argumentam ainda a necessidade de reexame do Modelo Atuarial Tradicional, que, na ótica dos autores, possui falhas e afasta certos princípios das Finanças que poderiam contribuir com metodologias mais transparentes e menos arbitrárias para o cálculo dos passivos. Munnell et al (2010) sustentam a opinião dos autores e citam, dentre as falhas do modelo, permitir a manipulação das técnicas atuariais, o que pode conduzir planos a insolvência. Há exemplos nos Estados Unidos, Reino Unido e Suíça de patrocinadores que em momentos de vulnerabilidade utilizavam altas taxas de desconto com o intuito de diminuir seus níveis de contribuição e subavaliar seus passivos.

O grande questionamento reside no fato de o Modelo Atuarial Tradicional ter um grande foco voltado ao retorno esperado dos ativos, ignorando o valor de mercado dado ao risco⁴; implicando na possibilidade de que maiores valores futuros esperados possam ser traduzidos em maiores valores presentes. Os autores citam o exemplo relacionado a ações e títulos livres de risco, argumentando que R\$ 1 milhão em títulos livres de risco tem o mesmo

² *Principle 4: A liability is valued at the price at which a reference security trades in a liquid and deep market. A reference security (or portfolio) has cash flows that match the liability in amount, timing, and probability of payment* (BADER e GOLD, 2003, p.4).

³ [...] *the value of any cash stream is equivalent to the value of a matching asset. Accrued pension liabilities (excepting mortality risk) can be priced by a bond portfolio. Hence, discounting liabilities at rates implied by bonds produces an economically-consistent price for the liabilities.*

⁴ Incorporam o prêmio de risco, que de acordo com ASOP 27 é a parcela do retorno real que reflete as incertezas de pagamentos futuros.

valor de R\$ 1 milhão em ações e, baseado neste exemplo, não se deve analisar apenas o retorno associado ao ativo, mas também seu valor presente associado à sua taxa de remuneração, pois esta incorpora o risco associado a este ativo (probabilidade de pagamento).

Quanto à aplicação de tal metodologia, os autores ilustram, hipoteticamente, a situação de uma instituição que toma emprestado R\$ 1 mi e investe em seus negócios. Sua dívida referente ao empréstimo nesta data é de R\$ 1 mi. A obrigação assumida não será avaliada (descontada) de acordo com o retorno esperado sobre os ativos detidos pela instituição. Logo, a avaliação das obrigações previdenciárias deveria seguir a mesma linha lógica e não depender do retorno esperado sobre os ativos que certa entidade detenha.

Desta forma, aplicando um raciocínio análogo, percebe-se um viés permitido pela Abordagem Atuarial Tradicional ao se observar duas entidades com obrigações idênticas, mas diferentes alocações de seus respectivos ativos. Estas duas entidades não devem possuir passivos diferentes, mas sim diferentes ativos. Se uma obtiver retornos mais elevados não implicaria dizer que seu passivo sofrerá redução.

Bader e Gold (2003) ainda abordam outros pontos que consideram violados pelo Modelo Atuarial Tradicional. Os autores citam a transferência de riscos para as gerações futuras, alegando que em investimentos com risco associado, os possíveis déficits relacionados à expectativa de retorno serão pagos (herdados) pelas gerações seguintes. Em consequência, pode ocorrer o que os autores chamam: *Underpricing pensions in compensation decisions*, onde os reflexos da herança repercutem sobre os benefícios da geração futura em forma de compensação.

2.1.3 O debate entre as Abordagens: Atuarial Tradicional X Financeira

Há ainda um importante ponto abordado que se refere à contabilidade: *Actuarial/account processes biasing investment decisions*. Neste ponto os autores questionam o processo contábil argumentando que este cria uma forte tendência em favor de ativos arriscados, pois, como já abordado, o modelo ignora os riscos associados aos ativos ao determinar o valor presente destes. Tal viés daria margem a planos que visam diminuir custos migrar um grande volume de ativos *risk free* para ações, por exemplo. Ao determinar o valor presente, as técnicas de economia financeira (*financial economics*) não reconhecem prêmios de risco ainda não realizados, porém o Modelo Atuarial e o *Financial Accounting Standards* N° 87 (FAS 87) o fazem, o que pode vir a “reduzir” as despesas do plano e, conseqüentemente, as contribuições necessárias para o financiamento. Além disso, falhas nos

resultados com relação ao atingimento das expectativas seriam reveladas e tratadas apenas em anos futuros. O FAS 87 estabelece que a taxa de desconto utilizada é a taxa presumida à qual os passivos do plano podem ser liquidados.

O autor também comenta que o FAS 87 camufla ainda o risco associado à obrigação ao suavizar ganhos. Com relação aos efeitos da suavização, Gold e Latter (2008) apresentam uma análise de passivos previdenciários de fundos do setor público mostrando que, ao se reportar os passivos previdenciários a valores atuariais, que podem diferir substancialmente dos valores de mercado, a solvência do plano é frequentemente baseada num passivo suavizado. Para solução do problema os autores definem um valor de mercado para o passivo, que seria o valor presente dos benefícios descontados a taxas de juros do mercado de renda fixa livre de risco, ou pelo menos de baixo risco.

O *paper* desenvolvido por Bader e Gold (2003) apresenta diversas queixas relacionadas à metodologia atuarial, às deficiências apresentadas pelo FAS 87 e à importância de se compreender os princípios econômicos e financeiros. No entanto, apesar de todas as críticas apresentadas ao Modelo Atuarial Tradicional, alguns autores tomam posição de defesa do modelo. Mindlin (2005) cita o trabalho desenvolvido por Bader e Gold (2003), salientando que os autores levantaram importantes questionamentos relacionados à validade do modelo atuarial tradicional, o que contribuiu substancialmente para o debate. Seus trabalhos, assim como de vários outros atuários e economistas se tornaram alvo de diversas discussões.

O autor concorda quanto à necessidade de aprimoramento do modelo, mas discorda quando os autores argumentam que este se encontra obsoleto. Muitos dos pontos questionados, defende o autor, são em virtude de políticas equivocadas, não devido aos princípios empregados pelo modelo atuarial. O autor argumenta que o modelo atuarial (modelo aplicado à previdência) está em harmonia com os princípios econômicos e financeiros abordados por Bader e Gold (2003): “[...] o modelo atuarial aplicado às pensões é uma metodologia quantitativa valiosa e parte integrante da economia financeira” (MINDLIN, 2005, p.30, tradução nossa)⁵.

Com relação ao FAS 87, Bader e Gold (2003) tomam postura contrária a procedimentos que ocultam riscos (*risk-concealing procedures*): eliminar suavizações desnecessárias, suposições não comprovadas e amortizações postergadas. O valor correto das

⁵ [...] *the actuarial pension model is a valuable quantitative methodology and an integral part of financial economics.*

obrigações deveria utilizar a curva de juros por completo. Relatórios financeiros deveriam ser mais transparentes e marcados a mercado (*marked-to-market*). Mindlin (2005) argumenta que o modelo atuarial justifica a suavização no intuito de evitar a volatilidade das análises, o que pode resultar em volatilidade ao se analisar também as contribuições. Tudo isso se basearia na natureza de longo prazo dos fundos de pensão.

A utilização de valores de mercado para estimar ativos e passivos pode ser apropriada para calcular os custos de fechamento de um plano, no caso de falência do patrocinador, por exemplo. Porém, esses valores não refletiriam a natureza de longo prazo dos planos de previdência. As flutuações diárias do mercado, se demasiadamente utilizadas para definir as exigências de fundeamento do plano, podem ser prejudiciais ao alcance e à manutenção das três principais metas financeiras dos arranjos previdenciários: viabilidade de longo prazo, estabilidade e segurança (YERMO e PUGH 2009, p. 7).

Vittas (2010) comenta que ao invés de impor como referência os retornos dos títulos públicos na data de cálculo das contribuições, a taxa de desconto poderia ser estipulada com base em seu valor médio no ano anterior à data da avaliação. O uso de taxas de descontos médias de um determinado período ameniza os efeitos de curto prazo das flutuações do mercado e permite que as taxas correntes continuem a ter papel significativo. Países como Estados Unidos e Japão utilizam taxas de desconto *smoothed* a fim de abrandar os efeitos da volatilidade dos mercados nos níveis de contribuição.

Quanto às críticas apresentadas por Bader e Bold (2003) referentes ao retorno esperado sobre os ativos, Mindlin (2005) afirma que as expectativas são a essência dos investimentos. De fato, o FAS 87 possui suposições de longo prazo, sendo o retorno esperado dos ativos a mais notória.

Mindlin (2005) expõe que os atuários ao trabalhar com os compromissos dos planos necessariamente tem que trabalhar com seus respectivos valores presentes. O mesmo vale ao se analisar os ativos do plano. O autor define com suas próprias palavras a relação entre ativo e passivo: “[...] Defino a responsabilidade como o valor do ativo que deveria ser utilizado para fundar o compromisso” (MINDLIN, 2005, p.37, tradução nossa)⁶. Justificando, assim, as suposições da Abordagem Atuarial Tradicional.

⁶ *I define the liability as the asset value that should be set aside now to fund the commitment.*

No Brasil, a Comissão de Valores Imobiliários (CVM) tratou da questão contábil através da deliberação CVM 695, que estabelece algumas normas para as premissas atuariais em correlação às Normas Internacionais de Contabilidade, dentre elas a taxa de desconto, onde:

A taxa utilizada para descontar a valor presente as obrigações de benefícios pós-emprego (tanto custeadas quanto não custeadas) deve ser determinada com base nos rendimentos de mercado, apurados na data a que se referem as demonstrações contábeis, para títulos ou obrigações corporativas de alta qualidade. Se não houver mercado ativo desses títulos, devem ser usados os rendimentos de mercado (na data a que se referem às demonstrações contábeis) relativos aos títulos do Tesouro Nacional. A moeda e o prazo desses instrumentos financeiros devem ser consistentes com a moeda e o prazo estimado das obrigações de benefício pós-emprego.

Uma premissa atuarial que tem efeito significativo é a taxa de desconto. A taxa de desconto deve refletir o valor do dinheiro no tempo, mas não o risco atuarial ou de investimento. Além disso, a taxa de desconto não deve refletir o risco de crédito específico da entidade suportado pelos seus credores, nem refletir o risco de a experiência futura poder diferir das premissas atuariais.

A taxa de desconto deve refletir os prazos estimados dos pagamentos de benefícios. Na prática, a entidade frequentemente consegue isso, aplicando uma única taxa de desconto média ponderada que reflita os prazos estimados e o montante dos pagamentos de benefícios e a moeda em que os benefícios vão ser pagos.

Em alguns casos, pode não haver mercado ativo de títulos de dívida com vencimento suficientemente longo para corresponder ao vencimento estimado de todos os pagamentos de benefícios. Nesses casos, a entidade utiliza as taxas correntes de mercado, com o prazo apropriado, para descontar pagamentos de prazos mais curtos e estima a taxa de desconto para vencimentos mais longos, extrapolando as taxas correntes de mercado ao longo da curva de rendimento. É improvável que o valor presente total de obrigação de benefício definido seja particularmente sensível à taxa de desconto aplicada à parcela dos benefícios devidos após o vencimento final dos títulos de dívida corporativos ou dos títulos do Tesouro Nacional disponíveis (BRASIL, 2012).

A deliberação deixa clara sua posição quanto à taxa de desconto, defendendo que esta deve refletir o valor do dinheiro no tempo e enfatizando sua postura contra a incorporação do risco atuarial ou de investimento. Tal postura segue linha similar a abordada por Bader e Gold (2003).

2.1.4 A Abordagem do Buffer de Risco Dinâmico (*Dynamic Risk Buffers*)

Um complemento às metodologias supracitadas é a abordagem através do *buffer* de risco dinâmico. Esta metodologia considera a marcação a mercado dos ativos e, para a avaliação dos passivos, utiliza taxas de desconto baseadas em títulos do governo ou títulos corporativos de primeira linha⁷. Aliada a estas práticas há a manutenção de um colchão para as oscilações e que reflete a natureza livre de risco dos ativos.

⁷ *Most high-grade corporate bond yield curves.*

Yermo e Pugh (2009) explicam que a técnica se basearia na ideia de que o superávit acumulado em períodos econômicos favoráveis funcionaria como um colchão de proteção durante períodos de dificuldade, por exemplo: quando condições adversas de mercado provocassem aumento dos passivos (em consequência da diminuição das taxas de juros por exemplo) e queda do valor dos ativos.

Esta metodologia realça a crescente convergência entre o tratamento dado aos planos de aposentadoria e o tratamento dado aos seguros, enfatizando a provisão de uma espécie de seguro de renda de aposentadoria, além de levar em conta tanto o crescimento salarial como o serviço futuro, isto é, focando na avaliação do passivo de grupo fechado (*Closed Group Obligation - CGO*) e do passivo de grupo aberto (*Open Group Obligation - OGO*).

A abordagem prevê a implementação de *buffers* de risco para funcionamento. Vittas (2010) cita que em alguns países estes *buffers* foram criados com base em testes de solvência estática que não levam em conta o estado dos mercados financeiros. No entanto, o autor cita como alternativa que estes sejam baseados no desvio dos valores de tendência do mercado no longo prazo, tornando-os mais dinâmicos. Desta forma, caberia aos reguladores estipular, de forma apropriada, valores de tendência no longo prazo para as diferentes classes de ativos e as curvas de desconto (*discount rate curves*).

Os patrocinadores e gestores do plano teriam a chance de escolher entre investir em carteiras correspondentes aos passivos (*matching portfolios*) e manter pequenos *buffers* de risco, ou investir uma significativa parcela dos ativos do plano em ações e outros ativos de alto retorno, mas manter grandes *buffers* de risco.

Órgãos reguladores em diversos países, nos últimos anos, tem visto como alternativa a avaliação através do uso de *buffers* de risco, muito embora ainda não haja um consenso quanto à dimensão correta destes buffers e quanto à metodologia para seu cálculo. No entanto, conforme alternativa supracitada por Vittas (2010), quando os valores de mercado de determinados ativos excedessem seus valores de tendência (estimadas a partir de dados históricos) em um nível superior a certa percentagem fixada previamente, este excesso seria alocado no *buffer* de risco. De forma análoga e simétrica, quando o mesmo ocorresse, mas agora, devido a uma queda que superasse tal percentagem, o déficit seria alocado em uma espécie de *buffer* negativo.

No entanto, Vittas (2010) faz uma ressalva quanto ao uso desta abordagem para a avaliação de passivos e criação de *buffers* de risco, pois esta só seria factível em países que possuíssem mercado de ações e títulos bem desenvolvidos e com liquidez. Entretanto, em países onde os mercados de títulos não oferecem um amplo leque de maturidades, as taxas de mercado seriam empregadas apenas na avaliação de passivos cobertos (*matched liabilities*). Passivos descobertos seriam avaliados segundo uma taxa estabelecida (uma taxa menor) pelo órgão regulador com o auxílio de uma equipe de especialistas. Tal taxa levaria em conta as tendências futuras para as taxas de juros e buscaria minimizar os riscos de reinvestimento dos ativos destinados à cobertura dos passivos descobertos (*unmatched liabilities*).

Esta abordagem suporta o uso de valores de mercado, um princípio da abordagem financeira, mas requer decisões orçamentárias para ser baseado em performances de longo prazo, satisfazendo, assim, uma das maiores preocupações da abordagem tradicional. Percebe-se, desta forma, a possibilidade de incorporar aspectos das duas metodologias. O uso de valores de mercado visa assegurar transparência aos *buffers*, o que promove, assim, reações mais prudentes em casos de grandes flutuações nos valores dos ativos; favorece mudanças graduais nas decisões orçamentárias no intuito de evitar erros que são geralmente cometidos quando os mercados estão em estado de *booming*.

Vittas (2010) também cita a prevenção contra aumentos demasiados nos benefícios e a suspensão inadequada das contribuições. Maior prudência também evita a necessidade de grandes medidas corretivas quando bolhas estouram ou outros eventos ocorrem quando os valores de mercado sofrem algum tipo de colapso.

No entanto, Vittas (2010) cita que os reguladores não têm tratado os planos como provedores de seguros, razão pela qual ainda não há a imposição de exigências mínimas de solvência. Por razões fiscais, as autoridades vêm até mesmo se opondo à manutenção de *buffers* de risco adequados.

2.2 Referências à Experiência Externa

Esta seção aborda, de forma breve, a avaliação dos passivos previdenciários em dois países europeus com planos de pensão maduros: Reino Unido e Holanda. Também é abordado o debate nos países e o quadro regulatório.

2.2.1 A Avaliação no Reino Unido

O Reino Unido possui um longo histórico de debates acerca da metodologia adequada para avaliação de passivos previdenciários. Durante a década de 1990 foi imposto o *Minimum Funding Requirement* (MRF), que visava estabelecer um montante mínimo de ativos que um plano de benefício definido deveria possuir para garantir os benefícios prometidos. No entanto, o modelo teve vida curta por ser bastante simplista e inflexível, pois não refletia as mudanças de mercado, sendo assim substituído por um modelo mais flexível que também considerava a força do patrocinador.

Patel e Daykin (2010), em um estudo intitulado: “Os atuários e as taxas de desconto”, estabelecem uma distinção entre os cálculos voltados para o casamento de ativos e passivos e os de propósito orçamentários, defendendo que as taxas marcadas a mercado são mais apropriadas na primeira situação e as pré-estabelecidas na segunda.

O estudo indica haver uma crescente convergência no que se refere ao tratamento dos passivos de seguros de vida e de planos de previdência. No âmbito da previdência os reguladores britânicos permitem que o patrocinador estipule a taxa de desconto. Contudo, os reguladores demandam que as companhias mais vulneráveis utilizem taxas de desconto com menor nível de risco possível.

Nos seguros, para cálculo de provisões técnicas se utiliza, cada vez mais, taxas de juros que refletem baixo risco condizente com planos de previdência maduros com um maior número de participantes assistidos que investem uma parcela bem mais significativa de seus ativos em papéis de renda fixa.

Dos administradores de planos é exigida a adoção de hipóteses prudentes, com a orientação dos reguladores. Desta forma, os administradores, em parceria com os patrocinadores são autorizados a estabelecer provisões técnicas baseadas nas características de seus passivos ou nas características dos ativos que lastreiam as obrigações. Em geral, as taxas de desconto deveriam estar abaixo da expectativa de retorno de longo prazo dos ativos do plano para que se possa refletir os riscos associados e cumprir a exigência de prudência. Apesar de a margem de prudência não ser claramente definida, um prêmio de risco em torno de 1,5% sobre as taxas dos títulos do governo são amplamente utilizadas para se trabalhar com passivos de participantes ativos, enquanto um percentual significativamente menor é utilizado com os passivos de aposentados.

Outro ponto abordado por Vittas (2010) é referente à ênfase dada à força do patrocinador. Esta seria uma forma de se ressaltar a exposição dos planos de previdência a riscos de solvência e de integridade associados a seus patrocinadores. As obrigações podem ser avaliadas através de taxas de desconto relacionadas à expectativa de retorno dos ativos do plano, porém os reguladores britânicos (*UK Pensions Regulator*) exigem que instituições financeiramente mais vulneráveis utilizem taxas de desconto de baixo risco. Aliado a isto, os patrocinadores são obrigados a sanar quaisquer déficits antes de transferir os passivos por meio de *buy out* (operação securitária).

É interessante notar que no Reino Unido o regulador adotou abordagem oposta à utilizada pelos patrocinadores que aplicavam altas taxas de desconto quando em momentos de dificuldades financeiras e baixas taxas quando em momentos mais fortes. O intuito é de prevenir que o patrocinador possa inflar suas obrigações para obter incentivos fiscais, subavaliá-las de forma a minimizar obrigações e contribuições. No entanto, ficaria aberta a questão quanto à capacidade de patrocinadores que, em momentos de dificuldade, deveriam cobrir com as obrigações advindas do passivo calculado com menores taxas de desconto. Patel e Daykin (2010) salientam quanto ao crescente papel desempenhado pelos reguladores locais no monitoramento da performance dos patrocinadores no intuito de prevenir tais situações.

Vittas (2010) aborda a ação dos reguladores no Reino Unido que monitoram continuamente o desempenho dos fundos de pensão, mas não impõem a manutenção de *buffers* de risco. Os administradores dos planos devem realizar avaliações atuariais periódicas e devem estabelecer planos de recuperação, em parceria com o patrocinador, apresentando como os possíveis déficits poderiam ser eliminados. Caso o período de recuperação excedesse 10 anos, uma investigação mais criteriosa por parte do regulador seria estabelecida.

2.2.2 A Avaliação na Holanda

Na Holanda os fundos de pensão sofreram crises de solvência durante os anos de 2001 e 2008 em resultado de uma grande queda nos preços das ações e na taxa de juros. Os fundos holandeses haviam aumentado seus investimentos em ações nos anos anteriores em busca de retornos mais elevados, além de terem aumentado os benefícios e suspenso as contribuições durante os anos de *boom*. Como resultado as relações de financiamento caíram significativamente no período. (VITTAS, 2010, *apud* PONDS e RIEL 2007).

De certa forma, tais consequências foram reflexos da adoção da contabilidade de valor justo (*fair value*), que substituiu o modelo atuarial tradicional. Este último objetivava estabilizar tanto a taxa de contribuição quanto à relação de financiamento dos fundos. As regras antigas permitiam descontar as obrigações a uma taxa constante de 4% e reportar os ativos a valores atuarialmente ajustados.

As novas regras exigiram dos fundos a utilização de “valores justos” para a avaliação tanto de ativos quanto de passivos. Elas determinariam a marcação a mercado dos ativos e taxas de desconto baseado na curva euro *swap* para a avaliação das obrigações. O uso da curva euro *swap* seria compulsório (descontar os passivos segundo a taxa de juros *swap* da Zona do Euro).

Ao mesmo tempo, o regime de supervisão foi reforçado. Os fundos de pensão foram obrigados a manter uma solvência mínima de 5% das provisões técnicas, assim como manter *buffers* de risco que dependeriam da composição dos ativos. Fundos que investem mais em ações, que possuem ativos de renda fixa com *duration* inferior ao dos passivos ou que detêm ativos em moeda estrangeira devem manter buffers mais fortes.

Os fundos de pensão podem optar por cumprir com um modelo padronizado ou construir seus próprios modelos internos para calcular seus requisitos de solvência, no entanto, tais modelos necessitam de aprovação por parte do regulador. No modelo padronizado, os *buffers* são calculados através de testes de estresse baseados em fatores de risco e uma fórmula que leva em conta as correlações entre as classes de ativos. Vittas (2010) cita que tal metodologia implica que um fundo de pensão holandês teria que manter um montante de cerca de 30% das provisões técnicas. Para a redução deste valor o fundo necessitaria reduzir o descasamento entre ativos e passivos migrando de ações para títulos públicos ou aumentando o *duration* de seus respectivos portfólios de títulos públicos.

Em resposta à crise vivenciada e às novas regras de solvência, muitos dos fundos alteraram algumas características de seus planos, migrando dos planos BD para planos CD coletivos. Houve mudanças na base de cálculo de benefícios, onde se deixou de considerar o salário final do participante, passando-se a ser considerada a média das remunerações da carreira e a introdução de uma política de partilha de riscos coletivamente entre os participantes. Esta última medida permitia aos fundos optar por aumentar as taxas de contribuição ou diminuir o valor real dos benefícios em momentos financeiramente desfavoráveis. (VITTAS 2010).

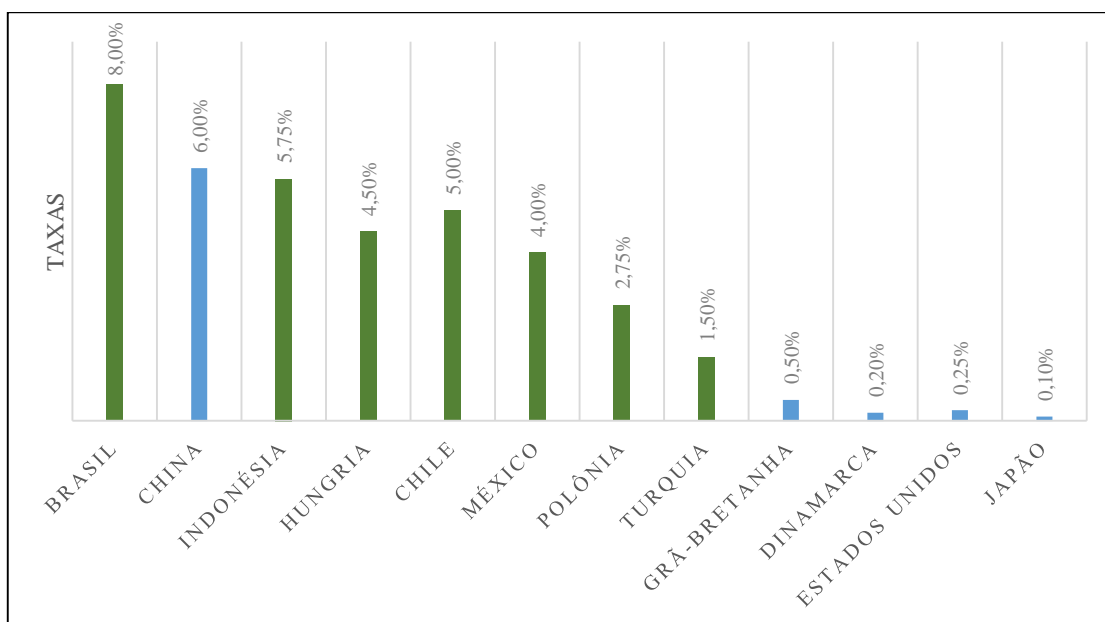
A compulsoriedade quanto ao uso da curva de taxas de juros *swap* da Zona do Euro tem sido criticada pelos fundos de pensão pelo fato de serem inflexíveis e por falhar em não levar em consideração o caráter de longo prazo dos passivos previdenciários. Muitos dos grandes fundos de pensão holandeses pedem as autoridades pela adoção de medidas mais eficientes e pela reconsideração a cerca do uso da curva *swap*, que tem sido bastante pressionada para baixo em virtude das políticas estabelecidas para conter os efeitos da crise de 2008.

Yermo e Pugh (2009) abordam que na Holanda, também já se reivindica que as taxas de juros sejam suavizadas (*smoothed*). Os Fundos de Pensão holandeses encontraram-se num círculo vicioso em decorrência do uso da curva de *swap* para avaliar os passivos. A forte demanda por *swaps* pressionou para baixo a sua taxa de longo prazo, o que acabou ajudando a intensificar a demanda.

3 TAXA DE JUROS NO BRASIL

As taxas de juros atingiram no final de 2012 o menor nível histórico no Brasil, mas, se comparadas com as de outros países emergentes que, como o Brasil, utilizam o regime de metas de inflação, pode-se constatar que essas taxas ainda se encontram em níveis elevados. O Gráfico 1 trás as últimas taxas de juros divulgada pelos Bancos Centrais de alguns países. Os destacados em verde constituem os, que assim como o Brasil, possuem regime de metas de inflação.

Gráfico 1 – Taxas de juros divulgadas pelos Bancos Centrais



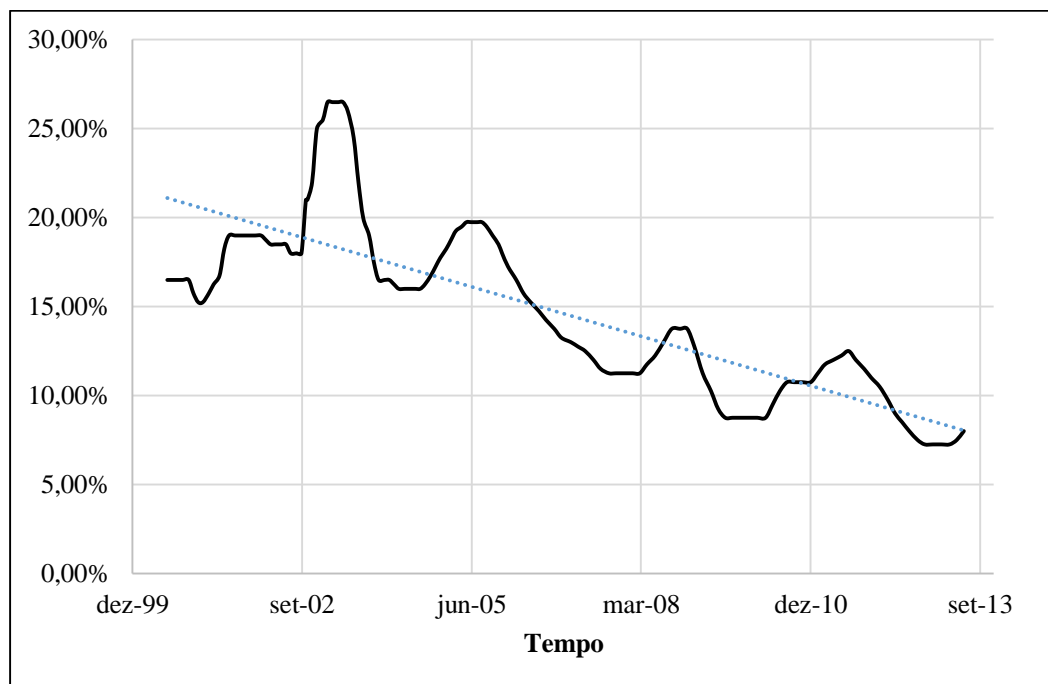
Fonte: Global-Rates (Maio de 2013)

A taxa Selic no patamar de 8%, atingido em maio de 2013, constitui uma das taxas de juros mais elevadas do mundo. Nas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central, que ocorrem, atualmente, a cada 45 dias, é avaliado o comportamento da economia e da inflação para a tomada de decisão sobre a trajetória das taxas básicas de juros praticadas na economia brasileira (Taxa Selic). No segundo semestre de 2012, a taxa Selic atingiu seu mínimo histórico.

Apesar das significativas reduções na taxa básica de juros, as taxas praticadas na economia brasileira ainda estão entre as mais elevadas se comparadas às praticadas no mundo.

Dentre os pontos que influenciam os juros brasileiros, Silva et al (2010) citam a dominância fiscal, a fragilidade externa, a baixa efetividade do canal de crédito e a alta inércia inflacionária.

Gráfico 2 – Histórico da Taxa Selic no período de janeiro/00 – maio/13



Fonte: Banco Central

A questão da dominância fiscal pode ser explicada pelo fato de o governo ser devedor, o que torna necessária a manutenção da taxa básica de juros em um patamar elevado para atrair recursos e financiar o setor público. Assim, além de ser usada para o controle da inflação também asseguraria a rolagem da dívida pública.

Silva et al (2010) também mostram que o perfil da dívida pública é importante, pois quanto maior a participação de títulos indexados, menor é o poder da política monetária, pois menor será a eficiência dos canais de transmissão desta, sendo necessária uma taxa maior para gerar efeitos nestes canais, mantendo o equilíbrio entre oferta e demanda agregadas de forma a controlar a inflação.

Tendo em vista os fatores abordados anteriormente, principalmente devido às mudanças na dívida pública, que tomou uma trajetória de queda, e assumiu um perfil diferente, o qual diminuiu a participação dos títulos indexados, aumentando a eficiência do efeito-riqueza nos canais de transmissão da política monetária. Desta forma as mudanças na dívida pública torna menor a dominância fiscal, assim como a fragilidade externa da

economia brasileira, o que termina por abrir espaço para taxas de juros menores. No Gráfico 1 pode-se visualizar a tendência de queda da Selic ao longo dos anos.

Os títulos do mercado brasileiro tem apresentado uma convergência gradual, mas consistente para taxas de juros mais baixas. Desta forma é esperada a manutenção deste processo de convergência para as taxas de juros de longo prazo.

No âmbito dos títulos públicos, o Governo Federal, através do Tesouro Nacional, os emite para o financiamento da dívida do país. Os Títulos Públicos fazem parte do mercado de renda fixa e constituem uma forma de arrecadar recursos por parte do Governo sem que este contribua com a elevação da inflação.

Apesar dos títulos serem divididos basicamente nas categorias prefixados, pós-fixados e indexados à inflação, de forma geral, todos acabam sendo guiados pela taxa básica de juros Selic, que acaba funcionando como um balizador da renda fixa.

De toda maneira, o desenho da trajetória de queda das taxas de juros tem se mostrado cada vez mais evidente, de forma que surge a necessidade de ajuste por parte dos setores da economia para a nova realidade.

No âmbito da Previdência Complementar o desafio de se adequar à nova realidade é notório, uma vez que a redução das taxas de juros abaixo do teto de esforço de rentabilidade real de 6% ao ano exigiria que os fundos diminuíssem suas metas atuariais, aumentassem o risco e alterassem a composição de duas carteiras. Além de afetar o lado dos ativos, esta redução também teria efeito sobre o lado dos passivos, exigindo uma redução da taxa de desconto para a avaliação de seu valor presente. No entanto, o processo de adaptação já está em andamento e, segundo a Previc, quase 60% dos fundos de pensão já operam com metas atuariais mais baixas que esse teto.

3.1 A ESTRUTURA DOS ATIVOS DAS ENTIDADES

No intuito de compreender a estrutura dos ativos e de que forma estão distribuídos os investimentos da maior parte das EFPCs do Brasil, esta sessão faz uso de dados e conclusões apresentados em uma pesquisa realizada pela Abrapp e divulgada em 2013, com o objetivo de radiografar esse processo de adaptação às mudanças tanto na administração de ativos como na gestão de passivos, coordenou a pesquisa: O Raio X da Previdência Complementar.

Tendo em vista o cenário econômico abordado nas sessões anteriores e a necessidade de adaptação por parte das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, uma série de mudanças estruturais na gestão de ativos está em curso no sistema de Fundos de Pensão, seguindo um ritmo que será acelerado ao longo dos próximos meses. O trabalho coordenado pela Abrapp foi desenvolvido por duas consultorias especializadas junto a um universo que responde por 80% do patrimônio total do sistema, com respostas fornecidas por um número que variou entre 100 e 120 fundações de todos os portes e de todas as regiões do País, o que revelou não apenas a situação atual, mas, também, as principais tendências apontadas pelos executivos para os períodos dos próximos 12 e 36 meses.

A pesquisa constatou que as EFPCs reconhecem os problemas, os desafios e a necessidade de mudança perante o novo cenário. O consultor Antônio Fernando Gazzoni, da consultoria Gama, responsável, no trabalho de pesquisa, pela radiografia dos passivos das entidades, informa que, apesar da atenção das entidades a esta questão, há a questão da velocidade e capacidade para realização da transição.

O momento atual é bastante adequado para os fundos de pensão considerarem a sustentabilidade em seus modelos de gestão. Com a queda da taxa de juros, começa a haver uma movimentação em busca de novas classes de ativos que remodelarão os portfólios daqui para frente. Conhecer a alocação dos investimentos do plano é bastante importante e, nos próximos, tópicos serão abordados alguns resultados obtidos pelo trabalho coordenado pela Abrapp no que se refere aos perfis dos investimentos e como estão alocados os recursos das entidades de pequeno, médio e grande porte nas diversas categorias de ativos.

3.1.1 Investimentos

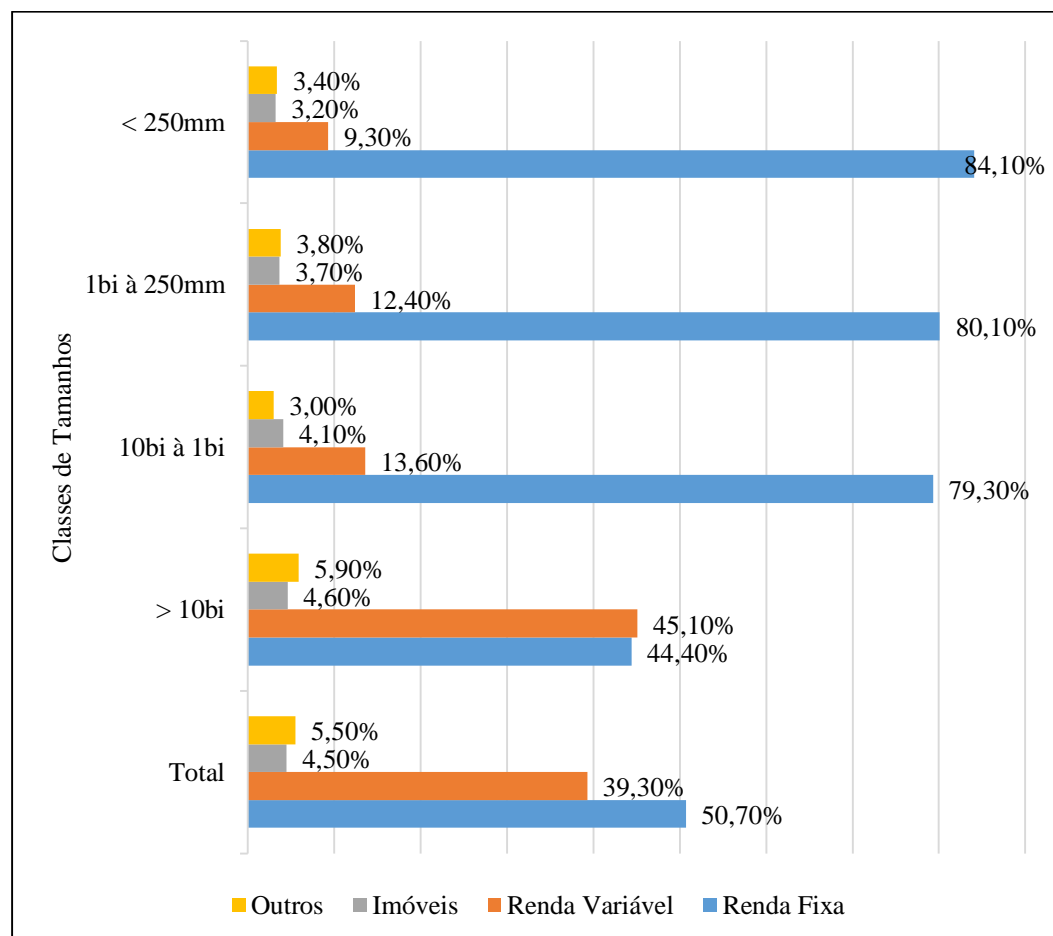
Ao se analisar os investimentos das EFPC constata-se que estes sempre tiveram grande parte de seu peso concentrado em negócios lastreados em títulos públicos. As questões da pesquisa referentes aos ativos tiveram como base os segmentos de investimentos previstos pela Resolução 3.792, que dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar, e foram elaboradas segregando os planos de Benefício Definido (BD) dos que compõem o grupo de Contribuição Definida (CD) e Contribuição Variável (CV). Também foi realizada a segregação de acordo com o volume de ativos administrados, tendo em vista que o porte do plano determina diferenças na alocação. Desta forma, foram criados quatro grupos de planos: aqueles com ativos superiores a R\$ 10 bilhões, de R\$ 10 a R\$ 1bilhão, de R\$ 1 bilhão a R\$ 250 milhões e o grupo com ativos inferiores a R\$ 250 milhões.

3.1.2 Porte e Alocação

Os planos BDs participantes da pesquisa mantêm, atualmente, 50,7% de seus ativos alocados em renda fixa, sendo 39,3% em renda variável e 4,5% em imóveis. Há ainda um percentual de 5,5% que compreende a classe de estruturados, investimentos no exterior, operações com participantes, além de outras modalidades. Ao se analisar a segmentação por tamanho, entretanto, as carteiras mostram uma forte diferenciação entre si. Os Gráficos 3 e 4 apresentam a estrutura dos investimentos segregada pelo porte dos planos.

É possível perceber que os maiores planos BDs têm, atualmente, uma alocação em renda fixa que equivale quase à metade dessa mesma classe de ativos nos demais planos BDs. Na renda variável, o grupo de maiores planos BDs registra uma alocação de 3,5 a 5,5 vezes superior a dos planos de menor porte.

Gráfico 3 – Alocação dos Ativos por Segmento – Tamanho (BD)

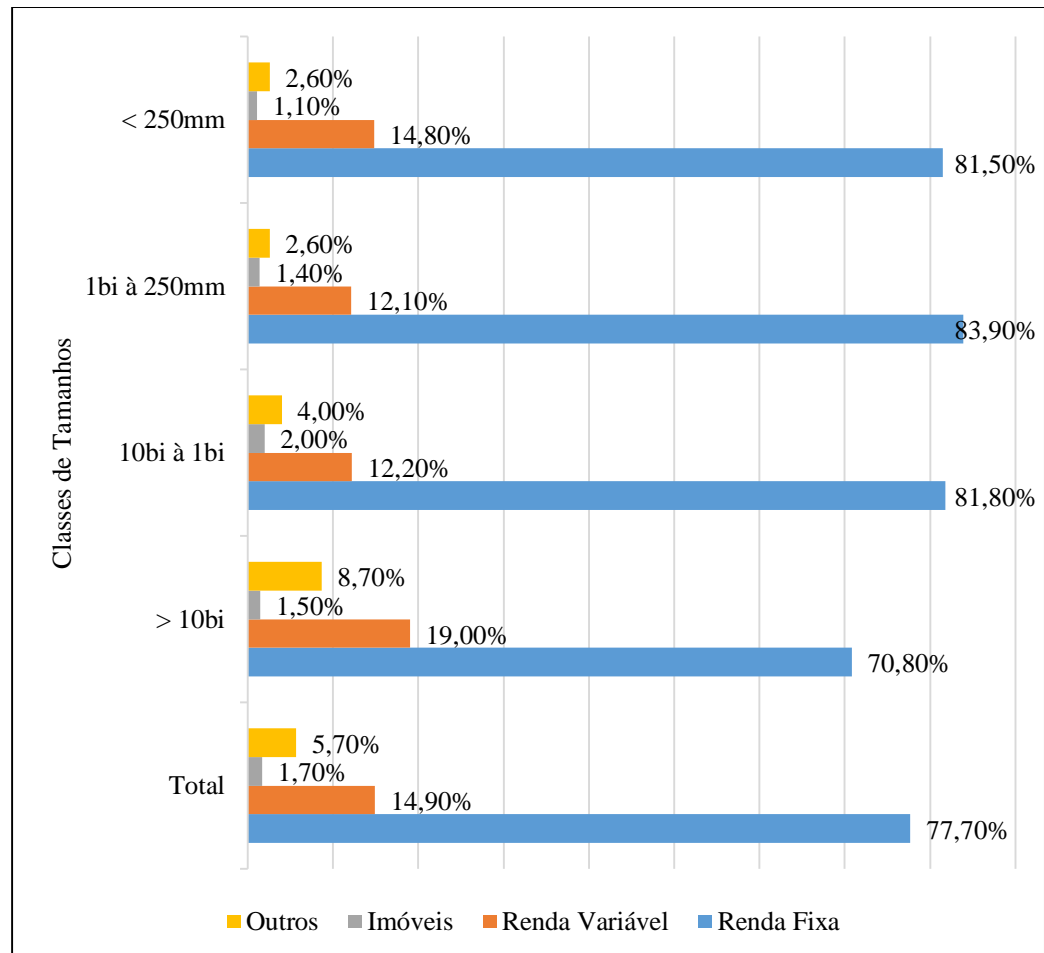


Fonte: Pesquisa ABRAPP – Raio X EFPC

Já com relação aos planos CD e CV a alocação em renda fixa é dominante, independente do porte da entidade, no entanto, as diferenças não são tão acentuadas. Ao todo,

esses planos registram uma alocação de 77,7% em renda fixa, 14,9% em renda variável e 1,7% em imóveis. Os outros 5,5% estão divididos entre as outras categorias supracitadas.

Gráfico 4 – Alocação dos Ativos por Segmento – Tamanho (CD/CV)



Fonte: Pesquisa ABRAPP – Raio X EFPC

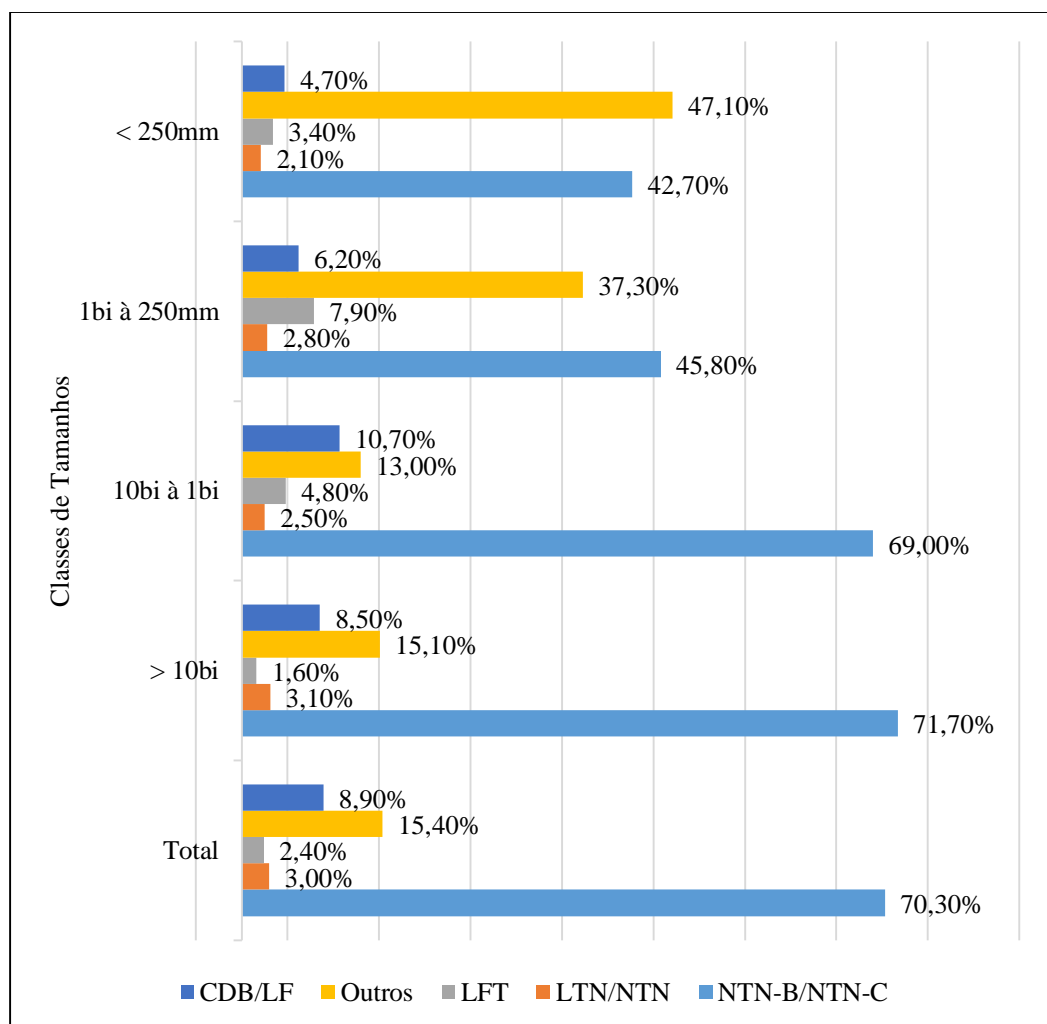
3.1.3 Renda Fixa

A grande concentração dos ativos em renda fixa é bastante evidente em ambos os segmentos. Ao detalhar características da atual alocação nesta classe, a pesquisa mostra que a maior parte dos planos BDs mantém gestão própria (62,6%).

A alocação de renda fixa dos planos BDs está fortemente concentrada em títulos públicos, que respondem por 80,3% dessas carteiras, e particularmente em NTN-B e NTN-C, papéis que representam 70,3% de seus ativos. As LFT respondem por 2,4%; as LTN/NTN por 3% e outros títulos públicos somam uma fatia de 4,6%. O restante é dividido entre os ativos privados, destacando-se os CDBs e as Letras Financeiras, com 8,9% das carteiras; enquanto as debêntures representam 3,6%, os CCB têm 2,3% e outros títulos privados somam 3,3%.

Já no caso dos CD e CV, os investimentos em renda fixa estão mais diversificados, muito embora os títulos públicos continuem representando a maior fatia das carteiras, com 72,7% do total. Na média geral dessa modalidade, as NTN-B e NTN-C respondem por 45% das carteiras; as LTN/NTN por 10%; as LFT ficam com 7,8% e outros títulos públicos somam uma fatia de 9,9%. O restante é distribuído entre 14,3% aplicados em CDB e LF; 7,7% em debêntures e 1% em Certificados de Recibos Imobiliários, DPGE e outros.

Gráfico 5 – Alocação por Tipo de Ativo (BD)

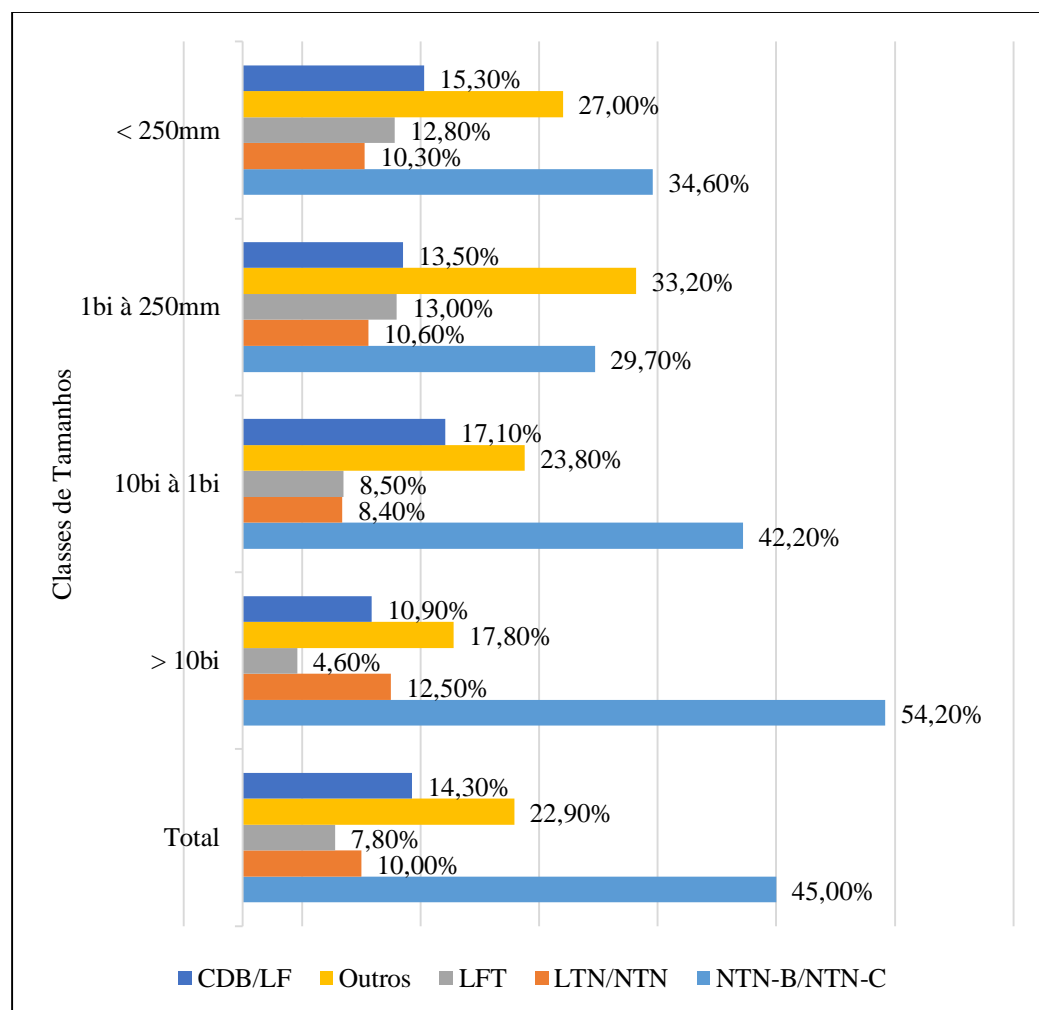


Fonte: Pesquisa ABRAPP – Raio X EFPC

A pesquisa constatou ainda que os prazos de vencimento dos ativos de renda fixa dos planos BDs estão concentrados, em 45% dos casos, no vencimento mais longo, a partir de janeiro de 2023, sendo que no caso dos títulos públicos essa fatia sobe para 55%. Já no crédito privado, a maior parcela, de 36%, é para vencimento até dezembro de 2013; 32% vencem

entre 2017 e 2019, enquanto 27% têm vencimento entre 2014 e 2016. No que diz respeito aos planos CDs e CVs, os prazos estão mais pulverizados e menos alongados. Apenas 24% do total dos ativos de renda fixa desses planos têm vencimento a partir de 2023. No caso dos títulos públicos, 32% dos papéis estão nesse vencimento mais longo, enquanto 25% vencem até dezembro de 2013. As carteiras de crédito privado estão concentradas, em 92%, nos prazos de vencimento até 2019 e apenas uma pequena fatia, de 2%, já está alongada a partir de 2023.

Gráfico 6 – Alocação por Tipo de Ativo (CD/CV)



Fonte: Pesquisa ABRAPP – Raio X EFPC

Outra importante conclusão obtida com o levantamento é relativa à precificação desses ativos. Nos planos BDs, a maior parte (54%) está marcada na curva e 46% têm marcação a mercado; 55% de seus títulos públicos são marcados na curva e, no segmento de crédito privado, a proporção é de 50% em cada tipo de precificação. Para os planos CDs e CVs 71% dos ativos estão marcados a mercado, sendo que os títulos públicos também seguem

essa mesma proporção e, no caso dos ativos privados, 72% seguem essa marcação. Segundo Carlos Garcia, consultor da Itajubá Investimentos e responsável pela pesquisa sobre os ativos, o fato de ainda haver 29% desses ativos marcados na curva não faz sentido, pois os planos estariam transferindo riqueza de quem está se aposentando hoje e pode ter acesso às vantagens do fechamento de taxas no mercado.

Em relação ao indexador utilizado, 84% dos planos BDs seguem índices de preço, 13% estão atrelados ao CDI e apenas 3% adotam outros referenciais. Os títulos públicos estão atrelados aos índices de preços em 94% dos casos e os ativos privados ainda seguem o CDI em 52% dos casos, enquanto uma fatia de 45% está referenciada em índices de preços. Nos planos CDs e CVs, 57% da carteira está indexada a índices de preços, parcela que sobe para 62% no caso dos títulos públicos e cai para 42% na alocação privada. E por fim, 56% dos ativos privados ainda seguem o CDI.

3.1.4 Renda Variável

As carteiras de renda variável são geridas por equipes próprias em 52,5% dos planos BD, percentual que sobe para 72,3% no caso dos planos com ativos entre R\$ 10 bilhões e R\$ 1 bilhão. Nos planos menores, com ativos abaixo de R\$ 250 milhões, apenas 37,7% fazem gestão própria. No grupo dos CDs e CVs, encontra-se gestão própria em 54,9% dos casos e, no universo de planos com mais de R\$ 10 bilhões, sobe para 69,7%. O menor percentual de gestão própria, de 12,5%, está no grupo dos planos com ativos entre R\$ 1 bilhão e R\$ 250 milhões.

Outro quesito abordado na pesquisa se refere ao estilo de gestão das carteiras. Dentre os BDs, 27,9% mantêm gestão ativa com *benchmark*; 58,9% tem a renda variável como participação em empresas listadas; 8,6% têm gestão que busca retorno absoluto e apenas 1,7% fazem gestão passiva. Porém, quando o porte das entidades é menor, percebe-se uma gestão ativa bem mais intensa.

3.1.5 Estruturados

Outro ponto abordado no levantamento mostra que no grupo dos planos BDs, os investimentos estruturados estão concentrados principalmente em FIPs (Fundos de Investimento em Participações) e FICs de FIPs, com um percentual de 82,6%. Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) foram citados por 17,1% dos planos, enquanto apenas 0,4% investem em fundos multimercado.

Vale observar que entre os planos de maior porte, com ativos superiores a R\$ 10 bilhões, os FIPs e FICs de FIPs representam 92,9% da alocação em estruturados, com os restantes 7,1% aplicados em fundos imobiliários e nada em multimercado. O multimercado é uma opção que cresce nos planos menores chegando a representar 24% da alocação desse grupo, com ativos abaixo de R\$ 250 milhões. Os fundos imobiliários, do mesmo modo, ganham mais importância quanto menor o plano, chegando a representar 19,9% para o grupo de menor porte.

3.1.6 Migração

A migração dos investimentos é considerada um consenso. Ao abordar as perspectivas das fundações para os próximos 12 e 36 meses, a pesquisa constatou o objetivo de transferir um volume elevado de recursos para outros segmentos fora dos títulos públicos. Dentro da projeção para os próximos 12 meses, 29,2% dos planos BDs informaram a intenção de reduzir a aplicação em papéis públicos; proporção que sobe para 33,3% dos planos no grupo dos CDs e CVs.

No horizonte de 36 meses, 36,8% dos planos BDs pretendem ter uma fatia de no máximo 40% de seus ativos totais alocados em papéis públicos e 24,6% deles imaginam ficar com uma fatia entre 40% e 50%. Desta forma, 61,4% dos BDs pretendem enquadrar suas aplicações em papéis públicos ao máximo de 50%. Apenas 5,3% deles admitem a hipótese de manter uma parcela de 50% a 60% nesse segmento, 10,5% afirmam a intenção de ter entre 60% e 70%, 14% dos planos admitem a possibilidade de manter alocação entre 70% e 80%, enquanto 8,8% apontam uma alocação entre 80% e 90% em títulos públicos.

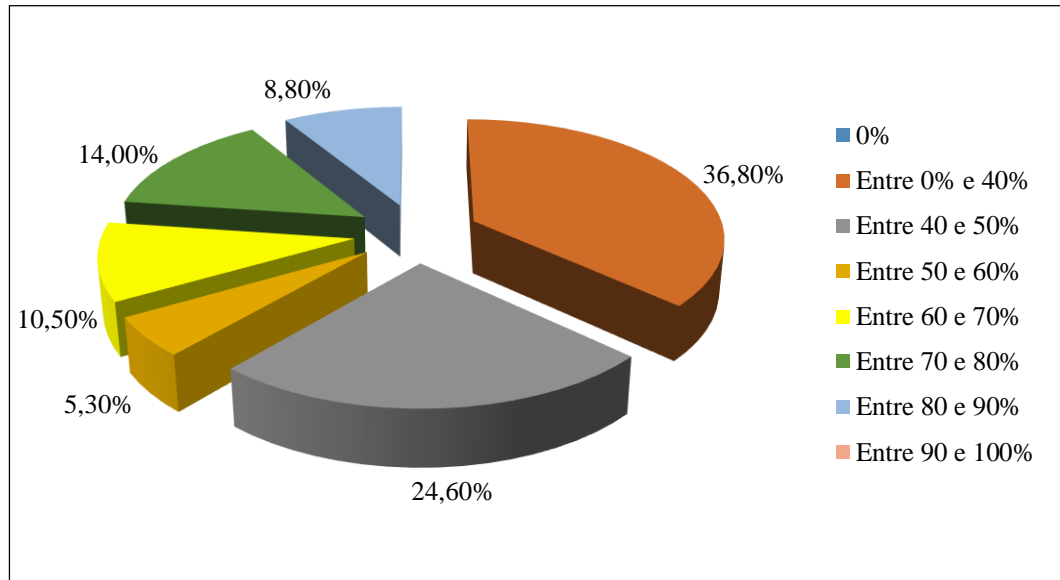
Para os planos CDs e CVs, a perspectiva para os próximos 36 meses também revela uma migração vigorosa considerando que 44,8% pretendem atingir uma alocação máxima de 40% nesse segmento e 14,9% deles projetam manter uma alocação entre 40% e 50%, enquanto 11,9% preveem aplicar respectivamente nos dois intervalos seguintes – de 60% a 70% e de 70% a 80%, enquanto apenas 7,5% admitem poder alocar entre 80% e 90% de seus ativos em títulos públicos. Ao todo, portanto, quase 60% dos CDs e CVs também pretendem ficar no máximo com 50% de suas carteiras em títulos públicos num prazo de 36 meses. Esta migração envolve grande quantidade de dinheiro, considerando os atuais volumes aplicados nesse segmento.

Ainda no tocante às perspectivas de migração também ficou evidente a tendência de mudança nas carteiras de renda variável. Para o período dos próximos 12 meses, 35,8%

dos planos BD pretendem aumentar suas alocações em renda variável, percentual que sobre para 53,3% no caso dos planos CD e CV.

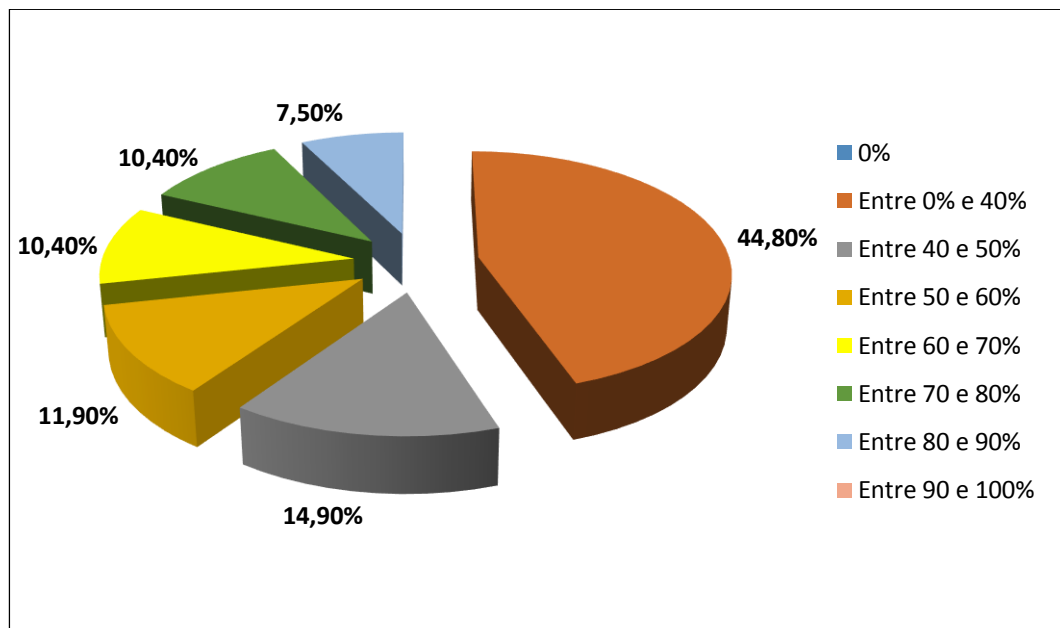
Ao analisar os próximos 36 meses, 65% dos BD e quase 80% dos CD e CV pretendem atingir uma alocação de renda variável entre 10% e 30% dos ativos totais.

Gráfico 7 – Tendência de Alocação em Títulos Públicos: Próximos 36 meses BD



Fonte: Pesquisa ABRAPP – Raio X EFPC

Gráfico 8 – Tendência de Alocação em Títulos Públicos: Próximos 36 meses CD/CV



Fonte: Pesquisa ABRAPP – Raio X EFPC

Pode-se perceber com os resultados da pesquisa o efeito do novo patamar de juros. Uma das características históricas das entidades brasileiras é a grande concentração de

seus investimentos em renda fixa, que, por sua vez, tem grande peso composto por títulos públicos. Desta forma, as metas de alocação mostram uma razoável intenção de mudança tanto para os planos BD como para os CD e CV. Para o atingimento das metas não é mais possível focar apenas nas alternativas clássicas ou ter gestão passiva de renda variável. Um comportamento mais agressivo no desenho das políticas de investimentos já parece surgir. Desta forma as metas de alocação para 2013 já apontam objetivos de redução dos percentuais de renda fixa, aumento das aplicações em renda variável e gestões mais ativas. A queda do juro está levando os fundos de pensão a buscar compreender melhor sua tolerância ao risco e as alternativas oferecidas pelo mercado.

A renda fixa já está sendo considerada com um investimento de alto risco diante da necessidade das metas. No entanto, nesta transição é preciso analisar mais do que as modalidades de risco. Uma integração às características das obrigações é necessária.

3.2 IMPACTOS DA REDUÇÃO DOS JUROS SOBRE OS PLANOS

Nesta sessão, são abordados, de forma introdutória, alguns reflexos que a redução da taxa de juros pode ter sobre os planos de benefícios, levando em consideração a sua modalidade, seja ela de benefício definido (BD), contribuição definida (CD) ou contribuição variável (CV).

Quando se refere à taxa de juros atuariais, uma maior preocupação é destinada aos planos da modalidade BD, tendo em vista que os resultados dos planos desta modalidade possuem uma maior sensibilidade a alterações advindas desta variável. Como consequência pode-se ter o aumento do valor presente dos compromissos, reduzindo o resultado do plano e podendo afetar o nível de contribuições (com a elevação do percentual de contribuição normal e a instituição ou incremento de contribuições extraordinárias). Desta forma, uma situação superavitária pode ser sensivelmente reduzida ou, até mesmo, revertida, através da simples redução de alguns décimos de pontos percentuais na taxa de juros de um plano.

No entanto a preocupação não é exclusivamente direcionada aos planos BD. Carvalho (2010) enfatiza que os resultados atuariais de planos das modalidades CV e CD também podem ser bastante afetados por mudanças em suas taxas de juros. Em se tratando de planos CD, a alteração das provisões matemáticas se daria quando da existência de benefícios não programados ou de partes complementares ao benefício pleno programado, desde que

possuam caráter mutualista e estejam estruturados em regime capitalizado. Além disso, como os benefícios são estabelecidos em função do saldo da conta do participante e das premissas adotadas, entre elas a taxa de juros, ao se reduzir o valor desta taxa prever-se-ia um menor retorno futuro para os investimentos do plano, o que induziria uma redução do valor do benefício do participante.

Já no que se refere aos planos CV, há uma combinação dos efeitos observados nos planos BD e no CD, refletindo sobre os benefícios acessórios e a provisão matemática de benefícios concedidos, onde a intensidade do impacto é dependente do grau de maturidade do plano. Vale salientar que, no caso dos planos CV, na fase de percepção de benefício, esses planos, em geral, passam a ter características de benefício definido.

De modo geral, seja do ponto de vista do gestor ou do participante, analisando seus planos, seja do tipo BD, CD ou CV, há uma grande preocupação peculiar a cada modalidade, onde os impactos sobre ambas devem ser devidamente apreciados. Assim, a queda consistente dos juros e o reconhecimento do cenário estrutural trazem um ambiente que torna os planos suscetíveis às consequências aqui abordadas.

Desta forma, com o reconhecimento da necessidade de se trabalhar com taxas de juros menores neste novo ambiente e, no intuito de se preparar melhor para as consequências associadas ao novo cenário, é importante que os gestores conheçam metodologias para a avaliação das obrigações dos planos e possam avaliar as experiências de outros países perante este tipo de situação.

4 A TAXA DE DESCONTO E A REALIDADE BRASILEIRA

Conforme comentado no capítulo 2, a taxa de desconto possui grande relevância na avaliação dos passivos dos fundos de pensão e, assim como outros fatores como a cobertura futura, o crescimento salarial e as taxas de mortalidade e de término do vínculo empregatício, também possui difícil determinação e proporciona grande impacto. A utilização de uma taxa adequada é primordial para o correto mapeamento dos passivos e, conseqüentemente, uma análise mais precisa da situação atuarial e financeira dos planos de benefícios.

Patel e Daykin (2010) consideram que a taxa de desconto é uma ferramenta que condensa complicadas informações de fluxos de caixa em valores atuais gerenciáveis. Segundo Vittas (2010), a escolha da taxa de desconto e a projeção de longevidade estão diretamente associadas ao risco atuarial, que é considerado um dos riscos mais importantes enfrentados pelos fundos de pensão brasileiros.

A resolução CGPC Nº 18, de 28 de março de 2006, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) estabelece parâmetros técnico-atuariais para a estruturação de plano de benefício de entidades fechadas de previdência complementar. Esta resolução, originalmente, estabelecia em seu anexo relacionado às Bases Técnicas que:

A taxa máxima real de juros admitida nas projeções atuariais do plano de benefícios é de 6% (seis por cento) ao ano ou a sua equivalência mensal, devendo ser observada sua sustentabilidade no médio e longo prazo (BRASIL, 2006).

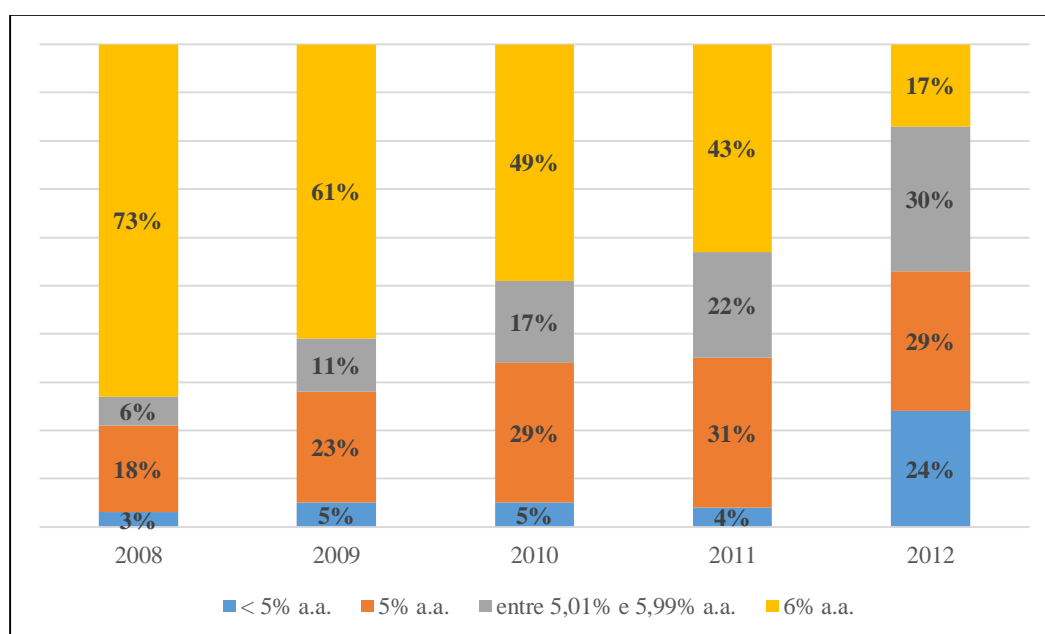
A resolução, num todo, demonstra a preocupação em se observar a realidade local, seja econômica ou populacional. A Previc, em seu Guia de Melhores Práticas Atuariais para Entidades Fechadas de Previdência Complementar, considera que os movimentos não previstos na taxa de juros são relacionados ao risco de mercado e enfatiza a necessidade de se desenvolver estudos econômicos e projetar cenários para as variáveis que constituem as bases técnicas da avaliação atuarial como, por exemplo, a taxa de juros, onde se deve considerar seu valor corrente e sua provável tendência prevista para os anos seguintes.

Hoje, as taxas adotadas pelos Fundos de Pensão tentam ganhar um aspecto mais compatível com a realidade da economia brasileira. O Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) revisou e atualizou a Resolução CGPC 18, com o objetivo de que a

norma garantisse maior segurança e sustentabilidade ao sistema diante da redução do juro básico.

A alteração na Resolução CGPC N° 18, definida através da Resolução N° 09 do CNPC, prevê a redução gradual do juro máximo para desconto praticado pelas fundações. Assim, o teto de 6% ao ano cai para 5,75% na primeira avaliação atuarial de 2013 e seguirá com uma redução de 0,25% ao ano até que atinja um limite de 4,5% anuais em 2018. O ajuste gradual é realizado de forma a possibilitar que as EFPCs consigam identificar os efeitos das mudanças sobre os planos e consigam construir estratégias que ajudem a minimizá-los ao longo do período definido pela nova regulação.

Gráfico 9 – Parâmetros Atuariais para Taxas Praticadas: Planos BD



Fonte: Previc – Consolidado Estatístico 05/2013

Esta redução tem como finalidade adequar as projeções de retorno dos investimentos aos cenários econômicos atuais, que, como abordado no capítulo anterior, apontam para a redução da taxa básica da economia brasileira. Numa referência à pesquisa apresentada no Capítulo 3, também foi abordado no levantamento como estava a sintonia das entidades quanto a alteração da Resolução N° 18. Na pesquisa, que possuía base no mês de julho de 2012, as EFPC de menor porte revelaram estar, em sua maioria, trabalhando com taxas entre 5% e 5,5%. No grupo de fundações maiores (com ativos acima de 10 milhões), pouco mais da metade ainda praticavam taxa de 6% e, neste grupo, 45% informaram já ter reduzido sua taxa para menos de 6% ao ano; porém, 28% delas estavam se preparando para

reduzir ainda em 2012. Como a discussão relacionada ao assunto já está presente há certo tempo, ao analisar o Gráfico 9 é possível acompanhar a evolução que as taxas de juros adotadas tem apresentado e identificar a tendência do uso de taxas menores.

No entanto a Resolução N° 09 deixa margem para que as entidades que administram planos com taxa real de juros com limites superior aos estipulados e igual ou inferior a 6,0%. Desde que, com base em estudos de adequação e aderência, comprovem a aderência das hipóteses de rentabilidade dos investimentos ao plano de custeio e ao fluxo futuro de receitas de contribuições e de pagamento de benefícios.

O contexto de queda na taxa de juros também incita uma gestão de ativos mais voltada às particularidades do passivo. Assim, não há mais apenas a ideia de superação da meta atuarial que, há pouco tempo normalmente girava em torno dos 6% a.a. mais inflação. Vittas (2010) enfatiza que quando o Brasil possuía taxa real de longo prazo na casa de dois dígitos era mais simples para os fundos de pensão encontrar instrumentos que suprissem a meta atuarial. Dessa forma, ao se realizar a avaliação atuarial, a utilização de uma taxa de desconto de 6% ao ano poderia ser considerada o suficiente para garantir prudência. Porém, com o contexto atual e com as novas normas surgem outras necessidades.

A redução da taxa de juros da meta atuarial tem consequências que podem gerar déficit nos planos. Fundos de pensão que não tenham acumulado superávit ao longo do tempo possuem maior sensibilidade aos efeitos da redução dos juros da meta atuarial.

4.1 O ganho real dos investimentos (Taxa de juros e taxa de desconto atuarial)

Ao se trabalhar com os conceitos de meta atuarial, taxa de desconto e ganhos sobre os ativos, muitos aspectos tendem a se confundir ao se tratar da avaliação de passivos previdenciários com foco na meta, na taxa de retorno e na taxa de desconto.

Rodrigues (2008) avalia a taxa de remuneração (i_r) como sendo a remuneração mínima dos ativos de investimentos que garantem os benefícios oferecidos pelo Plano. Já com relação à taxa de desconto (i_d) como sendo a taxa de desconto atuarial utilizada para o cálculo do valor atual dos benefícios e contribuições futuras relativas ao Plano. O autor ainda aborda alguns importantes aspectos na relação entre as taxas:

$$i_r < i_d \rightarrow \text{Déficit técnico};$$

$i_r = i_d \rightarrow$ Estabilidade técnica;

$i_r > i_d \rightarrow$ Superávit técnico.

A resolução CPGC 18 deixa clara sua referência à taxa de desconto atuarial i_d . Porém, em meio a toda discussão presente quando se trabalha os conceitos de taxa de desconto, taxa de remuneração e meta atuarial; ao se analisar a realidade brasileira, percebe-se a relação da taxa de desconto com a taxa livre de risco. Desta forma, ao se tratar a taxa de desconto era estabelecida uma relação com a taxa livre de risco e não com a remuneração esperada dos ativos.

Gold e Latter (2008) citam que a avaliação dos passivos deve ser realizada utilizando-se taxas de juros de mercado de renda fixa livre de risco, ou pelo menos de baixo risco. Ao se recordar o que foi exposto no Capítulo 2 sobre a opinião dos autores, percebe-se a postura em defesa da abordagem financeira. Desta forma, pode-se dizer que, no Brasil, a legislação não deixa clara uma forma de abordagem para se determinar a taxa de desconto na avaliação das obrigações. Não se leva realmente em consideração a expectativa de retorno dos ativos, assim como também não se realiza a constituição de um portfólio fictício (*matching portfolio*) no intuito de avaliar as obrigações a valores de mercado através da taxa de desconto determinada por tal portfólio.

No Brasil, talvez a discussão esteja relacionada ao desenho de uma nova taxa livre de risco. A redução dos juros já teve seus reflexos nas ações do regulador local e, ao que parece, este não estabeleceu nenhuma nova metodologia para avaliação dos passivos, resumindo-se a alterações no teto estipulado pela resolução CGPC 18. Com o cenário atual e as perspectivas associadas a ele, a discussão parece relacionada com a definição do que hoje corresponda a taxa livre de risco e, possivelmente, as metas decrescentes do teto de desconto para os próximos anos objetivem refletir esta questão.

Junto a esta discussão entra a questão da meta atuarial. A meta atuarial é um ponto bastante forte e presente perante os atuários. Muitos atrelam a meta atuarial à taxa dos ativos. Esta seria a ótica debatida durante a apresentação da Abordagem Atuarial Tradicional, onde a meta de retorno e a taxa de desconto terminam por se confundir.

É interessante que esta visão seja desfeita. A meta atuarial deve remeter a um conceito mais amplo. Não há problema em se trabalhar com uma meta que vise superar as necessidades do passivo. Perseguir uma meta com o objetivo de obter melhores rendimentos

não deve ser considerado um erro, mas sim confundir a meta com a taxa de desconto. A meta atuarial incorpora e deve incorporar risco. A determinação de uma taxa de descontos baixa não pode ser refutada por aplicações em renda variável. Este é exatamente o ponto abordado anteriormente quando foi citado o exemplo de entidades com as mesmas obrigações e diferentes alocações de ativos. A meta atuarial deve ser perseguida independente do passivo. No entanto, esta não pode ser inferior ao que o passivo realmente necessita, mas, o ponto é que uma possível superação da meta atuarial não deve alterar a avaliação das obrigações.

Ainda dentro de toda a questão entram os impactos advindos das mudanças. Como já citado, a situação de um plano pode ser sensivelmente alterada através da simples redução de alguns décimos de pontos percentuais na taxa de juros utilizada. Até mesmo situações superavitárias podem ser revertidas. É importante lembrar que superávit e déficit também são conceitos teóricos. Um conjunto minimamente diverso de hipóteses pode gerar níveis completamente diferentes de déficit ou superávit.

Yermo e Pugh (2009) definem que o nível de passivos do plano depende totalmente das hipóteses que são escolhidas. Tais premissas remetem a períodos bastante longos e têm grandes chances de divergir da realidade em algum momento. Assim, é importante saber como lidar com estas consequências, principalmente quando se tratam das imposições trazidas pelo regulador referentes a equacionamento de déficits e destinação de superávit.

A resolução CGPC N° 26/2008 dispõe, entre outras coisas, sobre o equacionamento de déficits e distribuição de superávit dos planos de benefícios. A resolução CNPC N° 10, em vigor desde janeiro de 2013, trouxe alterações referentes à tábua biométrica e à taxa máxima real de juros, porém, o cumprimento de certos pontos trazidos pela resolução tem gerado divergências.

As EFPCs têm se queixado quanto às obrigações de curto prazo para solucionar questões que costumam ser revertidas no médio ou longo prazo. A resolução estabelece que as entidades devem equacionar imediatamente eventual déficit, se este for estrutural, e no período de no máximo dois anos, desde que inferior a 10% do exigível atuarial, caso conjuntural. Desta forma, mesmo em casos de déficits decorrentes de problemas conjunturais (onde pode haver expectativa de reversão) os gestores são obrigados pela resolução a tomar medidas preventivas, o que pode, em certos casos, gerar descontentamento com os

participantes. Muito embora, a questão do aumento do prazo para adequação não tenha sido alvo da nova deliberação, o assunto ainda é pauta de discussão.

A Resolução CNPC N° 10 ainda seguiu a linha de regressão da taxa de desconto no cálculo de superávits pautada anteriormente pela Resolução 9 para o cálculo do passivo. No entanto, a taxa deve ser reduzida em 1% para cada um dos respectivos exercícios entre 2012 e 2018. Se, para apurar o valor presente dos fluxos de contribuições e benefícios, a Resolução 9 estabeleceu 6% de taxa de juros a partir de 2012, chegando a 4,5% em 2018, com decréscimos anuais de 0,25%; para efeito de determinação de superávit e ações de distribuição dos excedentes, a cautela do CGPC foi ainda maior: em 2012 a taxa máxima de desconto começou com 5%, passando para 4,75%, devendo chegar em 2018 em 3,5%. Essa redução de 1% é uma diferença bastante significativa e representa um modo conservador de se determinar superávit.

A rigor, o aumento das obrigações tende a provocar desequilíbrios principalmente em planos de benefício definido e de contribuição variável. A redução da taxa de juros encarece os planos e traz algumas questões que não estão previstas na Resolução 26, como por exemplo: de onde virão os recursos para equacionar os déficits de um plano de benefícios composto em sua maioria por assistidos.

É interessante a realização de uma análise mais profunda. O resultado contábil, por si só, não expressa a situação de um plano previdenciário. Um déficit de 5% para um passivo com *duration* curto pode representar um grande risco, mas um déficit de 15% para um *duration* de passivo longo pode ser administrável. Desta forma, uma discussão a cerca de como trabalhar os resultados é um ponto de grande relevância para discussão.

4.2 Alternativas para o Brasil

Muito embora o Brasil esteja passando por um momento de readaptação e que haja a busca por uma alternativa para a questão da avaliação dos passivos, percebe-se que não há uma base teórica completamente formada a respeito da taxa de desconto ideal para os passivos previdenciários.

A ideia de um casamento entre ativos e passivos seria, na teoria, interessante para o que constitui um plano previdenciário, tendo em vista que os ativos tem por finalidade o financiamento dos benefícios futuros. Observa-se na literatura estrangeira que há uma

preocupação com relação a este casamento e à necessidade de se apurar o valor de mercado para dos passivos. No entanto, se tratando de passivos, esta tarefa não tem o mesmo grau de complexidade relativo aos ativos.

É importante se levar em consideração as características do mercado brasileiro. A seleção de taxas de desconto é uma tarefa bastante complicada. O modelo de construção de portfólios com adesão ao fluxo de caixa do passivo é bastante complexo na prática, sendo provavelmente inviável com os instrumentos disponíveis no mercado brasileiro. A experiência internacional sugere que ao se mensurar passivos previdenciários os fundos de pensão brasileiros deveriam utilizar uma curva de desconto que refletisse o mercado (*market-based discount curve*). Dada a relevância dos títulos públicos nos portfólios dos fundos de pensão, a curva de títulos públicos poderia ser uma boa candidata.

No entanto, para encorajar o crescimento do mercado de títulos corporativos poderia-se considerar o uso da média aritmética das taxas dos títulos públicos e dos corporativos de primeira linha. Muito embora, Vittas (2010) salienta que não há uma ampla gama de maturidades no mercado de títulos públicos brasileiros. Desta forma, o autor sugere uma abordagem através do uso da curva de títulos públicos para os passivos cobertos (*matched liabilities*) e a estipulação, por parte dos reguladores, de uma ou mais taxas para o desconto de passivos descobertos (*unmatched liabilities*).

As taxas administradas pelos reguladores poderiam ter caráter de maturidade curta, média e longa. Tais taxas poderiam refletir a redução prevista no prêmio de risco dos títulos brasileiros. O uso de baixas taxas para descontar passivos descobertos poderia encorajar os fundos de pensão a perseguir *matching assets*. Numa referência à Deliberação 695 apresentada no Capítulo 2, percebe-se uma observação referente ao caso de não haver mercado de títulos de dívida com vencimentos suficientemente longos, onde, nesses casos, a deliberação sugere o uso de taxas correntes de mercado para pagamentos de prazos mais curtos, e a estimação da taxa para vencimentos mais longos.

Do lado dos ativos do plano, Vittas (2010) sugere que os valores de mercado deveriam ser usados para precificar os ativos dos fundos de pensão, mas salienta que *buffers* de risco deveriam ser criados quando esses valores ultrapassassem os níveis estimados no longo prazo. A avaliação dos ativos necessitaria refletir o mercado local. Ativos de alta liquidez deveriam ser marcados a mercado. No entanto, se determinados títulos correspondem a passivos específicos e são mantidos até o vencimento, então poderiam ser contabilizados

pelo custo amortizado. Desta forma, o passivo coberto por tais títulos poderia ser descontado através da mesma taxa associada a estes ativos.

A criação de *buffers* de risco deveria ser exigida. Inicialmente eles poderiam se basear em testes de solvência estática similares aos aplicados na Holanda. No entanto, com o desenvolvimento de tais testes, poderia-se implementar testes de estresse mais dinâmicos, o que resultaria em *buffers* maiores em momentos de *boom* do mercado, e menores em momentos de depressão. Os testes de estresse poderiam incluir não apenas taxas de juros e preços de ativos, mas também outros parâmetros econômicos e não econômicos como crescimento salarial, inflação futura e longevidade.

Entre as conclusões inevitáveis está o fato de que o participante terá que tomar mais decisões, escolher perfis de investimento, conhecer mais e decidir mais. A previdência fechada possui um diferencial significativo frente a previdência aberta. Nas EFPCs o participante também é considerado sócio. Quando a meta não é atingida o prejuízo é dividido, daí as contribuições extraordinárias. Nas entidades abertas deve-se honrar o compromisso mesmo quando a meta não é atingida. Desta forma, há a possibilidade de se assumir mais riscos nas EFPCs. Nesta visão do perfil do participante poderia-se analisar a preferência deste por não se assumir riscos, utilizar uma taxa mais baixa e obter menores benefícios; ou assumir mais riscos ao utilizar uma taxa maior, podendo, em cenários negativos, “dividir” o prejuízo. Este poderia ser visto como um argumento que justificaria o uso de taxas de desconto um pouco mais elevadas nos casos das EFPCs.

Quadro 1 – Alternativas para a queda dos juros

Estratégia	Efeitos
Manter Meta Atuarial	Necessidade de correr mais riscos.
Diminuir Meta Atuarial para taxa livre de risco	Efeito indireto: Indução à alocação em NTN-B; Aumento de contribuição pelos patrocinadores e participantes; Aumento da volatilidade do resultado do plano; Redução de benefícios dos participantes.
Mista	Diminui meta atuarial, mas considera a capacidade do fundo de pensão em obter um prêmio sobre os ativos livres de risco.

Fonte: Concepção do autor

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O correto dimensionamento das obrigações de um plano é fundamental para o seu desenvolvimento. A taxa de juros utilizada para o desconto das obrigações é uma premissa de grande impacto, onde a utilização de uma taxa adequada é primordial para o correto mapeamento dos passivos e, conseqüentemente, uma análise mais precisa da situação atuarial e financeira dos planos de benefícios.

A proposta deste estudo foi trazer o debate instalado sobre a avaliação dos passivos previdenciários no Brasil, a partir das discussões relativas ao novo cenário de taxas de juros, abordando questões externas à realidade brasileira e discutindo diferentes formas de se enxergar as obrigações, levando-se em consideração o perfil dos ativos financeiros das entidades.

Dentro do contexto econômico brasileiro muitos debates têm girado em torno da taxa de desconto adequada. No entanto, a literatura nacional não possui uma forte base referente ao assunto. Muito se discute sobre o teto da taxa de desconto, a sua determinação e as regulações relacionadas. Porém percebe-se certa arbitrariedade na determinação desta taxa, o que termina por levar certo grau de arbitrariedade à avaliação dos passivos.

No intuito de melhor entendimento, buscou-se a análise de algumas teorias discutidas internacionalmente para abordagem de passivos, observando-se as particularidades de cada uma. Apesar de no Brasil não se realizar a marcação a mercado do passivo, este também não é descontado pela expectativa associada aos ativos. No entanto, pôde-se perceber a forte relação da taxa de desconto com a taxa livre de risco.

Muitos estudiosos defendem a marcação a mercado no intuito de dar maior transparência e realista à avaliação das obrigações. No entanto, a marcação a mercado poderia gerar bastante volatilidade ao plano. Além disso, é importante se levar em consideração as características do mercado brasileiro, que não oferece um amplo leque de maturidades para os títulos, fazendo com que a construção de portfólios com adesão ao fluxo de caixa do passivo bastante complexa na prática, sendo provavelmente inviável com os instrumentos disponíveis no mercado brasileiro.

Desta forma, a seleção de taxas de desconto é uma tarefa bastante complicada. Apesar das dificuldades, a avaliação dos passivos poderia ser realizada utilizando-se taxas de juros de mercado de renda fixa livre de risco, ou pelo menos de baixo risco. Dada a relevância dos títulos públicos nos portfólios dos fundos de pensão, a curva de títulos públicos poderia ser uma boa candidata. No entanto, para encorajar o crescimento do mercado de títulos corporativos poderia-se considerar o uso da média aritmética das taxas dos títulos públicos e dos corporativos de primeira linha, porém, sempre se observando uma taxa máxima como teto.

Outro ponto remetido pela discussão foi quanto à questão da meta atuarial, que no Brasil, ainda é um conceito que se confunde com a taxa de desconto. No entanto, este tipo de visão deve ser desfeito, devendo-se enxergar os dois conceitos com certo grau de independência. A taxa de desconto, no Brasil, sempre teve uma clara referência à taxa livre de risco. Sua análise não se baseia exclusivamente no retorno de longo prazo dos ativos e também não é obtida através da marcação a mercado. Talvez o trabalho do regulador siga visão semelhante e busque traçar o novo teto de acordo com o desenho de uma nova taxa livre de risco.

Dentro de todo o debate também deveria-se considerar a natureza das EFPCs. Pelo fato de os possíveis déficits poderem ser divididos com os participantes, por estes também serem donos do plano, o uso de taxas um pouco mais elevadas que as propostas pelo regulador poderia ser considerado.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. Deliberação CVM nº 695 de 13 de dez. de 2012. *Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 33(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de benefícios a empregados.*

_____. Resolução CGPC Nº 13 de 01 de out. de 2004. *Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar - EFPC.*

_____. Resolução CGPC Nº 18 de 18 de mar. de 2006. *Estabelece parâmetros técnico-atuariais para estruturação de plano de benefícios de entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.*

_____. Resolução CGPC Nº 26 de 29 de set. de 2008. *Dispõe sobre as condições e os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na apuração do resultado, na destinação e utilização de superávit e no equacionamento de déficit dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administra, e dá outras providências.*

BRASIL. Resolução CNPC Nº 09 de 29 de nov. de 2012. *Altera a Resolução nº 18, de 18 de março de 2006, do Conselho de Gestão de Previdência Complementar, que estabelece parâmetros técnico-atuariais para estruturação de plano de benefícios de entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.*

BRASIL. Resolução CNPC Nº 10 de 19 de dez. de 2012. *Altera a Resolução nº 26, de 29 de setembro de 2008, do Conselho de Gestão de Previdência Complementar, que dispõe sobre as condições e os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na apuração do resultado, na destinação e utilização de superávit e no equacionamento de déficit dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências.*

ANDERSEN, CARSTEN and PETER SKJODT. 2007. **Pension Institutions and Annuities in Denmark**. Disponível em:

<<http://elibrary.worldbank.org/docserver/download/4437.pdf?expires=1358010604&id=id&accname=guest&checksum=A5B33893A4D33407D153BE361DDC1184>> Acesso em: 8 de dezembro de 2012.

ASHCFROFT, J. Supervisão Baseada em Riscos: Práticas Internacionais e Tendências para o Modelo Brasileiro. In: 31º CONGRESSO BRASILEIRO DE FUNDOS DE PENSÃO, 11, 2010, PERMANBUCO.

BADER, L. N.; GOLD, J. Reinventing pension actuarial science. **The Pension Forum**, Schaumburg, Estados Unidos, v. 15, n. 1, p.1-26, Jan. 2003. Disponível em: <<http://www.soa.org/library/newsletters/pension-forum/2003/january/pfn-2003-vol14-iss2-bader-gold-a.pdf>> Acesso em: 16 de dezembro de 2012.

BARROS LEAL M. CARVALHO, João Marcelo. **O impacto da redução da taxa de juros atuariais nos participantes de planos de contribuição variável**. São Paulo, 03.11.2010. Disponível em <<http://www.artigos.com/artigos/sociais/economia/o-impacto->

da-reducao-da-taxa-de-juros-atuariais-nos-participantes-de-planos-de-contribuicao-variavel-14065/artigo/>. Acesso em 16.04.2013

CAPELO, Emílio Recamonde. **Fundos privados de pensão**. Uma introdução estudo atuarial. Tese (Doutorado em Administração). Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 1986. 392 p.

CHAPMAN, R. J.; GORDON, T. J.; SPEED, C. A. Pensions, funding and risk. **Journal of the Institute of Actuaries**, Cambridge, Inglaterra, 2001. Disponível em: <<http://www.actuaries.org.uk/sites/all/files/documents/pdf/sm20010423.pdf>> Acesso em: 18 de fevereiro de 2013.

EXLEY, C. J. Pension Funds and the U.K. Economy. **North American Actuarial Journal**, Vol. 9, Number 1. Disponível em: <https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDMQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.soa.org%2FWorkArea%2FDownloadAsset.aspx%3Fid%3D8877&ei=yC8BUcuTH5Lw8AT2jIHwCg&usg=AFQjCNFSKi7IwUjINn6WLPP_IIGXoF0_KQ&sig2=8xB9E5tyFCdYAQNvfYTPkg&bvm=bv.41248874,d.eWU&cad=rja>. Acesso em: 17 de dezembro de 2012.

GARCIA, M. & SALOMÃO, J. **Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil**. Disponível em: <www.econ.puc-rio.br/mgarcia/, março, 2006> Acesso em: 12 de janeiro de 2013.

GOLD, J.; LATTE, G. The case of marking public plan liabilities to market. IN: Public Pension Finance Symposium, 2009, Chicago, Illinois. Anais eletrônicos... Chicago: Society of Actuaries, 2009. Disponível em: <<http://www.pensionfinance.org/papers/TheCaseforMarkingPublicPensionPlanLiabilitiestoMarket.pdf>> Acesso em: 16 de dezembro de 2012.

MINDLIN, D. Reaffirming pension actuarial science. The Pension Forum, Schaumburg, Estados Unidos, v. 16, n. 2, p.30-61, Abr. 2005. Disponível em: <<http://www.soa.org/library/newsletters/the-pension-forum/2005/april/pfn0504.pdf>> Acesso em 01 de Abril de 2013.

MUNNELL, A.; H.; KOPCKE, R. W.; AUBRY, J.; QUINBY, L. Valuing liabilities in state and local pension plans. **Issue Brief, Center for State & Local Government Excellence**, Boston, Estados Unidos, n.11, Jun. 2010. Disponível em: http://crr.bc.edu/images/stories/Briefs/slp_11.pdf. Acesso em: 18 de fevereiro de 2013.

Novy-Marx, Robert and Joshua D. Rauh. 2009. The Liabilities and Risks of State Sponsored Pension Plans. **Journal of Economic Perspectives**. Disponível em: <<http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.4.191>> Acesso em 8 de dezembro de 2012.

PATEL, C.; DAYKIN, C. Actuaries and discount rates. **Sessional Meeting Papers**, Edimburgo e Londres, Inglaterra, 2010. Disponível em: <<http://www.actuaries.org.uk/sites/all/files/documents/pdf/discountrateswebsitereporttruth.pdf>> Acesso em: 15 de fevereiro de 2013.

PINTO JÚNIOR, L. G. Impacto da taxa de juros nos Fundos de Pensão. In: COMISSÃO NACIONAL DE ATUÁRIA. **Coletânea de artigos sobre tábuas de mortalidade, taxas de juros e métodos de financiamentos**. Disponível em:

<http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_101206-151752-110.pdf>. Acesso em: 22 de novembro de 2012.

PUCKRIDGE, C. E. The rate of interest which should be employed in the valuation of a pension fund and the values which should be placed on existing investments. **Journal of the Institute of Actuaries**, Cambridge, Inglaterra, 1948. Disponível em: <http://www.actuaries.org.uk/sites/all/files/documents/pdf/0001-0030_0.pdf> Acesso em: 5 de janeiro de 2013.

RODRIGUES, J.A. **Gestão de Risco Atuarial**. São Paulo: Saraiva, 2008.

SANTANA, V. F.; COSTA, T. M. T. Avaliação de Passivos sob a Perspectiva de Queda da Taxa de Juros. In: III CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 10, 2012, Rio de Janeiro.

VITTAS, D. **Discount rates and the valuation of pension liabilities**. Disponível em: <http://www.mpas.gov.br/arquivos/office/4_101201-142645-419.pdf>. Acesso em: 10 de dezembro de 2012.