



## SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

### ATA DE REUNIÃO

Aos 7 dias do mês de agosto de dois mil e vinte e quatro, às 10 horas, reuniram-se virtualmente por meio da plataforma eletrônica *Teams* os membros da Comissão Nacional de Atuária (CNA), para a primeira reunião extraordinária da Comissão, sob a presidência do Sr. Christian Aggensteiner Catunda. No início dos trabalhos, o presidente chamou o Sr. Ricardo Pena Pinheiro, Diretor-Superintendente da Previc, para fazer a abertura da reunião, o qual agradeceu a presença de todos. O Sr. Ricardo Pena prosseguiu destacando as formas de precificação do passivo previdenciário, afirmou que talvez seja o momento de se fazer algum aperfeiçoamento, sobretudo nos parâmetros técnicos, e que o próprio conceito de *duration* do passivo não é dinamizado, e acaba forçando talvez algum plano de equacionamento desnecessário. Reforçou a presença de representantes do Ministério da Fazenda, que têm algumas ideias que seriam discutidas na reunião. Na sua fala, o Sr. Ricardo Pena destacou a importância de o Ministério da Fazenda apresentar as suas ideias na CNA, que é fórum bastante especializado e técnico, com atuários conceituados, e com muitos anos de janela, atuários de consultorias multinacionais, consultorias nacionais, enfim, a própria Previc também com seus atuários, e os técnicos do Ministério da Previdência. O Sr. Ricardo Pena mencionou que, para se debater o tema em alto nível, tem-se que olhar um pouco o nosso contexto, e que o sistema de previdência complementar fechado brasileiro está dando certo há mais de 40 anos. Comparando com o modelo do Canadá, destacou que este possui algumas especificidades, pois lá o *déficit* é pago pelo patrocinador, por exemplo. Assim, no Canadá, os fundos de pensão podem investir no mundo inteiro, citando que hoje há três fundos de pensão canadenses no Brasil que estão comprando vários ativos aqui, *shoppings*, terrenos, imóveis, economia de baixo carbono, entre outros ativos. Disse que a discussão precisa ser feita com cautela, isto é, olhar a realidade brasileira, a fim termos um modelo de transição, porque alterações do dia para a noite podem ter impactos consideráveis, tendo-se em vista que o assunto é complexo, e que não adianta tentar pegar o modelo do RPPS americano, que tem determinadas regras, e compará-lo com o do Brasil. O Sr. Ricardo Pena finalizou sua fala dizendo que o objetivo do debate é importante, e que precisa ser feito de forma desapaixonada e no nível técnico requerido. Então, saudou a todos e a todas e disse que esta seria uma grande oportunidade para se discutir esse e outros assuntos que podem ser aperfeiçoados. Além disso, citou a sua preocupação em algumas matérias da Resolução CNPC nº 30/2018, sobretudo a discussão da *duration*, do tempo de equacionamento, das regras de solvência, e talvez alguns limites de solvência que não existem, destacando que hoje, quando um plano apresenta déficit, no outro ano tem que equacionar e se o plano der superávit, tem que esperar três anos. Isso porque, na fala do Sr. Ricardo, não existe uma simetria nesse critério, até porque hoje o fundo de pensão divulga resultado mensal, quando na verdade, em tese, deveria ter uma preocupação de longo prazo, uma janela de três anos, quatro anos, pois pode haver algum movimento conjuntural que talvez esteja imputando a necessidade de um equacionamento, e que a regra da ETTJ também, considerando os últimos cinco anos, não é uma boa regra, até porque a média carrega informações do passado, sendo que às vezes a curva abre, e o intervalo está fechando, outras vezes a curva fecha, e o intervalo está abrindo. Enfim, para o Sr. Ricardo Pena, o sistema precisa aprimorar talvez a regulação, com o objetivo de ter um ambiente mais livre e equilibrado. Então, finalizou agradecendo bastante a presença de todos. O Sr. Christian Catunda retomou a palavra e informou aos participantes da CNA que a reunião estava sendo gravada para fins de elaboração da ata de reunião e repassou a fala ao Sr. Alcinei Cardoso Rodrigues, Diretor de Normas da Previc, que reforçou as palavras do Sr. Ricardo Pena, agradecendo a presença de todos, afirmando que é muito fértil o debate, a discussão e o aprimoramento do setor de Previdência Complementar, que é bastante robusto e complexo, mas também apontou que o sistema tem suas especificidades e que é importante contar muito com a *expertise* de todos os envolvidos na CNA. O Sr. Christian Catunda agradeceu ao Sr. Alcinei Rodrigues, retomando a palavra e lembrando a participação na reunião dos membros da CNA e seus suplentes, assim como ouvintes da Previc, do Ministério da Previdência Social, do Ministério da Fazenda, entre outros convidados. Enfatizou também que, de acordo com a Portaria

que instituiu a CNA, apenas os membros da CNA, seus suplentes e os convidados poderiam se manifestar durante as reuniões, mas que os demais poderiam participar enviando as suas sugestões ou perguntas para o *chat* da plataforma eletrônica *Teams*. Conduziu também uma breve apresentação de todos os membros da CNA, começando pelo próprio Presidente da CNA, Sr. Christian Catunda, Coordenador-Geral de Orientação de Atuária, depois a Sra. Taís Novo Duarte, vice-presidente da CNA e Coordenadora de Orientação de Atuária, ambos membros representantes da Previc. O próximo foi o Sr. Frederico Viana de Araújo, seguido pela Sra. Edilmara Custódio Ribeiro Babosa, ambos representantes da Secretaria do Regime Próprio e Complementar - SRPC do Ministério da Previdência Social; logo após houve a apresentação dos membros do Instituto Brasileiro de Atuária - IBA, Sr. Daniel Rahmi Conde e Sr. Fabrício Krapf Costa, seguidos pelos representantes da Associação dos Fundos de Pensão e Patrocinadores do Setor Privado - APEP, Sr. Antônio Gazzoni e Sr. Arthur Henrique de Moraes Pires. A apresentação dos membros seguiu com o Sr. Raphael Barcelos de Faria e o Sr. Daniel Pereira da Silva, representantes da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - ABRAPP, logo seguidos pela Sra. Andrea Vanzillotta e pela Sra. Isaura Beatriz Pereira, ambas representantes da Associação Nacional dos Participantes de Previdência Complementar e Autogestão em Saúde - ANAPAR. A Sra. Cristiane Silva Corrêa da Universidade Federal de Sergipe, representante do meio acadêmico, está de licença maternidade e não pôde estar presente na reunião. Finalizando, se apresentaram os membros representantes da Academia, o Sr. Sérgio César de Paula Cardoso, da Universidade do Ceará e o Sr. João Vinícius de França Carvalho, da Universidade de São Paulo. Também estavam presentes alguns convidados do Ministério da Previdência, tal como o Sr. Alex Rodrigues, Diretor do Departamento dos Regimes Próprios da Previdência Social, a Sra. Márcia Romera, Coordenadora-Geral de Normatização e Políticas da Previdência Complementar, a Sra. Luciana Reinaldo, Coordenadora-Geral de Atuária e Investimentos, e do Ministério da Fazenda, o Sr. Vinícius Ratton Brandi, Subsecretário de Reformas Microeconômicas e Regulação Financeira, do Ministério da Fazenda, o Sr. Otávio Vianna de Mendonça Vianna, Coordenador-Geral de Previdência Complementar e Finanças, que realizou apresentação em conjunto com o Sr. Vinícius Brandi, e também os Srs. Gabriel Buscinelli e Tiago Signorelli, da Secretaria de Reformas Econômicas e a Sra. Luísa Terra, da Secretaria de Reformas Microeconômicas. Como convidado, o atuário Sr. Rodrigo Uchôa, da Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES - FAPES, que também realizou apresentação na reunião. O Sr. Christian Catunda informou que em relação à ata da reunião anterior da CNA, esta fora encaminhada aos membros da CNA por e-mail, com alguns ajustes solicitados pelo Sr. Antônio Gazzoni e pelo Sr. Tiago Signorelli, e se todos estivessem de acordo, seria aprovada. Então, a ata da reunião anterior foi aprovada por unanimidade dos membros presentes à reunião. O Sr. Christian Catunda deu então prosseguimento à pauta, passando a palavra ao Sr. Otávio Viana e ao Sr. Vinícius Brandi, ambos do Ministério da Fazenda, para fazerem a sua apresentação técnica, denominada “precificação de passivos das EFPC”. No início de sua exposição, o Sr. Vinícius Brandi iniciou agradecendo à Previc pelo convite e enfatizou que, em relação à precificação de passivos das EFPC, o Ministério da Fazenda tem reforçado a necessidade de discutir o assunto, sempre de uma maneira mais ampla, mais estruturante, focando no desenvolvimento do setor, a fim de assegurar a estabilidade do sistema de previdência complementar fechado, criando melhores condições para a proteção do participante, dinamizando o setor, mas também tendo um olhar estratégico do setor para o desenvolvimento e o crescimento econômico do país. O Sr. Vinícius Brandi fez questão de parabenizar a Previc pela iniciativa e destacou que é uma satisfação ter oportunidade de conversar, dialogar e aprender com especialistas e professores do sistema. Trouxe em sua fala um resumo da evolução da regulação nos últimos anos, com foco nas normas que tratam da avaliação de passivos, afirmando que o histórico do processo regulatório é evolutivo, e passa por um constante aprimoramento toda vez que uma norma nova aparece, ou seja, o setor aprende com a nova norma, que tem novas consequências, até o supervisor aprender com a norma nova. É um processo de constante aprimoramento, de constante aprendizado, o próprio conhecimento técnico e científico vai amadurecendo a partir desses novos marcos. Para o Sr. Vinícius Brandi, é um desafio tentar aprimorar, aperfeiçoar a regulamentação, e que as discussões e os debates na CNA sempre vão contribuir com o desenvolvimento do setor, especialmente, para a maior proteção dos participantes, assim como para dinamizar melhores produtos para os beneficiários dos planos das EFPC. Na explicação sobre a precificação de passivos das EFPC, o Sr. Vinícius Brandi enfatizou que algumas das premissas que são discutidas e avaliadas, e também aprendidas ao longo do debate e das discussões, não constituem uma discussão que começou agora, sendo um assunto que já vem sendo discutido com vários atores há bastante tempo. Nesse contexto, o Sr. Vinícius Brandi citou a

apresentação da reunião anterior da CNA, do professor Sérgio Cardoso, que fala um pouco dos dois paradigmas que existem hoje, em termos de avaliação de passivos, o primeiro utilizado pelas companhias abertas na precificação dos seus passivos e o segundo que existe na Resolução CNPC nº 30/2018, com foco especificamente nas regras de solvência. Nesses termos, o Sr. Vinícius Brandi colocou como primeiro ponto para discussão a importância de se manter a estabilidade do sistema e preservar a suavização de resultados e custeios, pois isso gera mais estabilidade para o sistema, tanto para os participantes, como para os patrocinadores, e tem muito a ver com uma particularidade do sistema brasileiro, que é a questão da paridade das contribuições, e que quando se olha para outras jurisdições estrangeiras, geralmente não há a previsão de contribuição dos participantes para equacionamento de déficits. Falou ainda sobre a disposição que a Resolução CNPC nº 30/2018 tem de prever a continuidade no pagamento das obrigações do plano, de ter um foco realmente na gestão dos ativos para honrar as obrigações do plano. Já em relação aos impactos das regras de solvência na alocação e assunção de riscos, o Sr. Vinícius Brandi destacou que é um ponto de especial importância, que vem sendo discutido, especialmente, em termos de risco dos planos. E fez ainda algumas críticas à regra atual da ETTJ, afirmado que é possível a adoção de uma regra mais condizente com a estrutura da curva dos títulos públicos, que tenda a reduzir discricionariedade na avaliação do passivo, e isso facilitaria a comparabilidade de resultados. O Sr. Vinícius Brandi seguiu sua apresentação enfatizando que a avaliação do passivo não deve guardar relação com o perfil de risco dos ativos, ou seja, a avaliação do passivo é autônoma e deve ser independente do perfil de risco dos seus ativos. Afirmou também que a taxa de desconto livre de risco, de fato, é mais adequada para trazer os fluxos passivos a valor presente, se o objetivo é medir o superfinanciamento, ou seja, se tiver foco em termos de solvência, um foco prudencial, a taxa de desconto livre de risco seria mais adequada do que a taxa que embute risco de crédito dos títulos corporativos. E que o índice de solvência, sendo uma referência para regulamentação, especificamente, acaba sendo uma métrica mais adequada e tendo-se tantos ativos quanto passivos avaliados de forma compatível, com as taxas de juros correntes na economia, com os preços correntes na economia, acaba-se tendo também métricas mais adequadas para a avaliação da condição de solvência de um plano de benefícios. O Sr. Vinícius Brandi finalizou a primeira parte de sua apresentação afirmando ter feito uma revisão de toda a discussão e das apresentações da CNA anterior, e que reuniu algumas ideias que são a base da sua visão, a base da proposta do Ministério da Fazenda, e que, de fato, há um consenso amplo de que há espaço para melhorar o arcabouço da solvência, que não se deve desconsiderar as particularidades do sistema brasileiro, mas que também tem que olhar para fora, olhar para o lado, comparar, mas sempre tendo-se em mente que a gente não pode simplesmente copiar e colar, tem que aprender justamente com as outras experiências, e traduzir isso para a realidade brasileira, sem abandonar aspectos que estão muito alinhados com a visão de gestão previdencial, com a manutenção da estabilidade do sistema, com aspectos que trazem suavização, previsibilidade, estabilidade em termos de resultados e custeio. Por fim, o Sr. Vinícius Brandi sinalizou que a proposta do Ministério da Fazenda é basicamente incorporar o índice de solvência ao arcabouço regulatório, sendo apurado com base em valor justo, com base nas taxas de juros dos títulos públicos. O Sr. Otávio Vianna começou então a sua primeira parte da apresentação, dando continuidade ao tema “precificação de passivos das EFPC”, falando que, embora o sistema de previdência complementar brasileiro tenha alguns percalços, é um sistema que tem robustez tanto da parte regulatória quanto do regulador e dos agentes que fazem a gestão desses planos, porém pode ser aperfeiçoado, com uma nova resolução que seja melhor que a anterior, como vem acontecendo, cada Resolução que aparece é melhor do que a anterior. O Sr. Otávio Vianna continuou a sua apresentação afirmando que seguiria uma linha um pouco mais técnica na discussão sobre a precificação de passivos das EFPC, e que a discussão deveria entrar em debates mais profundos sobre a proposta do Ministério da Fazenda. Fez primeiramente algumas considerações no que se refere à hora de escolher uma regra, falando que a métrica principal de um plano de previdência, seja no Brasil, seja nos EUA, seja na Europa, na Holanda, no Canadá, não importa, a métrica relevante ou a regra mais relevante para um plano é o índice de solvência (IS). Ou seja: eu tenho ativo suficiente para pagar meu passivo? Em seguida argumentou que, se tenho mais ativo do que passivo, sou mais solvente, mas se tenho IS inferior a 1, se tenho menos ativo do que passivo, estou insolvente. Então IS acima de 1, solvente, e IS abaixo de 1, insolvente. O Sr. Otávio Vianna destacou, em relação à precificação de passivos das EFPC, que a primeira conclusão que se pode tirar é uma conclusão matemática, de que não se pode ter regras diferentes para o numerador e o denominador, mas seguir a mesma regra para o numerador e o denominador no cálculo do IS. Marcar na curva ou suavizar os dois

termos traz alguns problemas técnicos, pois nem todos os ativos são marcados na curva. O Sr. Otávio Vianna enfatizou que o principal risco de um plano de previdência é o descasamento de *durations*, pois as contribuições e os pagamentos são de longo prazo. Destacou que a taxa de juros “*risk-free*” muda o tempo todo, e que o prêmio de risco de mercado também muda ao longo do tempo, logo, ambas marcações absorvem as condições de mercado. Fez críticas à regra atual do canal da taxa de juros, afirmado que é uma regra de transição que cumpriu seu papel ao longo do tempo, mas que olha para o passado, para uma média móvel de cinco anos. Para o Sr. Otávio Vianna, o Brasil adota a expectativa de retorno dos ativos e, ainda assim, não toma risco, ao contrário da evidência empírica existente no exterior, onde quem tem essa regra toma muito risco. Argumenta e exemplifica, ainda, que no sistema de mensuração o ativo pode ser diferente do passivo, caso o passivo seja suavizado. E que em um fundo de pensão, que tem ativos e passivos com *durations* muito longas, a marcação na curva, ainda que ela fosse possível para todos os ativos e para o passivo, esconderia durante muitos anos esse descasamento de *durations*, o que passaria o sinal errado para a gestão dos investimentos. Para o Sr. Otávio Vianna o caminho seria pensar em regras de suavização para o tratamento da insolvência, inclusive citando os modelos holandês e canadense. O Sr. Otávio Vianna finalizou a primeira parte da sua apresentação afirmando que a preocupação é com relação ao tratamento da insolvência, para que se não tenha impactos sociais no sistema de previdência complementar fechado brasileiro. O Sr. Vinícius Brandi iniciou então a segunda parte de sua apresentação dizendo que a mensuração do ativo com base no valor justo é uma métrica mais adequada para a solvência, mas também existe a mesma visão de que se tem que buscar um foco, a regulação tem que buscar um foco na gestão previdencial dos planos, assim como na maior estabilidade do sistema. E que a proposta do Ministério da Fazenda é manter a estabilidade de custeio e ter índice de insolvência apurado a valor justo, tanto no caso dos ativos quanto dos passivos, isto é, a ideia é ter um IS piso, como é o modelo canadense. Outro pilar da proposta Ministério da Fazenda, em relação à reserva de contingência, é ter um limite máximo, preservando os limites de 10% e 25% da provisão matemática para a constituição de reserva de contingência, mas definindo um valor máximo que fizesse referência à própria questão do descasamento, que seria um aprimoramento normativo bastante relevante, não só sob aspectos conceituais, mas também ao criar os incentivos corretos para a gestão dos planos. E o outro pilar é ter um período de transição, período para adaptação não só das entidades, mas adaptação também por parte do regulador, dando transparência para o mercado e possibilitando a migração direta de alguns planos, de algumas EFPC que já queiram migrar para a regra nova. O Sr. Vinícius Brandi finalizou a segunda parte de sua apresentação alertando que a proposta do Ministério da Fazenda precisaria ainda avançar, em relação ao acesso a dados e a informações, para que se possa fazer uma calibragem mais adequada. Afirmou ainda que qualquer transição tem que ter preocupação com os impactos diretos no mercado, e que a ideia é não fazer nenhuma transição que vá trazer grandes impactos. O Sr. Otávio Vianna iniciou a parte final de sua apresentação afirmando que é preciso enxergar o IS corretamente, e que não se deve suavizar passivos e ativos. O equacionamento de déficit deve separar o conjuntural do estrutural, e que a solvência tem que ser olhada conforme a essência econômica de ativos e passivos, tendo ela a volatilidade que tiver, sendo um sinal para o gestor fazer alocações e reduzir a volatilidade. O Sr. Vinícius Ratton Brandi tomou a palavra e destacou, por fim, que a proposta do Ministério da Fazenda busca uma regra para mensurar corretamente a condição de insolvência, com seus desdobramentos em relação ao equacionamento, quando ficar caracterizada de fato uma situação mais estrutural, mais permanente de insolvência do plano, e que, na ótica da regulação, seria importante harmonizar o arcabouço normativo com as boas práticas internacionais. O Sr. Christian deu então prosseguimento à pauta, passando a palavra ao Sr. Rodrigo Uchôa, atuário da Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES – FAPES, para fazer a sua apresentação técnica, denominada “Metodologia e variáveis da taxa de juros atuarial”. No início de sua exposição, o Sr. Rodrigo Uchôa agradeceu a todos e enfatizou que iria tratar sobre a taxa de juros atuarial, alguns conceitos, definições e impactos que ela traz na avaliação de resultados. Trouxe em sua apresentação algumas simulações demonstrando que quanto maior a taxa de juros, maior é o retorno esperado dos investimentos, e menor é o custo do plano. Afirmou também que quanto maior a taxa de juros, menor é o efeito do aumento da longevidade, porque quando se utiliza uma taxa de desconto maior, os pagamentos no longo prazo perdem relevância. E citou que o inverso também é verdadeiro, ou seja, quanto menor a taxa, maior vai ser o custo do passivo. O Sr. Rodrigo Uchôa destacou, também, a questão da duração do passivo, afirmado que quanto mais longo é o fluxo de pagamento, maior é a exposição ao risco da taxa de juros atuarial. Trouxe algumas simulações do estudo feito dentro da FAPES concluindo que o custo é

mais afetado com a taxa de juros do que a própria solvência. Com base em seus estudos, o Sr. Rodrigo Uchôa afirmou que a taxa interna de retorno (TIR) do passivo independe da taxa de juros, ou seja, a taxa atuarial não influencia na TIR do passivo, o que influencia é o patrimônio e o próprio fluxo, e que se a TIR for maior que a taxa atuarial, o plano está deficitário, se a TIR estiver abaixo da taxa atuarial, o plano está superavitário e se ele estiver igual, o plano está equilibrado, que é o que se procura em todos os planos de benefícios. Ainda de acordo com o Sr. Rodrigo Uchôa, o processo da avaliação atuarial deve começar pela política de investimentos, primeiro define-se uma política de investimentos, e após essa definição estabelecem-se premissas de quanto se espera de retorno em cada segmento. E faz um alerta quanto à impossibilidade de imunização do passivo, porque os passivos, geralmente, são mais longos do que os títulos do governo, e por isso não tem como casar completamente um com outro, e que também existe um conflito geracional na decisão, pois participantes mais novos preferem taxas mais baixas, para aumentar logo a contribuição, enquanto gerações mais antigas preferem taxas mais altas para não ter que aumentar a contribuição agora. Para o Sr. Rodrigo Uchôa, na definição da taxa de juros, tem-se que considerar o fluxo de contribuições e de benefícios, o retorno líquido esperado de cada segmento dos investimentos, a estratégia de investimentos, a alocação dos investimentos, a volatilidade de cada segmento e a correlação entre os segmentos. Alertou também quanto à taxa administrativa, porque muitas vezes uma parte do patrimônio é colocada para pagar o PGA. O Sr. Rodrigo Uchôa finalizou sua apresentação citando que atualmente, para se definir uma taxa fora do intervalo, a EFPC tem que mostrar seu estudo para a Previc, isto é, leva-se o estudo para a Previc, que aprova ou não esse estudo, sendo que no caso da FAPES, o estudo foi submetido à Previc que aprovou a utilização de uma taxa superior ao intervalo normativo. O Sr. Christian Catunda retomou a palavra e lembrou que os membros da CNA poderiam fazer os questionamentos de forma direta aos apresentadores e que os ouvintes poderiam enviar seus questionamentos pelo *chat* quando o momento dos debates fosse iniciado. Ficou também acordado entre os membros que o momento de debate iria ocorrer de forma conjunta, à tarde, após a apresentação do segundo tema. Não tendo mais nada a ser tratado nessa primeira parte da reunião, informou o intervalo do almoço, com retorno programado para às 14 horas. Após o intervalo, o Sr. Christian Catunda retomou os trabalhos passando a palavra para o Coordenador-Geral de Orientação de Investimentos da Previc, Sr. Claudemiro Correia, que conduziu a apresentação “Precificação dos passivos das EFPC: Uma análise comparativa dos principais modelos”. Na apresentação, o Sr. Claudemiro Correia destacou os principais modelos de precificação de passivo (taxa de retorno esperada, taxa livre de risco, modelos intermediários e taxas de desconto arbitradas pelo regulador ou definida pelo fundo de pensão) e apresentou os modelos adotados para a taxa de desconto no cenário internacional, conforme publicado pela IOPS, destacando que apenas o Canadá e a Rússia usam o modelo de taxa livre de risco. Apresentou também o modelo aplicado nos Estados Unidos e no Reino Unido e, em seguida, passou a explicar o modelo brasileiro, demonstrando as regras gerais aplicáveis desde 2001 até a regulação atual, prevista na Resolução CNPC nº 30, de 2018, que tem como regras gerais: i) taxa de desconto baseada na taxa de retorno esperada; ii) intervalo de taxa de juros autorizativo, construído a partir de médias móveis da ETTJ dos últimos cinco anos, em que taxas fora desse intervalo podem ser autorizadas pela Previc; iii) possibilidade de uma variedade de estratégias de alocação dos investimentos e iv) possibilidade de utilizar ajuste de precificação, de forma extracontábil. Na sequência, explicou o processo de escolha das taxas pelas EFPC, que se inicia com a realização de um estudo de convergência, que precisa ser aprovado pela diretoria executiva e pelo conselho deliberativo e estar acompanhado de parecer do conselho fiscal e disponibilizado aos participantes, assistidos e patrocinadores, e concluiu que se trata de um processo robusto de escolha de taxa. Continuou explicando que a segunda etapa é verificar se a taxa encontrada no estudo está compreendida no intervalo de referência publicado pela Previc e, caso não esteja, é necessária a autorização prévia da Previc, com o envio de estudos complementares até a data de 31 de agosto, para deliberação pela Previc até o final de novembro. Informou também que a Previc realiza a supervisão contínua de todas as taxas, mesmo as que não foram objeto de autorização, e que pode solicitar esclarecimentos caso identifique inconsistências. Em prosseguimento, seguiu apresentando um gráfico com as projeções de intervalo de referência das taxas atuariais, destacando que as taxas utilizadas em 2023 pela maioria dos planos ficaram dentro desse intervalo, mas 52 pedidos de taxas acima do intervalo foram submetidos para análise e tiveram aprovação pela Previc. Destacou que o intervalo é apenas uma referência e não um determinante obrigatório das taxas. No *slide* seguinte, o Sr. Claudemiro Correia apresentou uma análise comparativa das taxas de juros regulamentadas no Brasil com a taxa máxima e os juros da ETTJ publicados pela ANBIMA, considerando como exemplo uma

duração de 12 anos. Ele explicou que até 2013 os limites eram obrigatórios e que partir de 2014, esses limites passaram a ser referenciais, permitindo que a taxa pudesse ser inferior ao mínimo ou superior ao máximo, desde que submetida à análise prévia da Previc. No *slide* seguinte, mostrou uma evolução das taxas reais no período de 2015 a 2024 no Canadá, nos Estados Unidos e no Brasil para demonstrar a volatilidade quando se utiliza taxas de mercado para marcação do passivo. Ele explicou que no Canadá e nos Estados Unidos, as taxas de juros têm oscilado entre 0% e 2% de 2015 a 2024 e que embora sejam referenciais de baixo risco, também resultam em retornos limitados, impactando as obrigações contábeis dos planos de benefícios, uma vez que essa taxa é utilizada apenas na contabilidade e não para o custeio dos planos. No Brasil, a curva de juros é mais volátil, com picos e vales, o que torna mais difícil o alinhamento entre os ativos e passivos dos planos de benefícios. O Sr. Claudemiro Correia destacou que, devido à falta de correspondência perfeita entre o ativo e o passivo e ao fato de muitos planos ainda estarem em processo de fundação dos benefícios, adotar uma taxa de juros inadequada pode levar a contribuições excessivas ou insuficientes ao longo do tempo. Também apresentou um quadro com uma análise comparativa dos modelos de especificação de passivo (taxa de retorno Esperada, taxa livre de risco e abordagens alternativas e mistas) que compara as taxas de retorno esperadas e as taxas livres de risco. Ele explicou que o risco financeiro associado à taxa esperada de retorno é menor do que o relacionado à taxa livre de risco, pois a primeira tende a ser menos variável e mais estável. Isso resulta em contribuições menos sensíveis a flutuações, ao contrário do que ocorre com a taxa livre de risco, em que as variações podem impactar significativamente o custo do plano. Destacou ainda que a taxa de retorno esperada exige um processo de governança mais robusto, considerando as especificidades do plano de benefícios, as características dos ativos e as metas estabelecidas. Em contraste, a taxa livre de risco, sendo fixa, não demanda tanto em termos de governança, mas reduz a discricionariedade na gestão do plano. Por fim, ele alertou que adotar a taxa livre de risco, especialmente no contexto brasileiro, poderia aumentar a volatilidade nos resultados, dado que a taxa tem um impacto significativo no custeio dos planos. Ele também mencionou que a taxa de desconto influencia a alocação de ativos na carteira, a definição da política de investimento e a sustentabilidade do plano. Assim, a escolha de taxas inadequadas pode trazer impactos negativos no custeio e na gestão previdencial do plano. Na sequência, o Sr. Claudemiro Correia apresentou uma análise sobre a sensibilidade da taxa de juros e seu impacto no resultado dos planos de benefícios, que demonstra como variações na taxa de juros podem afetar significativamente a duração e o resultado dos planos. Ele exemplificou que uma variação de 1% na taxa de juros pode resultar em uma variabilidade de aproximadamente 15% no resultado de um plano, considerando uma duração de 15 anos. Essa variação pode causar um aumento de até 45% no custeio do plano, dependendo do tipo de plano em questão, pois uma contribuição maior do que o necessário pode levar a um desequilíbrio, embora isso possa ser corrigido posteriormente através da distribuição de superávit. No entanto, uma contribuição menor do que o necessário pode resultar em um acúmulo insuficiente de recursos para o pagamento dos benefícios, devido ao uso de uma taxa de desconto superior à rentabilidade dos ativos do plano. Na sequência, apresentou um estudo recente, publicado na revista de finanças de abril de 2024, que aborda o desequilíbrio técnico atuarial em planos de benefício definido. O estudo enfatiza os riscos de utilizar uma taxa de juros que não está aderente ou que não converge com o retorno dos ativos do plano, destacando as implicações de longo prazo dessa prática. Uma das principais conclusões do estudo foi que uma variação de apenas 0,01% na taxa de juros eleva as chances de um plano se tornar deficitário em 14,61%, isto é, a escolha da taxa de juros exerce um impacto substancial sobre a reserva matemática, o custo normal e o resultado atuarial de um plano de benefícios. Ainda em relação à sensibilidade da taxa de juros no equilíbrio do plano, o Sr. Claudemiro Correia destacou que, a taxa de juros exerce um impacto significativo no equilíbrio dos planos de benefícios, no valor do benefício, na *duration* e na gestão do plano de benefícios. No último tópico da apresentação, Claudemiro abordou a marcação de ativos e passivos nas instituições financeiras, com foco nos benefícios pós-emprego, que atualmente são marcados no Brasil pela taxa livre de risco, conforme a CPC nº 33. Ele destacou que o sistema bancário tem alguma flexibilidade em relação à aplicação integral do CPC nº 33 para o cálculo das suas taxas de desconto, permitindo que as instituições financeiras registrem contabilmente os seus títulos e valores mobiliários. Também mencionou, em relação à alocação dos ativos, o esforço da Previc em modernizar a Resolução CMN nº 4.994, de 2022, informando que uma proposta foi enviada ao Ministério da Fazenda em abril, com o objetivo de ampliar os tipos de ativos que podem ser adquiridos pelas entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), reafirmando a autonomia na alocação de recursos, observado o ato regular de gestão, e o realinhamento dos limites para permitir a

diversificação em ativos emergentes, como debêntures de infraestrutura, créditos de carbono e descarbonização e FIAGROS. A Previc está acompanhando o progresso dessa proposta junto ao Ministério da Fazenda, para que posteriormente possa ser encaminhada ao Conselho Monetário Nacional (CMN) e mencionou, também, que deve entrar para discussão a marcação de ativos no CNPC. Na sequência, discutiu as implicações imediatas e de médio e longo prazo da marcação a mercado para a precificação do passivo dos planos de benefícios, explicando que a utilização de taxas de mercado para essa precificação pode resultar em uma valoração artificial do passivo, impactando o custeio dos planos e introduzindo volatilidade desnecessária. Também destacou que a marcação a mercado pode levar a uma redução contábil do déficit, mas que essa redução é artificial, já que a rentabilidade real dos recursos será determinada pela taxa contratada na compra dos títulos. Ele também abordou o impacto direto nos planos CD (Contribuição Definida), onde a volatilidade pode ser observada mais imediatamente, afetando o saldo de conta dos participantes e a percepção de rentabilidade negativa, mesmo em fundos conservadores de renda fixa. Também alertou para os riscos de uma governança enfraquecida devido à marcação a mercado, o que poderia desestabilizar o equilíbrio atuarial dos planos no médio e longo prazo. Ele exemplificou com situações reais de participantes insatisfeitos e enfatizou que essa volatilidade pode aumentar a transferência de reservas entre diferentes gerações de participantes, gerando inconsistências na concessão dos benefícios. Também foi discutida as inconveniências da marcação do passivo a mercado (taxa livre de risco) e suas implicações, enfatizando que o passivo dos planos de previdência fechada não é transacionável, diferentemente dos fundos de investimento e das entidades abertas, nos quais a saída de recursos é mais intensa. No contexto da previdência fechada, cerca de 97% dos recursos se tornam benefícios, o que requer uma abordagem diferente na precificação dos passivos. Também ressaltou que no cenário internacional esse modelo é marginalmente adotado, como observado nos Estados Unidos e no Canadá, e que no caso brasileiro, os participantes são copatrocínadores dos planos. Outra dificuldade citada do modelo é que apenas parte dos ativos dos planos brasileiros se alteraria com a taxa de mercado. Por fim, o Sr. Claudemiro Correia ressaltou que a taxa de desconto do passivo deve refletir a realidade dos ativos e que a marcação a mercado poderia introduzir uma volatilidade desnecessária e finalizou a apresentação sugerindo pontos de reflexão como: necessidade de avaliar a periodicidade de revisão da taxa atuarial: deveria ser em um período menor? Adotar um "corredor" que induz a tomada de decisão? Precisa ter autorização prévia? E se não tiver essa autorização, precisa divulgar o corredor de taxas ou corredor fica como critério de monitoramento da Previc? Incorporar insumos para melhorar a acurácia desse corredor? Também levantou a questão da eliminação do ajuste de precificação, que segundo alguns estudos poderia representar uma dupla contagem e disponibilizou a bibliografia e os estudos mencionados para os participantes da reunião. O Sr. Christian Catunda retomou a palavra e iniciou os debates, informando as regras para a realização das perguntas. Ele enfatizou que os membros da CNA poderiam fazer perguntas oralmente, identificando para quem a pergunta é direcionada. Em seguida, passou a palavra para o Sr. Raphael Barcelos, que destacou, em relação à primeira apresentação, que no segmento de previdência complementar fechado, 85% das reservas estão concentrados nos planos BD e CV já fechados para novas adesões e que possuem participantes que já estão em fase de recebimento de benefícios, que preferem uma menor volatilidade no custeio. Então, perguntou para os palestrantes Vinícius Brandi e Otávio Vianna se seria prudente adotar uma precificação para esses assitidos, dado que a precificação a mercado pode causar uma grande volatilidade no custeio desses planos. O Sr. Vinícius Brandi iniciou a resposta destacando que a volatilidade dos ativos financeiros é uma característica inerente ao mercado e que a precificação desses ativos está sujeita a mudanças nas expectativas dos agentes econômicos, não é isso que se discute. A discussão é como essa volatilidade vai influenciar o regime de solvência. Mencionou ainda que, historicamente, buscou-se suavizar a volatilidade indesejável para garantir previsibilidade no custeio, mas propôs uma abordagem que permita evidenciar a condição contábil e de solvência de maneira compatível com a natureza volátil dos ativos. Ele sugeriu a criação de um regime de custeio prudencial com mecanismos de suavização, assegurando que, abaixo de certos limites de solvência, seria necessária uma contribuição adicional para garantir o equilíbrio dos planos. Propôs também regras que atuem em paralelo com faixas para o índice de solvência que permitam acomodar variações conjunturais ao longo do tempo, garantindo a transparência e a segurança do sistema. O Sr. Otávio Vianna complementou a resposta do Sr. Vinícius Brandi, enfatizando a necessidade de um sistema previdenciário sustentável e estável a longo prazo. Ele ressaltou que a volatilidade dos ativos ou passivos isoladamente não é tão relevante quanto a volatilidade da razão entre os dois. Argumentou

também que, se os ativos e passivos estão expostos a fatores de risco semelhantes, o sistema tende a ser menos volátil, resultando em uma solvência mais estável e em custos mais baixos. Ele também mencionou que muitos planos no Brasil estão investidos em títulos públicos de longo prazo, como NTN-Bs, que são bem alinhados com os passivos e concluiu que é essencial manter a transparência na avaliação da solvência. O próximo a realizar pergunta foi o Sr. Ricardo Pena (Previc), que iniciou a sua fala informando que teria apenas alguns comentários a fazer. Primeiro destacou a importância de ser cauteloso com a linguagem usada nas discussões, porque fica parecendo que tem uma regra discricionária para escolher a taxa de juros, sujeita à manipulação pelos dirigentes da entidade, que estariam, dessa forma, escondendo passivo, o que não é correto. Também comentou que não é tão trivial aplicar a teoria de finanças nos planos previdenciários, pois o passivo previdenciário não é transacionável, diferente de outros países como Holanda e Canadá. Também levantou dúvidas sobre a hipótese de que a marcação a mercado do passivo não provocaria volatilidade significativa, sugerindo que é necessário testar essa premissa e realizar análises de impacto mais detalhadas. Além disso, ressaltou que a realidade da previdência complementar fechada brasileira, com uma maior concentração em títulos públicos e restrições de investimento mais rigorosas, difere de outros países, como Holanda e Canadá, que possuem modelos de investimento mais flexíveis. Enfatizou a necessidade de um debate aprofundado sobre as transições e adaptações necessárias, e o impacto, especialmente considerando a preocupação com os planos CD, em que o passivo, em tese, já está marcado a mercado, mas se olhar a estrutura do ativo constata-se que o gestor está muito preocupado com a volatilidade, encurtando os prazos de investimento. Por fim, o Sr. Ricardo Pena diz ao Sr. Vinicius Brandi que será necessário discutir, especialmente dentro do governo, essa condicionante entre a discussão de solvência e as regras de investimento, afim de garantir que as mudanças propostas sejam adequadamente adaptadas ao contexto brasileiro. Após as considerações do Sr. Ricardo Pena, o Sr. Vinicius Brandi informou ao Sr. Christian Catunda que poderia responder à pergunta e expressou satisfação com a evolução das discussões, mencionando que ficou feliz que a visão da questão evoluiu muito, considerando os comentários que o grupo vem trazendo há algum tempo, e que viu muitos pontos de convergência em todas as apresentações, observando que as visões compartilhadas têm sido complementares com foco na visão previdencial, na gestão previdencial para efeito de estabilidade e previsibilidade no custeio. E complementou que ao mesmo tempo em que estão sendo discutidos aspectos da solvência, é importante usar métricas apropriadas para cada finalidade, em vez de aplicar uma medida única para todas as situações. Ele também mencionou que quer promover essa discussão de forma mais estruturante, mais ampla e que está convergindo para concluir o material que ainda essa semana será encaminhado para a avaliação da área jurídica do Ministério e que na semana que vem já pretende encaminhar o material para a Previc e outros órgãos interessados, a fim de continuar o debate, reconhecendo que há muitos desafios, mas que o momento é oportuno para avançar com soluções e sugestões. O Sr. Christian Catunda retomou a palavra e informou que o proximo a fazer pergunta seria o Sr. Raphael Barcelos, que levantou uma questão sobre a primeira apresentação “Uma Contribuição para o Debate sobre o Aprimoramento das Regras de Solvência das EFPC”. Ele inciou a pergunta informando que fez um exercício, observando uma população de 5 anos, por exemplo, em um plano BD fechado com uma média de idade de 77 anos, e constatou que 5 anos depois, essa população vai reduzir perto da ordem de 17%, de acordo com a tábua de mortalidade. Então, conclui que se você cria um período temporal como no modelo apresentado, você estaria transferindo obrigações, na ordem de quase 17%, entre as gerações. Após essa explanação, questionou o Sr. Otávio Vianna e o Sr. Vinicius Brandi sobre como neutralizar esses impactos da teoria de finanças sobre uma massa de participantes que não tem um fluxo determinístico e sim probabilístico, já que depende de sobrevivência e que está fortemente impactado pela transferência de obrigações entre gerações, considerando que a maioria das reservas matemáticas do segmento é afetada por esse tipo de transferência em um curto período, especialmente se o limite de solvência não for observado. Em seguida, o Sr. Otávio Vianna, pedindo desculpas, informou que ficou confuso no questionamento do Sr. Raphael Barcelos e perguntou que ponto exatamente ele queria saber. O Sr. Raphael Barcelos mencionou então que, conforme a apresentação, pela teoria de finanças vocês enxergam que uma coisa estaria correlacionada com outra e explica que na parte do fluxo previdenciário, o cálculo atuarial considera um fator probabilístico, ou seja, só vai pagar o benefício se a pessoa estiver viva, e que esse fator reduz a probabilidade de pagamentos. Então, destacou que se o modelo utiliza um período temporal, pelo exemplo que foi dado, haveria uma transferência de obrigações na ordem de 17% entre gerações e refez o seu questionamento perguntando qual a visão dos palestrantes para neutralizar os

efeitos da teoria de finanças no segmento previdenciário. O Sr. Otávio Vianna iniciou a resposta informando que a questão levantada pelo Sr. Raphael Barcelos é relevante, pois se houver uma especificação incorreta de ativos e passivos em planos de previdência, isso pode levar à transferência de riqueza entre gerações. Explicitou que em um plano de previdência o passivo projetado pelo atuário tem dois tipos de risco. O risco idiossincrático, que deve ser tratado com seguro, diversificação ou equacionamentos, dado que não se pode fugir desse tipo de risco, por exemplo, o risco de longevidade ou outros riscos atuariais, e o risco sistemático. Destacou a necessidade de equilibrar esses riscos, mencionando que o gestor deve tratar o plano como livre de risco de crédito, mas tecnicamente não seria “*risk-free*”, como na Rússia, pois como há contribuição do participante, seria o risco puro mais um pequeno prêmio. O Sr. Otávio Vianna também explicou que, ao se equacionar um plano de previdência, existe um *trade-off* inevitável: se o equacionamento for rápido, corre-se o risco de tratar questões conjunturais como estruturais; se for mais lento, aumenta-se a transferência de recursos entre gerações. Ele concluiu que não há como fugir desse *trade-off* e que cada país lida com esse equilíbrio de maneira distinta, e que não há uma solução única para evitar essas transferências, sem criar instabilidade no sistema. Em seguida o Sr. Christian Catunda passou novamente a palavra o Sr. Raphael Barcelos que destacou a questão da transferência de responsabilidades financeiras entre gerações, especialmente em relação a participantes mais velhos, mencionando a sensibilidade do judiciário em relação a esses casos, o que tem resultado em decisões judiciais que afetam o segmento, como a suspensão de planos de equacionamento. O Sr. Raphael Barcelos enfatizou a necessidade de atenção à sustentabilidade de longo prazo e à preservação do patrimônio, especialmente para proteger os interesses dos participantes e patrocinadores que contribuíram para os planos de previdência. Em prosseguimento, o Sr. Otávio Vianna complementou o comentário do Sr. Raphael Barcelos, afirmindo que essa transferência é uma questão inerente a qualquer metodologia de especificação de passivo e que essa discussão é mais ampla. Na sequência, o Sr. Christian Catunda passou ao questionamento do Sr. Frederico Viana, representante titular da Secretaria de Regime Próprio e Complementar do Ministério da Previdência Social, que direcionou a sua pergunta para os primeiros palestrantes e fez uma consideração sobre o pronunciamento contábil CPC 33, destacando que ele se aplica aos patrocinadores, e não às entidades. Ele questionou a premissa apresentada de que ativos e passivos devem ser marcados da mesma forma, mencionando que outras empresas, não só os fundos de pensão, utilizam diferentes métodos de avaliação de liquidez, conforme permitido por normas internacionais como o CPC nº 40 e o CPC nº 48, baseadas no IFRS 9. O Sr. Frederico Viana perguntou se a pesquisa considerou essas normas ao sugerir a necessidade de igualdade entre ativos e passivos no contexto dos fundos de pensão. O Sr. Otávio Vianna respondeu ao questionamento destacando que, embora o CPC 33 se aplique às empresas, o que importa é a essência econômica do fluxo financeiro, independentemente de ser uma empresa ou um fundo de pensão. Ele explicou que, tecnicamente, não faz sentido você ter uma essência olhando por uma ótica da empresa e descontar o fluxo por outra essência, dentro da teoria de finanças isso não faz sentido. Ele destacou que a análise de solvência deve ser distinta da análise de liquidez, apesar de ambas terem que ser observadas e enfatizou que a liquidez não é parte do índice de solvência, mas deve ser analisada separadamente para garantir a capacidade de honrar pagamentos no curto prazo. O Sr. Frederico Viana enfatizou que o CPC é expresso e que não se aplica às entidades de previdência e o Sr. Vinicius Brandi respondeu que a menção ao CPC 33 foi colocada na apresentação apenas como uma referência, como na apresentação do Prof. Sérgio Cardoso, que ele também mencionou só como uma referência de uma regra que usa essa taxa de desconto. O Sr. Frderico Viana informou que entendeu o que foi colocado e o Sr. Vinicius Brandi também esclareceu que o foco da discussão é a solvência, não a adoção de padrões contábeis. Ele destacou que, embora existam regras contábeis que determinem os padrões de contabilidade para seguradoras e bancos, as normas de solvência podem seguir diferentes critérios, pois têm propósitos distintos. Em seguida, o Sr. Frederico Viana fez a sua segunda pergunta, destacando o impacto da utilização da taxa livre de risco no passivo, em contraste com a rentabilidade esperada dos ativos, que poderia resultar em um risco de subfinanciamento, especialmente em planos muito maduros que estão na fase final e sem novas contribuições. Ele questionou se algum exercício teórico ou quantitativo foi realizado para avaliar o risco de financiamento nessa situação. O Sr. Otávio Vianna explicou que não foi realizado exercício empírico específico sobre o impacto do risco nos planos maduros. Ele destacou que a métrica fundamental é o índice de solvência, a razão entre ativos e passivos, e que o risco pode ser medido de várias formas, sendo a volatilidade do índice de solvência uma das mais comuns. Ele ressaltou que essa decisão, de qual é a volatilidade que eu vou querer no meu índice de solvência,

depende da propensão a risco dos participantes, representada no conselho deliberativo dos planos, ao escolher as carteiras de referência para as alocações, sempre considerando o passivo. Na sequência, o Sr. Frederico Viana questionou se não haveria um estudo sobre esse assunto e o Sr. Vinicius Brandi explicou que foi feita apenas uma primeira proposta, mas que ainda não tinha os dados necessários e que precisaria de um apoio da Previc para obter esses dados, os números e as demais informações necessárias. Ele comentou sobre a evolução das discussões e destacou a importância de se continuar o debate. Comentou ainda que, para avançar, é necessário ter acesso aos números e à estrutura do sistema, para avaliar os impactos. O Sr. Vinicius Brandi ressaltou ainda que, embora não haja uma proposta completamente definida, o objetivo é utilizar a métrica mais adequada para avaliar a condição de solvência. Ele enfatizou que, mesmo em situações atípicas, como planos muito maduros, não é necessário alterar a métrica, mas sim definir o tratamento regulatório apropriado, levando em consideração aspectos específicos. Por fim, destacou a capacidade atual de criar tratamentos específicos para diferentes situações, alinhando a regulamentação de solvência com as particularidades de cada plano e citou que a Previc já tem uma regulamentação de segmentação, que avalia aspectos de porte e risco das entidades. Em seguida o Sr. Christian Catunda passou a pergunta para o próximo inscrito, o professor Sérgio Cardoso, representante da academia, que iniciou a sua pergunta mencionando que a definição da taxa de desconto pelos atuários não se desassocia da taxa de mercado e mencionou como exemplos a aplicação da taxa na curva de juros para planos com taxas elevadas, refletindo a determinação dessa taxa do passivo. Ele apontou que, apesar das alternativas apresentadas pelo Sr. Vinícius Brandi e Sr. Otávio Vianna parecerem muito diferentes, na prática, há uma discricionariedade envolvida. O Sr. Sérgio Cardoso questionou por que se deveria abrir mão dessa discricionariedade e da ferramenta de suavização dos resultados. Também comentou sobre a incorporação da visão de gestão previdenciária no modelo a mercado, mencionando que essa visão está relacionada aos limites do índice de solvência estabelecido, que funcionam como uma ferramenta de suavização do custeio dentro da gestão previdencial. **O Sr. Vinícius Brandi e o Sr. Otávio Vianna concordaram com os comentários do Sr. Sérgio Cardoso, que continuou a sua fala** levantando a questão da eficiência da ferramenta atual utilizada, que, em sua opinião, é mais explícita e eficiente, considerando que já está em funcionamento. Ele questionou por que se deveria abrir mão dessa ferramenta e levantou outra questão sobre a possibilidade de os planos se imunizarem, realizando o casamento entre ativo e passivo, se assim o desejarem. Mas também apontou que não existem títulos com vencimentos e fluxos compatíveis para uma completa imunização. Mesmo que inicialmente as *durations* do ativo e passivo possam ser igualadas, ao longo do tempo, a diferença nos fluxos inevitavelmente gerará volatilidade nos resultados, mesmo para planos que optem pela imunização imediata. Ele também mencionou que vários planos de equacionamento recentes, embora expressivos, não estão vinculados ao fluxo do passivo e não possuem contribuições extraordinárias. O Sr. Sérgio Cardoso também questionou como esses planos poderiam se imunizar se uma parte significativa de seus ativos não está atrelada ao passivo, o que poderia resultar em uma grande volatilidade nos resultados, especialmente para planos já em situações complicadas. O Sr. Otávio Vianna iniciou a resposta destacando que a principal questão levantada pelo Prof. Sérgio Cardoso e anteriormente mencionada pelo Sr. Raphael Barcelos diz respeito à importância de se enxergar a solvência econômica. O Sr. Otávio Vianna enfatizou que é necessário olhar para o passivo como se fosse livre de risco de crédito, considerando os riscos de *duration* e inflação presentes na carteira, e realizar alocações de ativos que enderecem esse passivo. Explicou que a imunização do passivo no mercado é possível, mas não elimina a volatilidade inerente ao processo e, portanto, não se deve criar regras contábeis para mascarar essa realidade, mas sim enfrentar as consequências econômicas de maneira transparente, ajustando as alocações conforme a propensão ao risco de cada plano. Ele ressaltou que a arte da gestão consiste em continuamente ajustar a carteira, seja para imunizá-la ou para assumir mais riscos, dependendo do interesse de cada plano. O ponto central, segundo o Sr. Otávio Vianna, é ter uma visão correta do passivo e lidar com as consequências dessa visão, separando o que é conjuntural do que é estrutural, como mencionado pelo Sr. Vinícius Brandi. Em seguida, o Sr. Vinicius Brandi informou que um dos pilares da proposta deles é de que não é vantajoso abrir mão dessa suavização. A proposta apresentada busca contribuir para o debate, no sentido de avançar oferecendo uma nova perspectiva em que se preserva a questão da previsibilidade, da estabilidade dos resultados e do custeio e ao mesmo tempo melhora a condição de solvência. Ele ressaltou que, apesar da importância de manter a suavização, é necessário observar os limites impostos pela regulação prudencial em termos de solvência, que deve ser avaliada com taxas mais compatíveis com as taxas dos títulos públicos e outros

ativos financeiros, seguindo as boas práticas internacionais. Por fim, expressou o desejo de ouvir mais opiniões e afirmou que a proposta será apresentada para avaliação da Previc e de outros órgãos, com a expectativa de discuti-la de forma mais objetiva. **Na sequência, o Sr. Sérgio Cardoso** destacou a preocupação com os planos de equacionamento que possuem parcelas fixas financeiras, que não estão vinculados diretamente ao passivo, e questionou se a proposta avaliou a situação desses planos, porque nessa situação não teria como se imunizar, já que o passivo vai ser volátil e uma parte do ativo não é volátil. Então, esse modelo traz uma volatilidade para o resultado para os planos que já estão em situação de equacionamento de déficit. **O Sr. Vinicius Brandi** respondeu sugerindo que o próximo passo seria construir uma abordagem mais conceitual e se aproximar da Previc para acessar os dados financeiros e fluxos específicos, para avaliar o impacto dessas questões. Ele destacou a importância de calibrar a análise para identificar situações excepcionais que precisam ser consideradas nas regras. **Em seguida o Sr. Otavio Vianna** complementou a fala do Sr. Vinicius Brandi reforçando a necessidade de se lidar com as consequências das decisões propostas, e não apenas ver as consequências por uma regra contábil que agrada mais. O ponto é ver uma realidade que reflete a essência econômica e a partir disso lidar com as consequências, e não as evitar, porque cedo ou tarde o contábil vai encontrar o econômico. E concluiu que, não importa a regra que você adote, você vai enfrentar as consequências de qualquer maneira. Antes de passar novamente a pergunta para o Sr. Raphael Barcelos, o Sr. Christian Catunda leu a pergunta que chegou no *chat* do Sr. Ricardo Machado e a direcionou para o Sr. Claudemiro Correia: quais as implicações esperadas para a política de investimento dos planos? A intenção é levá-los a ter uma carteira menos exposta a títulos públicos e fazê-los assumir mais riscos através de investimentos em crédito privado e *equity*? O Sr. Christian Catunda observou que toda regulação cria incentivos positivos ou negativos, e questionou até que ponto uma regra que determina que a taxa de juros atuarial seja equivalente à rentabilidade de um título público pode incentivar a ter mais investimentos em títulos públicos ou em ativos mais arriscados, como crédito privado e *equity*. **O Sr. Claudemiro Correia** respondeu que se a metodologia de precificação do passivo a mercado for utilizar como referência a última ETTJ do ano, baseada na NTN-b, em um cenário de taxas altas provavelmente haverá um incentivo enorme aos planos para imunizar os seus passivos em títulos públicos, trazendo portanto incentivo de não correr risco em ativos mais arriscados, como crédito privado e *equity*, porque será necessário rentabilizar o ativo com uma taxa muito alta. Ele ressaltou que esse entendimento é diferente daquele que foi defendido pela Previc na proposta da Resolução CMN nº 4994, que é incentivar a diversificação em outros ativos que não sejam títulos públicos. Também ressaltou que, embora haja uma intenção de diversificar investimentos, a marcação a mercado do passivo pode ter o efeito oposto, levando os planos a reduzirem a exposição a risco e aumentar a alocação em títulos públicos. Ele informou que um estudo na previdência aberta demonstrou um efeito semelhante, no qual a tentativa de incentivar a tomada de risco resultou em um movimento contrário, com maior busca por segurança em títulos públicos. Por fim, concluiu que a precificação a mercado pode, portanto, limitar a discricionariedade na gestão de investimentos e resultar em carteiras mais curtas, contrariando o objetivo de diversificação e alongamento das carteiras. O Sr. Christian Catunda retomou a palavra e a passou para o Sr. Raphael Barcelos, que em seguida direcionou a sua pergunta para o Sr. Rodrigo Uchôa, mas antes destacou que para fazer a alocação de um ativo e classificá-lo na curva do papel, o atuário realiza um estudo atuarial a fim de atestar a capacidade de manter o ativo até o vencimento. Ele afirmou que é necessário fazer essa afirmação para corrigir algumas considerações que foram feitas nos esclarecimentos anteriores. Mencionou que o Sr. Rodrigo Uchôa trouxe na apresentação dele o impacto da volatilidade na parte do custeio, que é quase três vezes maior, e apresentou um exemplo de um participante já em gozo de benefício que poderia ter o valor bruto do seu benefício reduzido em até 17% devido à volatilidade. Explicou que, considerando a *duration* média do segmento de 15 anos, uma volatilidade três vezes maior poderia resultar em uma alíquota de contribuição eventual de até 45%, além dos descontos de 27,5% de imposto de renda e 11% de INSS, o que tornaria inviável para o participante permanecer no segmento e, do ponto de vista atuarial, não haveria condições de neutralizar essa volatilidade. Diante disso, o Sr. Raphael Barcelos questionou o Sr. Rodrigo Uchôa se do ponto de vista atuarial, com reflexo na base de participantes, seria prudente buscar uma anulação dessa volatilidade nos planos BD e CV, que atualmente detêm 85% das reservas matemáticas no segmento, e pediu que sugerisse alternativas para lidar com essa questão. O Sr. Rodrigo Uchôa iniciou a resposta destacando a importância de discutir a marcação a mercado e a volatilidade associada a essa prática. Ele mencionou estudos realizados em 2019, em que foi realizado um *backtesting*, pegando taxas desde 2012 até 2019 e a conclusão foi a de que o índice de solvência

mercado a mercado é mais volátil, com uma variação no custo de até três vezes, gerando em um intervalo de um ano uma situação em que se precisava distribuir superávit e no ano seguinte equacionar déficit. Ele enfatizou que, apesar do desejo de casar passivos e ativos perfeitamente, isso é praticamente impossível, pois os títulos disponíveis não permitem essa correlação perfeita, independentemente de se estar marcando a mercado ou na curva, se o ativo e o passivo estão especificados igualmente, você não vai ter volatilidade no índice de solvência. Comentou que não acha que obrigar todo mundo a marcar a mercado vai fazer essa procura aumentar, até porque pela regra atual nada impede que uma entidade faça marcação a mercado, pois o intervalo de taxas de juros divulgado pela Previc não é limitante, a entidade pode utilizar uma taxa que esteja fora desse intervalo e submeter para aprovação técnica da Previc. Também mencionou, em relação às apresentações do Sr. Vinícius Brandi e Sr. Otávio Vianna, que não está sendo visto só o índice de solvência, mas também a questão do custeio, que é o que o impacta o participante e o patrocinador, não só em relação ao custo mas também em relação ao valor do benefício. Citou, como exemplo disso, os planos CV, nos quais, se muda a taxa de juros, você também muda o valor do benefício, portanto há volatilidade até no valor a ser pago de benefícios. Por fim, destacou que nos planos mais maduros, em que o fluxo de receita é menor do que o fluxo de pagamento de benefícios, é difícil fazer esses tipos de mudança de estratégia no curto prazo, pois, como visto no modelo, quando se marca simplesmente a mercado, há grande volatilidade, sim. Em seguida o Sr. Ricardo Pena pediu permissão ao Sr. Rodrigo Uchôa e comentou que um plano não necessariamente está insolvente com um índice solvência abaixo de um. O Sr. Rodrigo Uchôa respondeu concordando, que o plano não está insolvente, porque vai depender da taxa que você vai colocar. Ele explicou que o índice de insolvência a mercado pode até estar acima de um, mas as premissas que a gente tem de retorno de investimento no ALM pode não conseguir pagar o último benefício. Ele ressaltou que, o que se quer diminuir é a volatilidade do índice de solvência e não do passivo e entende que a solução não é simplesmente marcando a mercado, citando o exemplo da FAPES como um caso em que a volatilidade aumentou, especialmente na contribuição. Em prosseguimento, o Sr. Christian Catunda passou a palavra para o próximo escrito, o Sr. Daniel Conde, representante do Instituto Brasileiro de Atuária (IBA), que direcionou a sua pergunta para a primeira apresentação, trazendo um contraponto para reflexão. Ele destacou que os resultados do CPC nº 33 que já praticam a marcação a mercado, tanto para o ativo como para o passivo, oscilam muito de um ano para o outro, gerando dúvidas e preocupações nos resultados para a patrocinadora. Essa volatilidade que está sendo proposta para a Previc e aos planos de benefícios, se distanciam da prática atual, pois possuem uma contabilização diferente. O Sr. Daniel Conde enfatizou que em muitos planos deficitários, qualquer alteração na taxa de desconto, é refletida diretamente no nível de pagamento de benefícios, podendo gerar resultados inesperados ao plano e que na prática não é sentida, como a necessidade de resgatar papéis (estoque) que hoje estão desvalorizados devido à alta das taxas de juros, para o pagamento de parte dos benefícios ou uma parcela pequena do patrimônio e não o resgate total ou a mercado como tal sugerido. Também questionou a clareza das propostas do Ministério da Fazenda sobre o modelo de taxa de precificação a mercado e ainda levantou preocupações sobre o impacto de reinvestimento dos papéis após o vencimento. O Sr. Daniel Conde sugeriu a possibilidade de adotar uma taxa de juros "menor" com visão de longo prazo, por exemplo, em linha com as tendências de queda nas taxas de juros em construções de cenários, e destacou a importância de valorizar os estudos técnicos na definição da taxa de desconto, em vez de simplesmente adotar uma taxa baseada em títulos como a NTN-b sem visar a política de investimento das Entidades. Finalizou questionando se uma taxa de 6% ou 6,4% seria viável, em uma visão de longíssimo prazo para um plano de benefícios. O Sr. Otávio Vianna respondeu aos comentários do Sr. Daniel Conde, destacando que a volatilidade é um fator presente na marcação a mercado de passivos e ativos, pois eles são voláteis por construção. Explicou que em um fundo de pensão você olha ativo com passivo e na empresa você olha só passivo, mas a volatilidade é inerente tanto ao passivo quanto ao ativo. Reconheceu que planos com *durations* longas, como os mencionados pelo Sr. Rodrigo Uchôa, são mais difíceis de imunizar, o que resulta em uma maior volatilidade quando a solvência é marcada a mercado. Ressaltou que a proposta do grupo é suavizar a distribuição ou equacionamento dos resultados, evitando reações imediatas a mudanças conjunturais e sugeriu realizar um *backtest* para identificar uma regra que suavize essas mudanças, com o objetivo de evitar um custeio excessivamente volátil. O Sr. Daniel Conde informou então que a questão final era se de fato eles estão sugerindo algum modelo, seja um modelo dual entre curva e mercado, pois nos comentários das exposições deu a entender que o modelo teria uma espécie de suavização, dado que não ficou muito claro para ele a

proposta. O Sr. Vinicius Brandi respondeu os comentários do Sr. Daniel Conde, destacando que há um consenso sobre a necessidade de aprimorar as regras atuais. Enfatizou que o índice de solvência avaliado a valor justo é uma métrica mais adequada, mas ao mesmo tempo acha que é importante preservar os aspectos da gestão previdencial, estabilidade e previsibilidade de custeio e de resultado e conclui que eles querem perseguir essa dualidade, porque entendem que são questões complementares. Ainda mencionou que a discussão deve ir além da definição de uma taxa de desconto adequada e informou que o que está sendo proposto é uma discussão sobre o regime de solvência como um todo, que envolve algumas métricas, mas também envolve o arcabouço mais amplo, ou seja, o que você faz com aquela meta. Explicou que o objetivo é desenvolver um modelo dual que traga benefícios complementares, alinhado com as melhores práticas internacionais, e que o debate ainda está em aberto. Em prosseguimento, o Sr. Christian Catunda passou a palavra ao Sr. Fabrizio Krapf, que também é representante do IBA, que ressaltou inicialmente que também ficou em dúvida se o modelo proposto seria único ou um modelo dual e comentou sobre a complexidade de se aplicar teorias financeiras na prática, destacando que não há um modelo único e a própria literatura traz isso. Ele fez algumas reflexões sobre as possíveis consequências de mudanças na especificação de passivos e ativos, especialmente em relação à volatilidade dos passivos e seu impacto nos planos de custeio, benefícios dos participantes e outros aspectos operacionais das entidades. Também mencionou que a marcação a mercado é uma mudança de paradigma no segmento e que merece cautela, pois já existe uma cultura construída, um conhecimento acumulado e uma forma de gestão por parte dos gestores, que pode ser afetada com essa mudança, como aconteceu na Inglaterra no ano de 2022. Por fim, o Sr. Fabrício Krapf mencionou que gostaria de entender um ponto específico e confirmar se na proposta os ativos deixariam de ter a possibilidade que hoje existe de marcação na curva e se seria todo o mercado, questionando se haveriam alterações na marcação a mercado para outros ativos que os planos possuem, como operações com participantes, carteiras de empréstimos e dívidas contratadas com patrocinadores. O Sr. Otávio Vianna respondeu que a discussão é de um arcabouço inteiro, porque não adianta marcar na ETTJ, nos títulos de baixo risco, "risk free" e acabou o problema. Ele alertou que isso traria diversas consequências, representando de fato uma mudança de paradigma e que existem questões práticas a serem discutidas, como mencionado pelo Sr. Fabrício Krapf. Explicou que a regra tem que ser a mesma para ativos e passivos, embora nem todos os ativos e passivos tenham mercado. Concluiu que existem diversas metodologias de especificação para o ativo e que essa prática é comum no mercado financeiro global e que as discussões incluem o papel do regulador, especialmente da Previc, na definição de como os ativos ilíquidos devem ser especificados, incluindo a escolha das taxas de desconto apropriadas. Também mencionou que o sistema regulatório já vem mudando a marcação do passivo e que a proposta deles é fazer uma mudança adicional, pois o sistema não é rígido e que se adaptaria para mudanças que viessem para melhorar. Ao final, reafirmou que qualquer modelo adotado implicará em algum grau de estimativa, e que desafios técnicos, embora presentes, não devem impedir o avanço de melhorias no sistema. **Em seguida, o Sr. Vinicius Brandi complementou a resposta do Sr. Otávio Vianna, reforçando que** não há uma proposta estática da Fazenda, mas sim um processo contínuo de aprendizado e evolução, com revisões de várias ideias que eles tinham ao longo deste ano. Afirmou que o debate está sendo importante para o amadurecimento da proposta e reconhece que não é uma questão simples, mas que há um consenso de que é um momento oportuno para aperfeiçoar o arcabouço de solvência. Ressaltou que qualquer mudança no arcabouço de solvência deve ser feita com muito cuidado, avaliando-se os impactos das mudanças propostas, tanto em termos macro prudenciais, olhando a estabilidade do setor como um todo, quanto micro prudenciais, olhando cada plano especificamente, e que conta com a colaboração do Ministério da Previdência e da Previc para ter acesso aos dados quantitativos que possam apoiá-los nessa reflexão. Por fim, concluiu que o processo de mudança não acontece da noite para o dia, mas é fruto de um debate contínuo e colaborativo e que com a contribuição de todos, eles vão conseguir avançar em uma proposta que beneficie tanto o segmento quanto os participantes e beneficiários. O Sr. Fabrício Krapf agradeceu as respostas e continuou sua fala destacando que mudanças são bem-vindas, mas enfatizou a necessidade de considerar o histórico e a cultura dos planos de previdência. Destacou que, embora não seja contra mudanças, é importante reconhecer que as alterações na legislação de solvência foram feitas dentro de um paradigma. Também destacou que a introdução de normas internacionais de contabilidade representa um novo paradigma, com uma mentalidade e impacto distintos. Esses impactos podem afetar a alocação de investimentos e as decisões dos agentes, e podem ser difíceis de prever, resultando em possíveis efeitos secundários. Também abordou a análise do passivo das

empresas no contexto da contabilidade internacional, esclarecendo que se avalia uma situação líquida, o que tem de obrigações previdenciárias vis a vis com que o plano tem de patrimônio a valor de mercado. A volatilidade observada nos balanços das empresas, conforme as normas CPC 33, reflete a diferença entre a volatilidade dos passivos e dos ativos. Por fim, mencionou um gráfico da Bolsa de Londres mostrado na primeira reunião, que ilustra como essa volatilidade muda ao longo do tempo devido às variações nas taxas de mercado. Na sequência, o Sr. Christian Catunda destacou a relevância do ponto levantado pelo Sr. Fabrício Krapf sobre a experiência nacional de contabilização pelo modelo de taxa livre de risco, conforme o CPC nº 33, em que o passivo e ativo são marcados a mercado e contabiliza-se as obrigações do patrocinador. Ele mencionou ainda que a evolução dos passivos e ativos é muito volátil, o que pode tornar a compensação entre esses ativos e passivos menos perfeita do que o idealizado. Ainda na sua fala, o Sr. Christian Catunda leu a pergunta do Sr. Ricardo Machado direcionada para o Sr. Vinícius e Sr. Otávio. A pergunta foi a seguinte: qual é a intenção da SRE com a proposta apresentada, endereçar questões relacionadas à solvência ou tem a intenção de direcionar a alocação de investimentos? O Sr. Vinícius Brandi agradeceu a oportunidade de esclarecer a questão e destacou que tem buscado promover uma discussão ampla sobre o arcabouço regulatório de previdência complementar e todas as normas relacionadas a ativos e passivos, dado que os ativos têm uma conexão direta com o passivo, eles existem para assegurar o cumprimento das obrigações dos planos. O Sr. Vinícius Brandi também mencionou que sugeriu que o grupo de trabalho de previdência complementar conduzisse o debate com essa abordagem, mas, com a extinção do grupo, essa visão não avançou. Enfatizou que a regulação deve ser neutra em relação às decisões de alocação de investimentos, evitando incentivos distorcidos e restrições que possam direcionar ou limitar as escolhas de investimento. Em relação ao passivo, o Sr. Vinicius Brandi abordou a preocupação com o aspecto de solvência e que vem discutindo essa questão junto com a marcação dos ativos. Destacou que a Secretaria de Reformas Econômicas tem uma visão mais ampla e que a agenda de previdência aberta e fechada é discutida no contexto das políticas públicas, dado que a previdência complementar é um setor que possui investimentos de longo prazo para financiar projetos de infraestrutura e sustentar o crescimento econômico. Por fim, concluiu que a regulação deve sempre buscar a neutralidade, permitindo que os investimentos sejam alocados de maneira mais eficiente, considerando a natureza e o risco de cada ativo. O Sr. Otávio Vianna complementou o ponto sobre a neutralidade abordado pelo Sr. Vinícius Brandi, explicando que a neutralidade não implica em direcionar quais ativos devem ser comprados ou vendidos. A ideia é enxergar o passivo considerando os fatores de risco presentes naquele fluxo, permitindo que planos com passivos idênticos e características semelhantes escolham carteiras de ativos diferentes, com base na propensão ao risco dos seus participantes. O Sr. Christian Catunda informou que já se estava indo para o final da reunião e que ainda haveria mais dois inscritos para falar e, em seguida, passou a palavra para o Sr. Raphael Barcelos que iniciou sua intervenção contextualizando que o segmento de previdência tem como alicerce o equilíbrio financeiro, econômico e atuarial e que devem ser observados esses três aspectos e não apenas a parte financeira, especificamente. Expressou preocupação com a falta de consideração sobre o equilíbrio econômico-financeiro e atuarial em algumas discussões, especialmente no que se refere à alocação de investimentos e ao gerenciamento do passivo. Demonstrou preocupação com o fato de que é difícil fazer um "*hedge*" perfeito devido à natureza dos pagamentos e vencimentos dos títulos públicos em relação ao fluxo de benefícios e perguntou ao Sr. Rodrigo Uchôa qual a data do último pagamento de benefício da sua entidade. Também frisou a importância da fala do Sr. Vinicius Brandi em relação à importância de se considerar no modelo proposto as peculiaridades do sistema. O Sr. Raphael Barcelos finalizou pedindo esclarecimentos sobre como a imunização do passivo está sendo abordada e como se planeja garantir o equilíbrio financeiro a longo prazo, considerando a diversidade e as particularidades dos planos. O Sr. Rodrigo Uchôa respondeu que não tem o último ano do fluxo de cabeça, mas acha que é 2127 ou 2126. Então, o Sr. Raphael Barcelos fez outro apontamento, informando que hoje a NTN<sub>b</sub> máxima é até o ano 2060, ou seja, não há imunização disponível para todo o fluxo. O Sr. Rodrigo Uchôa respondeu que sim, não há como casar perfeitamente os fluxos de ativos e passivos devido às diferenças nos períodos de pagamento (semestrais para ativos e mensais para benefícios, por exemplo), mencionando também a questão do 13º salário. Reconheceu que, apesar de não ser possível um casamento perfeito, é possível casar com a *duration*, mas esse casamento não é 100% porque não é um *cash flow*, você não alinhou com o fluxo. Ele destacou que, no balancete do patrocinador, aparece o passivo e o ativo marcados a mercado e que é possível observar a variação do custo e a variação da solvência através dos dados apresentados, mesmo considerando o modelo mínimo obrigatório previsto

na CPC nº 33, o crédito unitário projetado, que, na prática, nem todas as entidades adotam. Ressaltou a importância de monitorar essas variações para manter a transparência e a responsabilidade no gerenciamento dos planos. Por fim, também ressaltou que pela sua experiência, a marcação a mercado traz mais volatilidade, mesmo tudo marcado a mercado. O Sr. Christian Catunda informou ao Sr. Raphael Barcelos que já se encaminhavam para o final da reunião e que este poderia direcionar suas últimas perguntas para o e-mail do Sr. Claudemiro Correia, que responderia por escrito, e, em seguida, passou a palavra para o Sr. Vinicius Brandi, para alguma consideração ou pergunta. O Sr. Vinicius Brandi agradeceu ao Sr. Rafael Barcelos pela participação ativa na discussão, trazendo questionamentos importantes para reflexão, e destacou que existe um compromisso único em relação a esse debate que é com a segurança dos participantes e beneficiários e que acredita que todos os presentes na reunião também compartilham do mesmo objetivo, que é assegurar a renda dos trabalhadores na aposentadoria. Em seguida, direcionou a sua pergunta para o Sr. Rodrigo Uchôa, relacionada a situações em que a expectativa de retorno dos ativos fica abaixo da taxa livre de risco. Ele pediu para que o Sr. Rodrigo Uchôa compartilhasse as discussões internas realizadas na entidade FAPES em relação à metodologia da entidade que adota a taxa livre de risco como um piso para a definição da meta atuarial. O Sr. Vinicius Brandi também questionou se já houve casos em que a taxa livre de risco estava fora dos limites do túnel e se isso trouxe algum tipo de tratamento diferenciado, pois esse é um ponto que ele sempre vem discutindo. O Sr. Rodrigo Uchôa respondeu que sim e explicou que a gestão dos planos de previdência não considera apenas o retorno dos investimentos, pois eles são obrigados a pagar uma taxa administrativa que vai para o PGA, reduzindo o retorno dos investimentos. Também explicou que a possibilidade de retorno pode ser afetada não apenas pelos custos administrativos, mas também pela variação nos investimentos em diferentes ativos, como ações e imóveis. Essas oscilações podem impactar negativamente o retorno a curto prazo, e a recuperação pode ser difícil no longo prazo. Enfatizou que o compromisso de todas as entidades é com o fluxo do passivo, mas reconhece que é impossível alcançar um casamento perfeito entre ativo e passivo. Explicou que no modelo da FAPES, infelizmente só são vistas as oscilações do ativo, mas também há oscilações no passivo, como por exemplo: aumento da longevidade, crescimento salarial, entrada em auxílio-doença, e concluiu que todas as projeções do passivo têm volatilidade e risco. Finalizou a sua resposta explicando que o modelo ainda não está fechado e o que está sendo discutido internamente na FAPES não é somente em relação ao índice de solvência, mas também como avaliar a probabilidade de pagar o último benefício, ajustando a liquidez conforme necessário. Após a resposta do Sr. Rodrigo Uchôa, o Sr. Christian Catunda passou a palavra para o Sr. Ricardo Pena, que expressou satisfação com o debate ocorrido, considerando-o muito enriquecedor e de alto nível. Destacou a complexidade das questões discutidas, que envolvem diversos problemas como déficits, superávits, retirada de patrocínio, fusões, incorporação, questões de expectativa de direito e direitos adquiridos e o legado dos planos de benefícios definido. Enfatizou que não há uma convicção sobre a adoção do modelo regulatório proposto pela Fazenda e que é necessário um debate aprofundado para garantir uma regra que seja sólida, testada e que tenha um modelo de transição adequado. Também mencionou que a previdência complementar no Brasil se tornará possivelmente obrigatória e destacou a necessidade de se adaptar a regulação olhando as experiências internacionais, mas também olhando as condições econômicas, sociais, da gestão pública do país. O Sr. Ricardo Pena comentou sobre a resistência encontrada no Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) em discussões anteriores e a urgência em resolver questões prometidas na agenda de reformas financeiras que estão paradas, como a revisão da Resolução CMN 4.994. Afirmou que a Previc está aberta a colaborar e que internamente discute na área atuarial as alternativas, propostas, reconhecendo a dinâmica complexa do CNPC e a necessidade de um debate técnico e neutro. Reconheceu que há problemas na ETTJ, mas que será necessário pontuar eventuais alterações de forma muito técnica, para encontrar o melhor caminho. Por fim, encerrou a sua fala parabenizando os participantes do debate e agradecendo a todos, antes de passar a palavra para o presidente, Sr. Christian Catunda, que finalizou a reunião agradecendo a participação dos convidados, Sr. Otávio Vianna, Sr. Vinícius Brandi, Sr. Rodrigo Uchôa e Sr. Claudemiro Correia, e informando que provavelmente outras reuniões seriam agendadas para continuar discutindo temas como a precificação dos passivos e outras questões relativas à solvência, proporção contributiva, equacionamento de déficits e distribuição de superávits. Mencionou que essas questões precisam ser abordadas com mais detalhes e que novas reuniões seriam oportunamente marcadas. Agradeceu também aos ouvintes, incluindo os servidores da Previc, do Ministério da Previdência e do Ministério da Fazenda, entre outros convidados, destacando o nível elevado do debate e os avanços feitos na

discussão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente agradeceu a todos pelos trabalhos e deu por encerrada a reunião, da qual, para constar, nós, Igor Borher e Cynara Monteiro Nogueira, lavramos a presente Ata que, lida e aprovada pelos membros, vai assinada pelo Presidente e pela vice-presidente da CNA.



Documento assinado eletronicamente por **TAIS NOVO DUARTE, Coordenador(a)**, em 18/03/2025, às 08:20, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no §3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **CHRISTIAN AGGENSTEINER CATUNDA, Coordenador-Geral de Normas de Atuária**, em 18/03/2025, às 09:16, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no §3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://sei.previc.gov.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://sei.previc.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **0770163** e o código CRC **33CF15FB**.