

Investimentos e precificação de ativos financeiros nos fundos de pensão

Alcinei Rodrigues¹

Ricardo Pena²

Resumo

A edição da Resolução CNPC nº 61, em 2024, representou um marco há muito tempo aguardado pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) ao permitir novamente (depois de cinco anos) o registro contábil de títulos públicos federais na categoria “mantidos até o vencimento” para planos de Contribuição Definida (CD) e Contribuição Variável (CV), dado que, nos Planos de Benefício Definido (BD), essa possibilidade já estava contemplada. Dessa forma, a Resolução possibilitou uma adequação mais flexível entre os modelos de negócios (planos; maturidade; fase acumulação/pagamento de benefícios) das EFPC e o gerenciamento contábil de seus ativos financeiros, promovendo maior estabilidade e segurança previdenciária, sem reduzir a transparência nos resultados dos planos, ao mesmo tempo que contribui para o fortalecimento da gestão da dívida pública federal, sobretudo para a parte longa da curva de juros. Este artigo discute os impactos e as oportunidades geradas por essa nova norma, considerando os desafios e as necessidades de ajustes regulatórios no setor.

-
- 1 Economista com mestrado pela PUC/SP. Foi gerente de participações por 20 anos na Funcionários da Petrobras. Diretor de normas da Previc.
- 2 Economista e demógrafo com doutorado pelo Cedeplar/UFMG. Foi presidente da Funpresp-Exe por nove anos. Servidor público e diretor-superintendente da Previc pela segunda vez.

Introdução

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) têm papel essencial no sistema financeiro brasileiro, contribuindo tanto para a segurança previdenciária de seus participantes quanto para o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais. Em atenção à importância das EFPC, a recente aprovação da Resolução CNPC nº 61 buscou resolver problemas estruturais relacionados à especificação dos ativos financeiros das EFPC, voltando a permitir que os planos de CD e CV registrem títulos públicos federais como “mantidos até o vencimento” (ou, na denominação do CPC nº 48, “de custo amortizado”). Essa medida visou fortalecer a capacidade de gerenciamento dos ativos e passivos das EFPC, bem como contribuir para a gestão da dívida pública no país.

O trabalho pretende discutir os efeitos da recente Resolução CNPC nº 61, de 2024, na dinâmica do portfólio de investimentos das EFPC, a partir da sua composição e dos seus resultados, considerando o tamanho da participação relativa (76%) dos TPF na carteira de aplicação dos planos previdenciários.

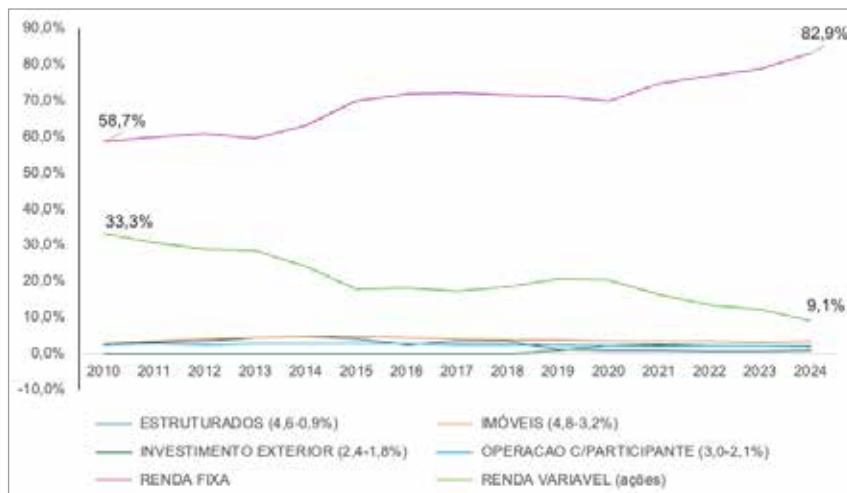
1. Perfil da carteira de investimentos das EFPC

O setor acumula, até dezembro de 2024, patrimônio previdenciário de R\$ 1,31 trilhões em 267 EFPC que administram 1.174 planos para 8 milhões de participantes e assistidos e 4.200 empresas patrocinadoras.

No Gráfico 1, podemos visualizar a evolução percentual da alocação entre os seis segmentos de aplicação das carteiras de investimentos dos planos de benefícios administrados pelas EFPC, conforme estabelece a Resolução CMN nº 4.994, de 2022.

Percebe-se que, nos últimos 15 anos, ocorreu uma expressiva concentração no segmento de renda fixa, tendo forte redução (72%) na participação relativa do segmento de renda variável dentro do portfólio das fundações.

Gráfico 1: Evolução na alocação das EFPC entre os segmentos de aplicação/investimentos permitidos pelo CMN

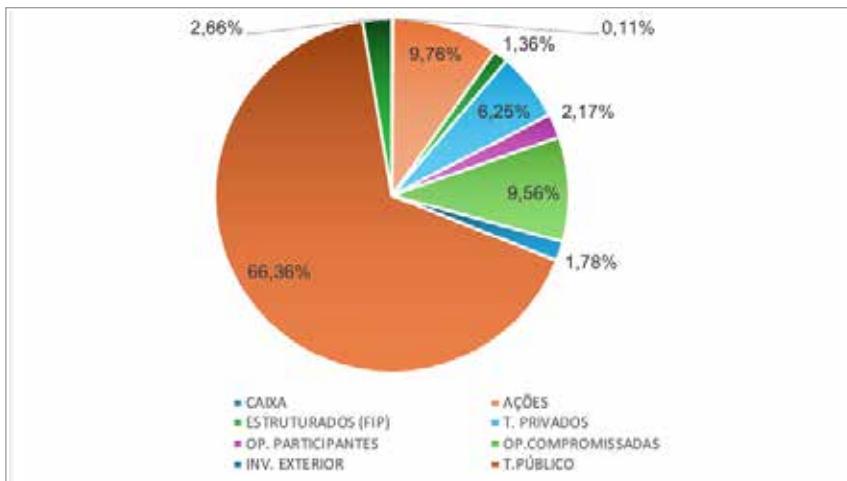


Fonte: Adaptado pelos autores da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).

Dentro do segmento de renda fixa, podemos também ver, no Gráfico 2, a escolha dos títulos públicos federais (+ operações compromissadas que chegam a 76% do total) como o ativo financeiro preferido do portfólio das EFPC. Essa preferência ocorre independente do modelo de plano (BD, CD ou CV), da maturidade da população (mais jovem, maduro, ou em fase de run-off) ou da *duration* do passivo (CD/CV mais longo e BD mais encurtado em função do fechamento, extinção ou saldamento).

No segmento estruturado — ou de investimentos alternativos, como no caso do Fundo de Investimentos em Participação (FIP) e do Fundo de Investimentos Multimercado (FIM) —, vimos, ao contrário, no Gráfico 1, uma redução de 4,6%, na alocação para esses ativos de maior risco em 2014, para 0,9%, em 2024.

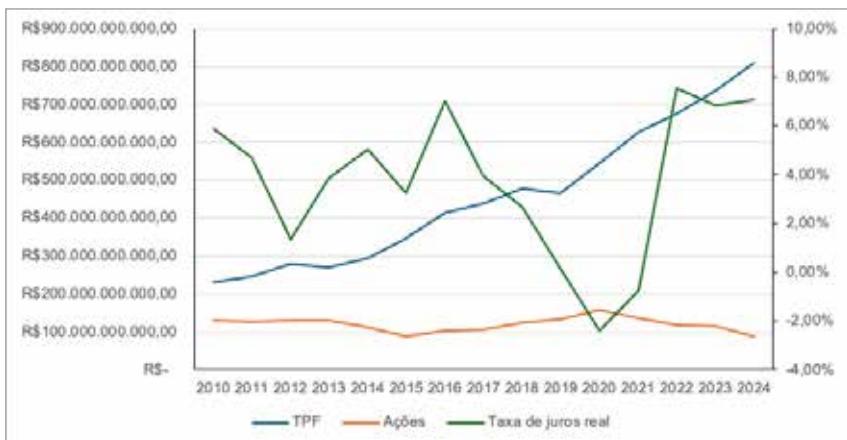
Gráfico 2: Portfólio de investimentos das EFPC, em dez./2024



Fonte: Adaptado pelos autores de Previc, posição dez. 2024.

Mesmo em um cenário de juros reais mais baixos, como no intervalo de 2017 a 2021, com taxa média próxima de 1,00% a.a, não é possível visualizar uma diversificação do portfólio. Não se observavam acréscimos na carteira de ações listadas em Bolsa ou em títulos privados (de instituições financeiras ou de companhias abertas) por parte das EFPC.

Grafico 3: Evolução dos investimentos das EFPC em TPF/Títulos Públicos Federais e Ações vs. Taxa de juros real no Brasil, no período de 2010 a 2024



Fonte: Adaptado pelos autores de Previc.

Nos últimos quinze anos, a média da taxa de juros reais no Brasil ficou em 3,74% a.a.³ como pode ser visto no Gráfico 3, mas esse fator foi insensível (ou inelástico) à grande concentração ocorrida em TPF nas carteiras de investimentos das EFPC. Ao contrário, depois de 2013 e de 2020, tivemos dois pontos de inflexão nessa direção de menor diversificação.

Isso pode trazer componentes de riscos de descasamento de *duration* (ativo vs. passivo) e de risco de investimentos quando há a oferta de TPF de longo prazo, em função das condições macroeconômicas de inflação sob controle, combinado com juros reais de longo prazo estabilizados em patamares menores.

1.1 Títulos Públicos Federais na Carteira de Investimentos das EFPC

A relevância dos títulos públicos para as carteiras das EFPC é facilmente percebida em função da natureza de suas características com o fluxo das obrigações atuariais de longo prazo dos planos de benefícios. Por gerenciarem recursos destinados à complementação da futura aposentadoria de seus participantes, as entidades naturalmente são grandes demandantes de títulos públicos de longo prazo (sobretudo os atrelados à inflação, como as Notas do Tesouro Nacional série B, NTN-B).

Os títulos públicos, no atual cenário macroeconômico, são, por definição na escala e no balanço dos investimentos, os ativos financeiros com menor risco, melhor rentabilidade e com liquidez imediata. Como os *spreads* têm sido expressivos no Brasil (ver Gráfico 4), atualmente pagando 7,80% (para vencimento em 2030) e 7,54% (para vencimento em 2060), percebe-se uma ótima relação risco-retorno.

3 Talvez explicado pela regra de precificação do passivo previdenciário (art. 5º da Resolução CNPC nº 30, de 2018), que utiliza a média diária dos prêmios de risco da NTN-B nos últimos cinco anos, em função da *duration* do passivo previdenciário de cada plano.

Gráfico 4: Evolução das Taxas de Juros Reais pagas pelas NTN-Bs por vencimentos



Fonte: Adaptado pelos autores de Broadcast, 12. fev. 2025.

Como consequência e pelas características dos contratos previdenciários de longo prazo, as EFPC são detentoras de 11,34% do estoque da dívida pública mobiliária federal interna. Isso de acordo com dados do Tesouro Nacional demonstrados na Tabela 1, e com perfil de investidor de longo prazo.

Tabela 1: Detentores da dívida pública interna e das operações compromissadas,⁴ em 2024

Detentores	DPMFi/STN		Oper. compromissadas/Bacen	
	R\$ bi	%	R\$ bi	%

⁴ As operações compromissadas podem ser definidas como a venda (ou a compra) de títulos públicos pelo Banco Central do Brasil (Bacen) com compromisso de recompra (ou revenda), assumida pelo vendedor (ou comprador), em data preestabelecida no momento da negociação. A transação ocorre normalmente em um dia, “overnight”, podendo ser em prazos de até um ano. O Bacen atua por meio de instituições credenciadas (*dealers*), ao realizar os leilões dessas operações. As operações compromissadas são disciplinadas pela Resolução CMN nº 3.339/2006 e pela Resolução Bacen nº 75/2021. Essa operação financeira é lastreada em títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional e tem relação direta com o valor estabelecido para a taxa Selic. A utilização pelo Bacen das operações compromissadas almeja reduzir o excesso de liquidez e controlar a inflação tornando, assim, o ambiente econômico mais previsível e estável. Tais operações são atualmente empregadas por grande parte dos bancos centrais no mundo para a execução da política monetária, pois são bastante flexíveis e de alcance imediato na regulação dos meios de pagamento.

Bancos	1.929,42	28,59%	-288,6	-17,70%
Fundos de investimento	1.508,61	22,36%	1.527,5	93,60%
Investidores estrangeiros	725,28	10,75%	11,8	0,70%
EFPC	764,89	11,34%	89,7	5,50%
EAPC	674,46	10,00%	104,4	6,40%
RPPS	160,91	2,38%	28,1	1,70%
Outros	984,17	14,58%	168,6	9,80%
Total	6.747,74	100,00%	1.641,50	100,00%

Fonte: Adaptado pelos autores da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), out. 2024.

Se somarmos as Entidades de Previdência (EFPC, EAPC e RPPS), o setor tem participação direta relativa de 23,72%, próximo à participação das instituições financeiras (28,59%) e *assets* (22,36%).

Para as operações compromissadas de curíssimo prazo, as EFPC detêm 5,50% do total dessas operações realizadas pelo Bacen, denotando a perspectiva de curto prazo estimulada a partir da Resolução CNPC nº 37, de 2020, que passou a exigir a marcação a mercado dos ativos financeiros para os planos CD e CV.

Tabela 2: Detentores da dívida pública mobiliária interna por perfil de indexadores, em 2024

Detentores	NTN-B	LFT	Pré (LTN, NTN-F)	Total
Bancos	15,14%	55,42%	29,44%	100,00%
Fundos de investimento	20,12%	74,55%	5,33%	100,00%
Investidores estrangeiros	6,04%	16,53%	77,43%	100,00%
EFPC	87,57%	11,33%	1,10%	100,00%
EAPC	16,35%	70,86%	12,79%	100,00%
RPPS	71,32%	19,73%	8,95%	100,00%
Outros	36,31%	51,78%	11,91%	100,00%

Fonte: Adaptado pelos autores de STN, out. 2024.

Ao examinar, na Tabela 2, a distribuição dos TPF entre os detentores e por indexador, é possível visualizar a diferenciação dos gestores de curto prazo [bancos (55% em LFT), *assets* (74% em LFT) e EAPC (70%

em LFT)] e gestores de longo prazo [EFPC (87% em NTN-B) e RPPS (70% em NTN-B)].

Para as EAPC em que os contratos de Plano Gerador de Benefício Livre (PGLB) e de Vida Gerador de Benefício Livre (VGLB) permitem resgates e portabilidades a qualquer momento durante o período de acumulação, os gestores dessas entidades têm preferência por ativos de curto prazo vinculados ao CDI/Selic.

Para as EFPC em que os contratos previdenciários (planos BD, CD e CV) não permitem (pelo art. 14 da LC nº 109, de 2001) resgates e portabilidades sem o respectivo rompimento do vínculo empregatício, os gestores dessas entidades têm preferência por ativos financeiros de longo prazo. Tais ativos são lastreados ao compromisso atuarial do pagamento mensal das aposentadorias e pensões (índices de preços da cesta de consumo dos participantes e assistidos), como o IPCA-IBGE, o que coaduna com as NTN-B com vencimentos mais longos e que compõem a dívida pública mobiliária interna administrada pela STN/Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda.

2. Contexto e importância regulatória

A Resolução CGPC nº 04, de 30 de janeiro de 2002, regulamentou, pela primeira vez, a contabilização de títulos e valores mobiliários, fossem eles públicos ou privados do segmento de renda fixa, nos planos de benefício definido (BD), contribuição variável (CV) e contribuição definida (CD).

Para esse fim, estabeleceu a possibilidade de registro tanto pela taxa de mercado quanto pela taxa contratual (curva do papel). Nessa linha, definiu duas categorias contábeis para esses ativos: títulos destinados à negociação (TN/*MtM-Market to Market*) e títulos mantidos até o vencimento (TMV/*HtM-Held to Maturity*).

Para a segunda classificação, exigiu-se o cumprimento de requisitos específicos. Entre eles destacam-se o prazo mínimo de 12 meses para o vencimento do título, a comprovação da capacidade financeira da EFPC para manter o ativo até a data prevista e a classificação de baixo risco de crédito, conforme avaliação de agência classificadora em operação no país.

Posteriormente, a Resolução CNPC nº 29, de 13 de abril de 2018, consolidou (inclusive a Resolução CGPC nº 15, de 2005) as normas contábeis

aplicáveis às EFPC, ao contrário da Resolução CGPC nº 04/2002, que se restringia à classificação de títulos e valores mobiliários.

Na prática, já havia um alinhamento parcial entre os procedimentos contábeis adotados pelas EFPC e o Pronunciamento Contábil nº 48 (CPC 48), em vigor desde 1º de janeiro de 2018. Esse pronunciamento revogou o CPC nº 38 e internalizou os padrões internacionais previstos na Norma Internacional de Relatório Financeiro (International Financial Reporting Standards, IFRS), em um modelo misto entre a abordagem puramente financeira e a tradicionalmente atuarial. Isso foi feito a partir de uma estrutura conceitual de consistência temporal, relevância, confiabilidade e comparabilidade.

A Resolução CNPC nº 37, de 13 de março de 2020, não revogou a norma anterior. No entanto, trouxe alterações pontuais e de grande impacto na conformidade com o CPC nº 48.

Entre as mudanças relevantes, restringiu, sem uma explicação técnica sustentada na realidade previdenciária das EFPC, a possibilidade de contabilização de títulos na categoria “mantidos até o vencimento”. A partir dessa resolução, essa classificação passou a ser permitida exclusivamente para títulos públicos federais com vencimento superior a cinco anos e somente para planos da modalidade BD.

Por fim, a Resolução CNPC nº 43, de 6 de agosto de 2021, atualmente em vigor, revogou as Resoluções CNPC nº 29/2018 e nº 37/2020 e trouxe novas diretrizes. Entre as inovações, ampliou a restrição de classificação de títulos públicos federais como “mantidos até o vencimento” para planos CD e CV, haja vista que previu a possibilidade dessa marcação apenas durante a fase de concessão de benefícios e desde que fossem utilizadas hipóteses atuariais.

Além disso, em um movimento prejudicial de “indução” para precificação a mercado, passou a permitir a reclassificação de ativos dessa categoria para “títulos para negociação” em situações específicas, como redução da taxa de juros ou aumento da longevidade, desde que atendidos determinados critérios. Apesar da revogação do CPC nº 38 pelo CPC nº 48, a norma manteve a nomenclatura “títulos mantidos até o vencimento”, oriunda do modelo anterior.

Percebeu-se, a partir de 2020, uma regulação do CNPC muito restritiva e com impactos profundos nos resultados e na composição do portfólio de investimentos das EFPC, ao vedar a marcação na curva (HTM) para os planos CD e planos CV (sobretudo na fase de acumulação). Esses representam o fluxo novo de contribuições para o regime de previdência complementar, uma vez que os planos BD estão fechados a novos entrados e já não se criam, há muito tempo, novos planos nessa modalidade, em especial em função do risco de longevidade e de taxa de juros que podem apresentar déficit financeiros para equacionamento pelos participantes e pelas empresas patrocinadoras dos planos.

O impacto dessa limitação pode ser observado no encurtamento das carteiras de títulos públicos federais nos planos CD e CV, dado que o investimento em títulos de curto prazo tende a minimizar a volatilidade que a marcação a mercado impõe ao passivo previdenciário do plano de benefícios. Essa estratégia causa um descompasso entre os ativos financeiros das EFPC e seus passivos previdenciários de longo prazo, com sérias consequências sobre a performance (rentabilidade) e o resultado (déficit ou superávit) dos planos previdenciários.

A Tabela 3, a seguir, demonstra que 79% da carteira de TPF/Títulos Públicos Federais nos planos CD atualmente possuem vencimento em até cinco anos. Esse fator evidencia a desconexão entre a *duration* dos ativos financeiros das EFPC e suas necessidades do passivo previdenciário no longo prazo.

Tabela 3: Prazo médio da carteira dos TPF/Títulos Públicos Federais por modalidade do plano de benefícios em dez. 2024

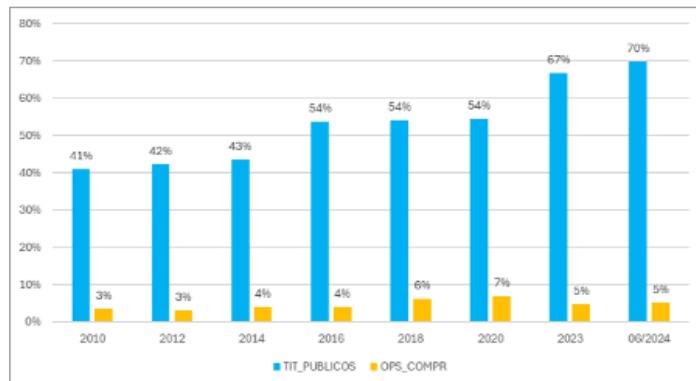
Modalidade do plano	Prazo da carteira dos TPF				
	2030	2040	2050	2060	Total
CD	79%	7%	12%	2%	100%
CV	51%	19%	26%	4%	100%
BD	33%	20%	43%	4%	100%

Fonte: Adaptado pelos autores de Previc.

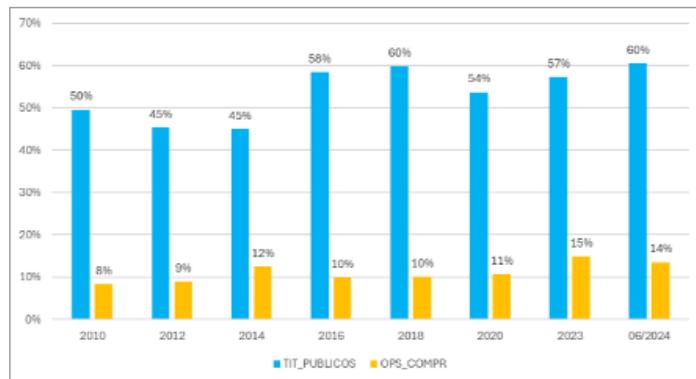
Com essa regulação na forma de precificação dos ativos financeiros, observou-se, a partir da Resolução CNPC nº 37 em 2020, um encurtamento das operações quando comparadas as alocações de cada modalidade de plano de benefícios. Enquanto planos BD têm cerca de 5% alocados em operações compromissadas; planos CV e CD possuem, respectivamente, 15% e 20%, como pode ser visualizado no Gráfico 5.

Gráfico 5: Distribuição entre Títulos Públicos Federais (TPF) e Operações Compromissadas (OC) entre as modalidades dos planos administrados pelas EFPC, em 2024

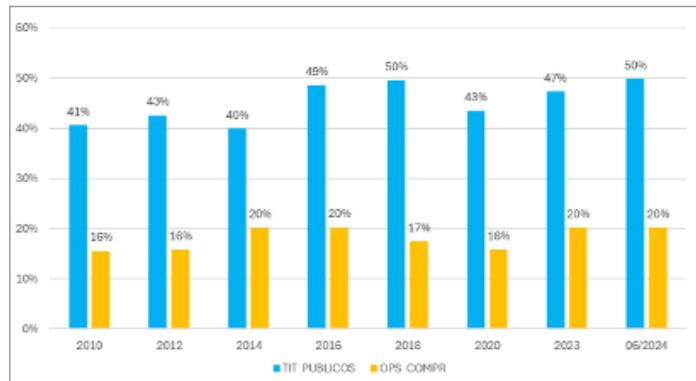
Planos BD



Planos CD



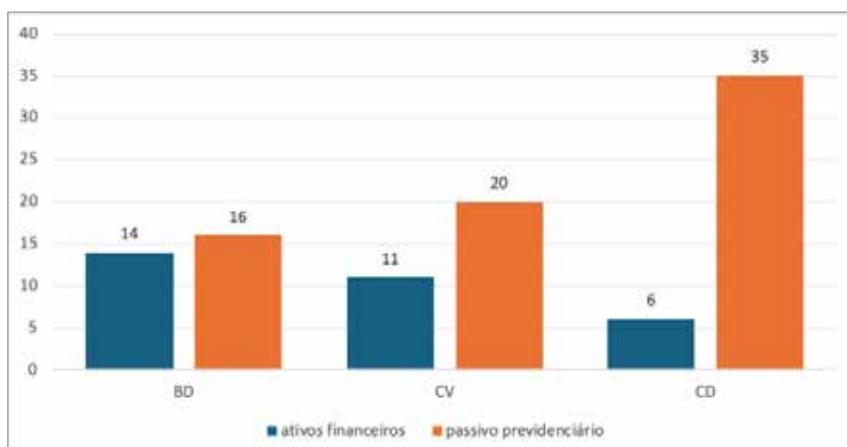
Planos CV



Fonte: Adaptado pelos autores de Previc.

O impacto das Resoluções CNPC nº 37/2020 e CNPC nº 43/2021 também é nitidamente percebido em relação às *durations* médias de cada modalidade de plano previdenciário, conforme demonstra o Gráfico 6. Nele, planos CD abertos a novos entrados com *durations* longas no passivo previdenciário (+ 35 anos) procuraram encurtar os prazos médios de vencimentos dos ativos financeiros em função da regra mandatária de marcação a mercado, causando descasamento nos fluxos previdenciários e com sérios riscos de reinvestimento quando do vencimento desses papéis que compõem o portfólio dos planos de benefícios.

Gráfico 6: Duration médio dos ativos financeiros e do passivo previdenciário das EFPC por modalidade de plano de benefícios, em 2024



Fonte: Adaptado pelos autores de Previc.

A Resolução CNPC nº 61, de 2024, redefiniu essa dinâmica ao permitir que todos os planos, independentemente de suas modalidades e fases (acumulação de recursos/pagamento de benefícios), possam registrar títulos na categoria “mantidos até o vencimento”. Essa possibilidade é válida desde que comprovem capacidade financeira e atuarial de mantê-los até o vencimento.

Essa alteração está em conformidade com padrões internacionais de contabilidade, como o IFRS 9, e busca corrigir distorções que comprometiam a eficiência da alocação de recursos das EFPC e, por consequência, a gestão da dívida pública federal. Além disso, o novo modelo permite que as EFPC tenham um papel mais relevante no fortalecimento do mercado

de títulos públicos de longo prazo, promovendo um alinhamento mais robusto com os objetivos macroeconômicos do país.

Outro debate relacionado à Resolução CNPC nº 61, de 2024, diz respeito aos questionamentos de eventual transferência de riqueza entre os participantes do plano de benefícios. Contudo, a gestão da liquidez do plano e a forte restrição de saída por parte dos participantes — diferentemente do praticado pelos cotistas na indústria de fundos de investimento — conforme estipulado na LC nº 109/2001 (cessação do vínculo empregatício para optar pelos institutos previdenciários de resgate ou portabilidade), são fatores relevantes. Esse cenário, somado ao modelo de negócio da EFPC — por exemplo, de um plano CD para servidores públicos que somente mudam de carreira no setor público e tendem a permanecer o tempo requerido para aposentadoria (quarenta anos), vis-à-vis um plano CD para profissionais do setor de Tecnologia da Informação com forte probabilidade de rotatividade inferior a três anos —, são parâmetros definidores da escolha (a mercado ou na “curva”) da contabilização desses ativos financeiros pela EFPC.

Dessa feita, ocorreram contestações recentes nesse sentido junto a órgãos de controle externo da Previc e do CNPC, que após exame⁵ detalhado das bases normativas e contábeis do processo decisório do órgão regulador das EFPC, concluiu que a Resolução nº 61 apresentou sólida fundamentação técnica e jurídica. Além disso, estava alinhada às melhores práticas internacionais de contabilidade, buscando corrigir desalinhamentos regulatórios que impactavam negativamente a sustentabilidade de longo prazo dos planos de previdência complementar, promovendo maior estabilidade e eficiência na gestão dos ativos financeiros pelas EFPC.

3. Impactos no gerenciamento de ativos e passivos

A Resolução CNPC nº 61 promoveu avanços significativos na gestão de ativos e passivos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC). Ao permitir que planos BD, CD e CV registrem títulos públicos federais como “mantidos até o vencimento” a norma introduz maior previsibilidade na gestão financeira dessas entidades, reduzindo a exposição

⁵ Ver Relatório da AudBancos/TCU no processo de Representação nº TC 003.220/2025-7, de 09/abril/2025, e o Acórdão TCU nº 870/2025, de 23/abril/2025.

a oscilações do mercado de capitais e alinhando os ativos financeiros às obrigações previdenciárias futuras.

Entre os principais impactos positivos, destacam-se os descritos a seguir.

- i. Aprimoramento na segurança atuarial dos planos: a extensão da marcação na curva para os planos CD e CV possibilita uma melhor correspondência entre ativos financeiros e passivos previdenciários, reduzindo riscos de reinvestimentos e conferindo maior previsibilidade aos fluxos financeiros.
- ii. Mitigação na volatilidade das carteiras de investimentos: a nova abordagem protege as EFPC de variações bruscas nos preços dos títulos (veja a Tabela 4, a seguir, que demonstra forte oscilação nos preços/taxas dos TPF em função dos vencimentos, em 2024), minimizando impactos negativos em períodos de instabilidade econômica e garantindo um ambiente mais estável para os participantes e assistidos. Isso minimiza os riscos da carteira, dado que reduz a volatilidade, sem artificialismos contábeis, observando o padrão internacional do IFRS.

Tabela 4: Variação percentual das taxas dos TPF/Títulos Públicos Federais nos últimos 12 meses

TPF/ Vencimento	NTN-B2030	NTN-B2035	NTN-B2040	NTN-B2045	NTN-B2050	NTN-B2055	NTN-B2060	LTN-2030	NTN-F2035
% abertura taxa	39,93%	35,92%	31,28%	30,83%	32,81%	30,99%	29,91%	44,12%	37,93%

Fonte: Adaptado pelos autores de Broadcast, 18 fev. 2025.

- iii. Fomento ao investimento de longo prazo: a flexibilização das regras contábeis incentiva uma alocação mais eficiente dos recursos previdenciários, promovendo investimentos alinhados ao horizonte de longo prazo das entidades. A adoção de possibilidade de títulos públicos na curva abre possibilidades para o estudo de títulos privados de longa, com especial cuidado e reflexo posterior no estabelecimento de rating e outras condições de sustentabilidade da carteira de crédito privado de longo prazo.
- iv. Convergência com normas internacionais: a adoção dos princípios do CPC nº 48 e do IFRS nº 9 reforçou a transparência e a credibilidade da contabilidade das EFPC, garantindo harmonização com as melhores práticas contábeis do mundo.

Os reflexos da nova norma também são evidentes na estrutura de *duration* dos planos de benefícios, que nos últimos quatro anos apresentava desalinhamento entre prazos dos ativos e obrigações futuras. Dados da Previc indicam que 79% da carteira de títulos públicos federais dos planos CD possuem vencimento em até cinco anos, revelando um descompasso com o horizonte previdenciário de longo prazo. Com a ampliação da possibilidade de marcação na curva, espera-se um reposicionamento gradual dessas alocações, tornando a estrutura de investimentos mais aderente às necessidades de liquidez e solvência das EFPC.

Adicionalmente, a norma também impacta as operações compromissadas, uma vez que planos CD e CV tradicionalmente possuem maior exposição a esses instrumentos financeiros do que planos BD. A possibilidade de alocação de longo prazo sem necessidade de marcação a mercado pode reduzir a dependência dessas operações, promovendo um gerenciamento mais eficiente do fluxo de caixa e dos ativos financeiros.

A Resolução CNPC nº 61 busca, portanto, corrigir distorções cometidas, a partir de 2020, no modelo de gestão de ativos financeiros das EFPC, viabilizando estratégias mais robustas e alinhadas ao caráter previdenciário dessas entidades. A adequação contábil, alinhada às práticas internacionais (IFRS 9) agora permitidas, fortalece a capacidade financeira das EFPC e reforça seu papel na estruturação do mercado de títulos públicos de longo prazo. Isso beneficia o sistema previdenciário e ajuda no achatamento da curva (redução do nível) ou no pivotamento da atual curva de juros, sobretudo na parte longa em que as Entidades de Previdência e os investidores estrangeiros são os maiores detentores, como demonstrou a Tabela 1.

4. Com a Resolução CNPC nº 61 a marcação a mercado do passivo previdenciário ainda é viável?

A marcação a mercado do passivo previdenciário das EFPC é uma abordagem controversa. Ela é adotada em países desenvolvidos com taxa de juros reais mais estáveis nos últimos vinte anos, com amplitude e acesso irrestrito ao mercado de capitais mundial, além de regras de investimentos prudenciais (sem imposição de limites máximos quantitativos). No entanto, essa prática pode gerar volatilidade artificial e distorcer os

resultados dos fundos de pensão sem que haja alteração na estrutura de pagamento dos benefícios.

Em 2024,⁶ o assunto da marcação a mercado do passivo apareceu com força na pauta dos fundos de pensão no Brasil como contrapartida para se aperfeiçoar as diretrizes de investimentos estabelecidas na Resolução CMN nº 4994, de 2022, partindo de uma premissa não comprovada de que tais assuntos tivessem relação causal para incentivar a aquisição de ativos financeiros de maior risco (e de maior retorno) para o portfólio das EFPC.

A precificação do passivo dos planos previdenciários das EFPC atualmente segue a regra do art. 5º da Resolução CNPC nº 30/2018:

...

Art. 5º A taxa de juros real anual a ser utilizada como taxa de desconto para apuração do valor presente dos fluxos de benefícios e contribuições de um plano de benefícios corresponderá ao valor esperado da rentabilidade futura de seus investimentos.

§1º Deverá ser demonstrada, em estudo técnico, a convergência das hipóteses de rentabilidade dos investimentos ao plano de custeio e ao fluxo futuro de receitas de contribuições e de pagamento de benefícios.

§2º A EFPC poderá adotar taxa de juros real anual limitada ao intervalo compreendido entre 70% (setenta por cento) da taxa de juros parâmetro e 0,4% (quatro décimos por cento) ao ano — a.a. acima da taxa de juros parâmetro.

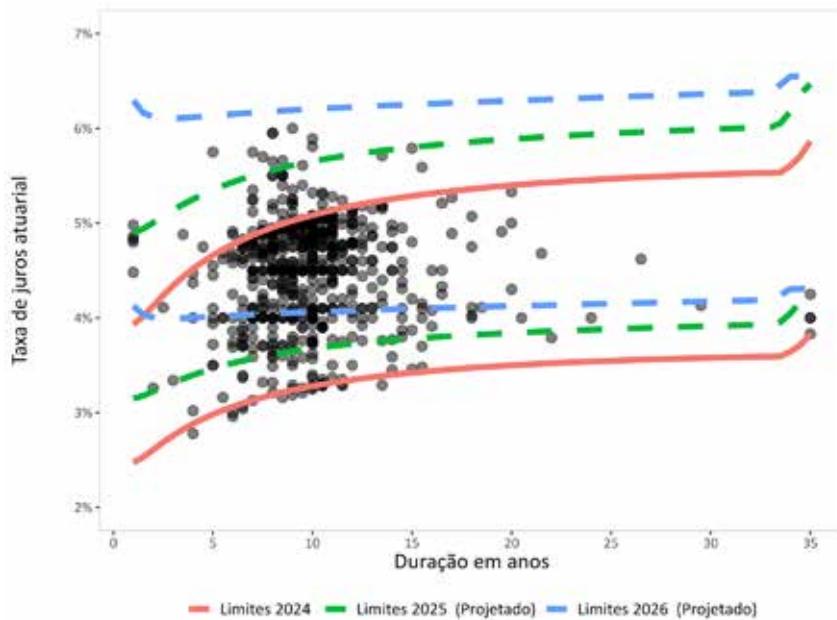
§3º Caso a taxa de juros real correspondente ao ponto de dez anos da Estrutura a Termo de Taxa de Juros Média (média diária das operações captadas pela ANBIMA, nos últimos 5 anos, dos prêmios de risco da NTN-B em função da duration do plano previdenciário), seja inferior a 4% (quatro por cento) a.a., o limite superior do intervalo definido no parágrafo anterior será ampliado em 0,03% (três centésimos por cento) a.a. a cada decréscimo de 0,1% (um décimo por cento) a.a. naquela taxa.

6 VALOR ECONÔMICO. Ministério da Fazenda quer atacar ‘raiz do problema’ dos fundos de pensão: proposta é que fundos de pensão façam marcação a mercado de passivos. 24 jun. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/06/24/fazenda-quer-marcacao-a-mercado-para-passivo-de-fundos-de-pensao.ghtml>. Acesso em: 1 mar. 2025.

§4º A EFPC deverá enviar estudo técnico específico para autorização pela Previc, caso pretenda adotar taxa de juros real anual que não esteja no intervalo estabelecido no §2º, observado o disposto no §3º. (grifos nossos)

O Gráfico 7 reflete, com base uma abordagem atuarial, a atual regulação para a precificação do passivo previdenciário. Tal regulação parte de um intervalo de tolerância da taxa de juros em função da *duration* de cada plano de benefícios, baseada no valor esperado da rentabilidade futura dos investimentos dos planos administrados pelas EFPC.

Gráfico 7: Taxa de juros de referência (túnel) para desconto do passivo previdenciário das EFPC em função da *duration* (duração) de cada plano de benefícios, em 2024 (projetado para 2025)



Fonte: Adaptado pelos autores de Previc.

Infere-se que o modelo atual talvez já possa ter cumprido seus objetivos, considerando o contexto da edição da regra pelo CNPC em 2018. No entanto, atualmente está apresentando problemas ao incentivar (mesmo que intuitivamente) os gestores das EFPC — seja pela “sugestão” da regulação

ou pelo “apagão das canetas” (ambiente de paralisia e de decisões subótimas) a partir da Operação *Greenfield* (2016-2020) — na aquisição, desde 2018, de TFP. Também se destaca a utilização da média dos últimos cinco anos descolada das reais taxas de juros praticadas no mercado naquele momento da precificação do passivo pelas EFPC. Talvez seja um período oportuno (depois da publicação da Resolução CNPC nº 61) de atualizar a regra de precificação ou até mesmo de modificar a abordagem baseada na expectativa de retornos dos ativos financeiros, atualmente muito concentrada (76%) em TPF, e sem estímulo à diversificação para ativos de maior risco e de maior retorno, tão importante em um regime de capitalização financeira, sobretudo para os novos planos CD com extensa *duration* para as obrigações previdenciárias de pagamento das aposentadorias e pensões.

A precificação dos passivos com base em taxas de mercado, especialmente em economias como a brasileira, pode criar distorções contábeis e atuariais ao desconsiderar a natureza de longo prazo das obrigações previdenciárias das EFPC. Como a taxa de desconto dos passivos passa a ser determinada pelas oscilações do mercado financeiro, déficits e superávits gerados de modo artificial podem surgir, levando a: equacionamentos desnecessários, exigência de contribuições adicionais e impacto nos saldos dos planos CD e CV. Isso pode induzir participantes a escolhas precipitadas, como o resgate prematuro ou até mesmo a troca de perfis de investimentos baseados em finanças comportamentais, em estilo de vida ou *life cycle*.

Além disso, essa abordagem financeira contraria diretamente (e com isso, talvez, inviabilize sua adoção) os princípios previdenciários da Resolução CNPC nº 61, de 2024, que visa garantir previsibilidade e sustentabilidade aos planos de benefícios, ao passo que a marcação a mercado pode acentuar a volatilidade e compromete a estabilidade da gestão previdenciária pelas EFPC.

Considerações finais

A Resolução CNPC nº 61, de 2024, trouxe um marco regulatório relevante para o setor das EFPC, permitindo uma adequação significativa na gestão de ativos e passivos dos fundos de pensão. A possibilidade de registrar títulos públicos federais como “mantidos até o vencimento” para planos de CD e CV vai fortalecer a gestão e a governança das EFPC, alinhando, no longo prazo, seus portfólios às obrigações atuariais, mitigando, assim, os riscos

de descasamento de *duration* e de reinvestimento dos ativos financeiros pertencentes aos planos previdenciários.

A medida também contribui para a estabilidade do mercado de títulos públicos e para o aprimoramento da segurança previdenciária, com maior previsibilidade dos fluxos financeiros. Ao adotar as normas nacionais do CPC nº 48 e internacionais do IFRS nº 9, a Resolução CNPC nº 61 assegura a transparência e o fortalecimento das práticas contábeis no setor. Além disso, permite um gerenciamento mais eficiente dos ativos financeiros, favorecendo o cumprimento das obrigações previdenciárias futuras, contribuindo, dessa forma, para a melhora no perfil da dívida pública gerenciada pela STN/MF, sobretudo para a parte mais longa da curva de juros.

Referências

- BRASIL. Conselho Nacional de Previdência Complementar. Resolução nº 61, de 2024. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, edição: 242, p. 103, 17 dez. 2024. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cnpc-n-61-de-11-de-dezembro-de-2024-602263594>. Acesso em: 28 fev. 2025.
- BRASIL. Conselho Nacional de Previdência Complementar. Resolução nº 37, de 2020. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, edição: 108, p. 35, 8 jun. 2020. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-n-37-de-4-de-junho-de-2020-260629588>. Acesso em: 28 fev. 2025.
- BRASIL. Conselho Nacional de Previdência Complementar. Resolução nº 43, de 2021. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, edição: 164, p. 200, 30 ago. 2021. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cnpc-n-43-de-6-de-agosto-de-2021-341365068>. Acesso em: 28 fev. 2025.
- BUSILLO, J.; HARVEY, T.; HOFFMAN, B. *Mark-to-Market Accounting for United States Corporate Pensions: Implementation and Impact*. Pension Research Council Working Paper PRC WP2015-16, The Wharton School, University of Pennsylvania, Aug. 2015.
- CLACHER, I; MOIZER, P. *Accounting for Pensions*. [S. l.]: University of Leeds, 2011. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/267448273_Accounting_for_Pensions. Acesso em: 28 fev. 2025.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS. IFRS 9: Financial Instruments. [S. l.]: IASB, 2018. Disponível em: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/#about>. Acesso em: 28 fev. 2025.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Secretaria do Tesouro Nacional/SubSecretaria da Dívida Pública. *Nota Técnica SEI nº 3783/2024/MF*. Brasília, DF: MF, 2024. Previc. Relatório Anual de 2024. Brasília, DF: STN/MF, 2024.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Acórdão nº 870/2025, de 23/abril/2025 e Relatório nº TC 003.220/2025-7, de 09/abril/2025, da Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros.