

No dia 28/05/2013, na sala de reunião do décimo terceiro andar, às 10:00, a Susep e os representantes do mercado segurador realizaram a quarta reunião para discutir o assunto estrutura a termo de taxa de juros livre de risco. A Susep fez-se representar pelos seguintes servidores: Natalie Hurtado, Paulo Vianna, Marcos Peres, Thiago Barata, Sérgio Franklin e Victor França. Os representantes do mercado foram: Luciana Bastos (Icatu/IBA), Diego Fonseca (Icatu), Leandro Mendonça de O. Santos (Capemisa), Tayana Rigueira (CNseg), Fernanda Chaves Pereira (CNseg), Geraldo de Mello Junior (Brasilprev/Fenaprevi), Bernardo Castello (Bradesco), Marina Helena Guerra da Costa (Itaú), John Liu (Zurich-Santander). Participaram ainda, como convidados, os senhores Leonardo Medina e Sandro Baroni, ambos da Anbima.

Após as boas vindas e agradecimentos iniciais, os representantes do IBA apresentaram uma proposta para tratamento da diferença que se verifica entre o valor do PU Anbima para as NTN-C e o valor presente do desconto do fluxo de pagamentos do referido título pela ETTJ “Cupom de IGPM” estimada pela Susep, dificuldade que já havia sido ressaltada na reunião anterior. Na proposta do IBA, o valor de mercado das NTN-C classificadas contabilmente como “mantidas até o vencimento” (*held to maturity* – HtM), para fins de apuração do valor a ser deduzido no reconhecimento do TAP (§§ 2º e 3º do artigo 8º da Circular Susep nº 457/12), deveria corresponder ao fluxo de caixa do título descontado pela ETTJ Susep “cupom de IGP-M”. Foi argumentado que neste caso o desconto por uma ETTJ livre de risco seria tecnicamente justificável dado que o ativo não apresenta risco de crédito e que o risco de liquidez seria eliminado pelo compromisso assumido de manter o papel até o vencimento. Na visão do IBA, a adoção desta solução minimizaria as distorções decorrentes da aplicação de critérios de mensuração distintos a ativos e passivos.

A seguir, houve uma breve discussão sobre os motivos da mencionada divergência de valores, na qual se especulou que tal fato deve decorrer do baixo volume de negociações de NTN-C no mercado. De forma a embasar um pouco mais essa discussão e permitir um melhor diagnóstico das causas dessa divergência, os representantes da Anbima comprometeram-se a discutir internamente com seus pares do Comitê de Precificação as razões das diferenças entre os valores de *swaps* e NTN-C e, se for o caso, como podem trabalhar para as séries ficarem mais aderentes. Os representantes do mercado ainda se preocupam com os ativos “disponíveis para venda (*available for sale* – AFS) e “marcados a mercado (*marked to market* – MtM), uma vez que seu movimento não acompanha o passivo descontado a ETTJ.

Por fim, os representantes da Susep consideraram válida a proposta para os títulos HtM, mas salientaram que, por tratar-se de um assunto mais afeto ao TAP do que a modelos de ETTJ, o estudo e aceitação dessa proposta fogem ao escopo de trabalho deste grupo. Os representantes da Susep comprometeram-se a encaminhar internamente o pleito e, inclusive, se for o caso, com a proposta de inclusão de item específico sobre o assunto no documento de orientações sobre o TAP que se encontra em elaboração.

Passou-se então à apresentação de estudo elaborado pela CNseg comparando a ETTJ da Susep (baseada na metodologia “*cross section*”) com uma ETTJ baseada na metodologia “*time series*”, solicitado na segunda reunião do grupo para comprovação da hipótese de que a metodologia “*time series*” seria capaz de reduzir a volatilidade dos resultados contábeis das supervisionadas.

Com a palavra, a representante da CNseg esclareceu que foram elaborados quatro exercícios:

- Exercício 1: comparação entre os valores presentes dos passivos em períodos subsequentes, segregados por indexador (IGP-M, IPCA e Pré);
- Exercício 2: comparação da relação Ativo/Passivo da seguradora a cada semestre quando esta inicia “casada” na primeira data-base, também segregado por indexador (IGPM e IPCA).
- Exercícios 3 e 4 - análogos aos exercícios 1 e 2, respectivamente, porém com a incorporação de uma UFR de 4,2% a partir do ano 20 (considerando o *last liquid point* – LLP - como 15 anos para IGPM e IPCA).

Destacou-se que em todos os estudos foram avaliados os impactos sobre três fluxos de obrigações distintos: curto (as saídas de caixa começam grandes e caem ao longo do tempo), longo (as saídas de caixa começam pequenas e aumentam ao longo do tempo) e *flat* (as saídas de caixa se mantêm constantes durante todo o período).

No exercício 1, ressaltou-se que a maior divergência entre os modelos se verifica no fluxo longo. De forma geral, o que se demonstrou foi que o modelo *time series* não foi capaz de reduzir a volatilidade apresentada no modelo *cross-section*, sendo que, em determinados pontos, a variação resultante desse modelo é até mais elevada do que a verificada com o uso do modelo da Susep.

No exercício 2, esclareceu-se que duas dinâmicas diferentes foram avaliadas para o passivo: uma mantendo-se inalterado o fluxo de pagamentos e outra descartando-se os valores iniciais desse fluxo conforme o avanço das datas-base de avaliação (passivo deslocado). Novamente, as diferenças foram mais evidentes no fluxo longo e houve pontos em que a metodologia *time series* ocasionou variações mais elevadas do que o modelo da Susep.

Nos exercícios 3 e 4, foi ressaltado que a *ultimate forward rate* (UFR) adotada é a mesma taxa utilizada para um grupo de países observados no estudo europeu, 4,2% (para o Brasil, este estudo apresenta a UFR de 5,2%). O exercício 3 mostrou que a fixação da UFR reduziu bastante a volatilidade para o fluxo longo, independentemente da metodologia adotada. O mesmo se verificou no exercício 4, no qual as relações Ativo/Passivo foram muito semelhantes para ambos os modelos.

Ao final da apresentação, os representantes da Susep esclareceram que, de acordo com os critérios propostos pela Autarquia (apresentados na terceira reunião), metodologias que utilizem UFR são permitidas, desde que seja possível justificar o valor adotado. Apesar disso, criticaram a adoção do fluxo longo no estudo pois, na visão dos representantes da Autarquia, este não reflete o perfil usual das operações das supervisionadas. Além disso, os representantes da Susep reafirmaram (o que já havia sido esclarecido na terceira reunião) que uma ETTJ baseada na metodologia *time series* não poderia ser usada para cálculo da provisão, pois o critério usado para mensuração da provisão tem que ser consistente com o critério usado para mensuração dos ativos – que são avaliados ao preço de mercado no último dia útil do mês.

Dando continuidade, o analista da Susep Thiago Barata apresentou, conforme acordado na terceira reunião, um exemplo real de empresa que conseguiu um bom casamento entre ativos e passivos atrelados ao IGPM.

Esclareceu-se que a abordagem adotada foi a mesma considerada no exemplo de passivo deslocado, apresentado no estudo da CNseg. Uma diferença, no entanto, foi que a Susep já considerou os valores presentes na avaliação do descasamento, enquanto a CNseg avaliou o

descasamento antes de descontar os fluxos. Os representantes do mercado argumentaram que tal exemplo não estava completo, pois o ideal seria que os ativos tivessem evoluído ano a ano com as saídas (do passivo) e entradas (cupons), considerando-se ainda um caixa livre. Foi argumentado também que se o exercício tivesse sido feito dessa forma, o resultado do descasamento poderia ser maior que os 1% apresentados.

Os representantes da Susep explicaram que consideravam este exemplo próximo da realidade, tendo em vista que, diferentemente do exercício simulado apresentado pelos representantes do mercado, foram utilizados fluxos de uma empresa supervisionada. Os representantes da Susep acrescentaram ainda que tiveram como objetivo somente apontar a possibilidade de uma gestão de ativos e passivos que minimizassem as oscilações. Contudo, considerando que somente possuíam os fluxos de uma data-base, os resultados para as demais datas-bases tiveram que ser aproximados. Caso tivessem mais dados, esses resultados poderiam ser aperfeiçoados, o que sem dúvida poderia gerar outros resultados. Como não era o objetivo efetuar um ALM perfeito para a empresa e sim exemplificar a possibilidade de efetuar alguma gestão de ativos e passivos considerando obrigações vinculadas a IGPM, os representantes da Susep não vislumbraram ganhos substanciais em alocar recursos para esta tarefa naquele momento.

Ambas as abordagens foram consideradas válidas pelo grupo, mas a da Susep permitiu demonstrar que os valores presentes dos fluxos de longo prazo são pequenos e, portanto, uma variação nas taxas de juros de longo prazo influencia menos no valor do TAP do que a variação das taxas de curto prazo. Os representantes do mercado questionam que apesar de o descasamento parecer pequeno em termos relativos, já que o resultado apresentado foi de cerca de 1%, é significativo em termos absolutos, pois se relaciona a provisão de bilhões. Além disso, alegam que o exercício apresentado está simplificado e não representa um ALM com rigor técnico.

Outro ponto ressaltado pelos representantes do mercado foi que cada companhia possui um perfil comportamental diferente em suas carteiras de a conceder IGPM, e que isso reflete na *duration* dos fluxos, não podendo este exemplo apresentado ser generalizado para o mercado.

Ao final, foi questionado o fato do desconto dos fluxos de ativos ter utilizado a ETTJ da Susep ao invés do PU Anbima e também a eventual necessidade de caixa a cada data-base em decorrência dos descasamentos de prazo entre ativo e passivo. O representante da Susep se comprometeu a reavaliar o primeiro ponto e divulgar os resultados, mas, com relação ao segundo, tanto os representantes da Susep como alguns representantes do mercado pontuaram que seria um refinamento para o exemplo e que não traria ganhos significativos para o ponto de vista proposto. A representante da CNseg se prontificou a aprimorar o exemplo realizando o referido estudo, desde que a Susep fornecesse os fluxos. Porém, como tratam-se de dados de uma empresa real, a Susep não poderia fornecer estas informações.

Em seguida, a coordenadora do grupo, Natalie Hurtado, reportou que um dos pontos pendentes da reunião anterior, referente ao acompanhamento de solvência separadamente dos reportes contábeis, já havia sido encaminhado e estaria sendo tratado no âmbito da Comissão Contábil da Susep. Foi destacado que a discussão em questão extrapola a competência do grupo.

Por fim, a coordenadora da subcomissão sugeriu que fossem encerradas as atividades deste grupo de trabalho, uma vez que, na concepção dos membros da Autarquia, não restam mais assuntos a serem tratados no escopo inicialmente proposto para esta subcomissão, qual seja a discussão acerca da metodologia de construção da ETTJ livre de risco da Susep e dos critérios

mínimos para aceitação de ETTJs livres de risco alternativas a esse modelo. Como não houve tempo para aprovação das atas das duas reuniões anteriores (2º e 3º reuniões), acabou restando para serem aprovadas por correio eletrônico ou em um eventual próximo encontro, conforme o mercado reflita se ainda existe tal necessidade, juntamente com os seguintes pontos:

1. apresentação dos ajustes solicitados no estudo da Susep
2. apresentação e aprovação de minuta de relatório final do grupo

Nada mais tendo a tratar, a reunião foi encerrada.