

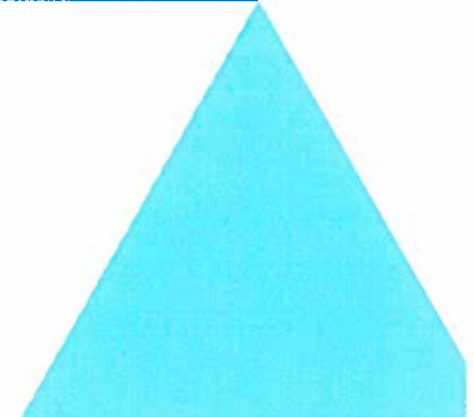
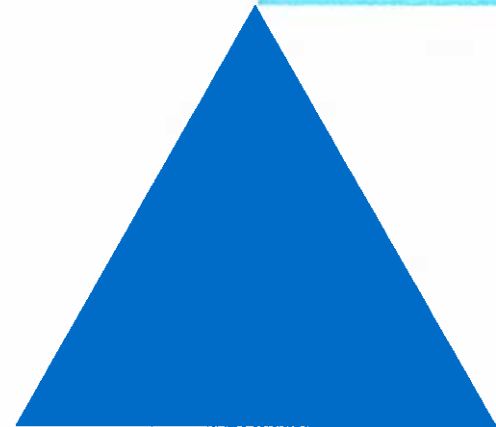
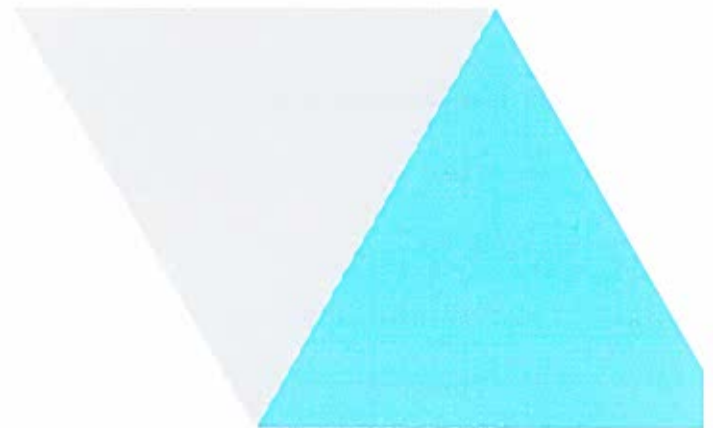
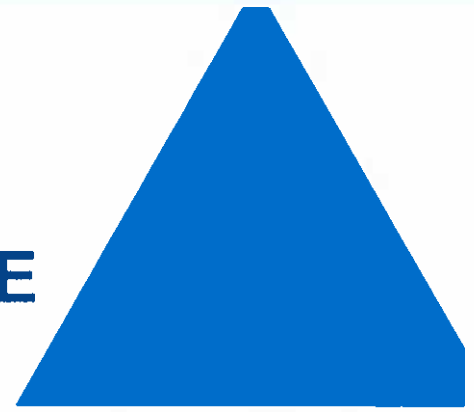
HEALTH WEALTH CAREER

ESTUDO PARA TROCA DE INDEXADOR

IGP-DI X IPCA

13 DE NOVEMBRO DE 2019

FUNCESP - FUNDAÇÃO CESP



MAKE TOMORROW, TODAY



Conteúdo

1. Introdução.....	2
2. Índices de Inflação.....	3
• IGP-M e IGP-DI.....	3
• IPCA e INPC.....	4
• IPC-3i.....	5
• Gráficos Comparativos.....	7
• Indexador.....	9
3. Estudo de Cash Flow Matching.....	11
• Cenário Econômico.....	11
• Ativo.....	12
• Passivo.....	13
• Hipóteses Utilizadas.....	13
• Resultados.....	14
4. Estocástico.....	16
• Volatilidade: IGP-M x IPCA.....	16
• Ativo.....	17
• Passivo.....	17
• Funded Ratio.....	18
• Retorno Real.....	18
5. Viabilidade Jurídica.....	19
6. Conclusão.....	36



1

INTRODUÇÃO

O objetivo deste estudo é auxiliar a Fundação Cesp em relação à possibilidade de troca do indexador dos planos geridos pela Entidade, ou seja, do índice utilizado para reajustar os benefícios dos participantes assistidos, de IGP-DI (Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna) para IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo).

A motivação para o estudo é a grande volatilidade do indicador IGP-DI quando comparada ao IPCA – que afeta a correção dos benefícios – e a escassez de oferta de ativos atrelados ao IGP-DI, dificultando o casamento entre passivo e ativo.

Atualmente, cerca de 50% da carteira da Entidade é vinculada ao IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado), através do investimento em NTN-C (Notas do Tesouro Nacional série C), sendo que metade vence no ano de 2021 e o restante em 2031.

Tanto o IGP-DI quanto o IGP-M são calculados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e utilizam a mesma metodologia, se diferenciando, principalmente, pelo período de coleta: do dia 1 ao 30 de cada mês e entre os dias 21 do mês anterior e 20 do mês de referência, respectivamente. Neste estudo, o IGP-M será o indicador considerado para as análises, por ser mais utilizado pelo mercado.

2

ÍNDICES DE INFLAÇÃO

IGP-M E IGP-DI

O IGP-M é calculado mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), desde 1989, e utiliza como base a metodologia do IGP-DI, que é composta pela média ponderada de três índices de preços:

1. Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA): 60%. Mede as variações médias dos preços recebidos pelos produtores domésticos na venda de seus produtos.
2. Índice de Preços ao Consumidor (IPC): 30%. Mede variações de preços de um conjunto fixo de bens e serviços componentes de despesas habituais de famílias com nível de renda situado entre 1 e 33 salários mínimos mensais. Cobre sete das principais capitais do país: Belo Horizonte, Brasília, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo.
3. Índice Nacional de Custo da Construção (INCC): 10%. Mede a evolução de custos de construções habitacionais. Tem como abrangência geográfica sete municípios de capitais: Belo Horizonte, Brasília, Porto Alegre, Recife, Salvador, Rio de Janeiro e São Paulo.

Dessa forma, somente 30% da composição dos IGPs corresponde à inflação diretamente percebida pelos consumidores.

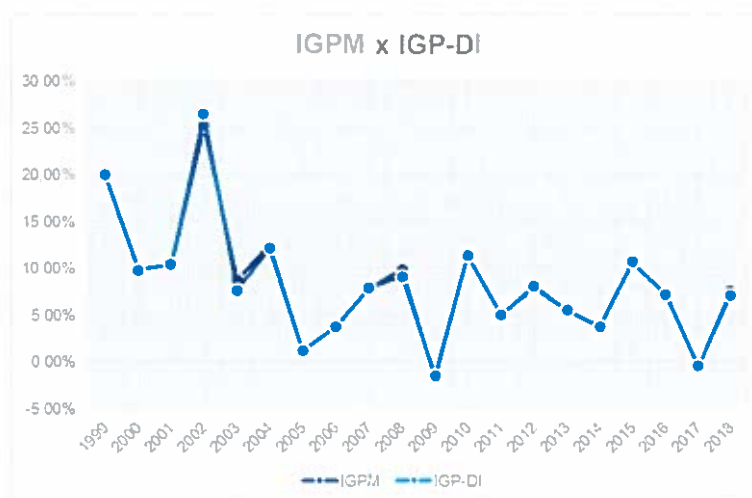
De acordo com a FGV, o IGP-M difere do IGP-DI em quatro aspectos:

- a. Para efeito de coleta de preços, adota-se o período compreendido entre o dia 21 do mês anterior ao de referência e o dia 20 do mês de referência;
- b. A cada mês de referência apura-se o índice três vezes, em intervalos de dez dias, denominados decêndios;
- c. Os resultados das duas primeiras apurações prévias serão considerados valores parciais e o último será o resultado definitivo do mês.
- d. Os períodos de coleta das três apurações são cumulativos, totalizando 10, 20 e 30 dias, respectivamente.

Os IGPs são mais influenciados pelas oscilações do dólar do que o IPCA, por conta do peso dos preços no atacado em sua composição, fator que explica grande parte da volatilidade do índice.

Por fim, o IGP-M é utilizado como índice de referência, principalmente, para o reajuste dos contratos de aluguel e de energia elétrica.

O comparativo entre IGP-M e IGP-DI demonstra que a variação anual dos dois índices é praticamente a mesma, diferenciando pontualmente por conta do período de coleta.



IPCA E INPC

O IPCA e o INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) são calculados mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) desde 1980 e 1979, respectivamente, e têm por objetivo medir a inflação de um conjunto de produtos e serviços comercializados no varejo, referentes ao consumo pessoal das famílias.

Os índices têm como unidade de coleta estabelecimentos comerciais e de prestação de serviços, concessionária de serviços públicos e internet e sua coleta estende-se, em geral, do dia 01 a 30 do mês de referência.

Atualmente, a população-objetivo do IPCA abrange as famílias com rendimentos de 1 a 40 salários mínimos, qualquer que seja a fonte, enquanto o INPC considera famílias com uma faixa salarial mais baixa, de 1 a 5 salários mínimos, cuja pessoa de referência é assalariada. As famílias são residentes nas principais regiões metropolitanas: Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Vitória, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Porto Alegre, além do Distrito Federal e dos municípios de Goiânia, Campo Grande, Rio Branco, São Luís e Aracaju.

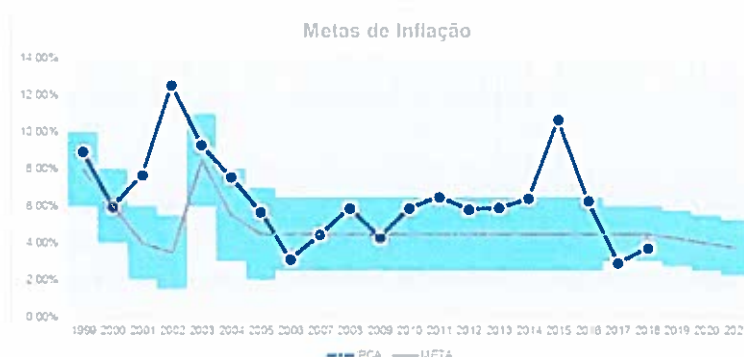
Grupos de Produtos e Serviços (Peso mensal de maio/2019)

	IPCA	INPC
Alimentação e bebidas	25,02%	30,70%
Transportes	18,37%	16,07%
Habitação	15,68%	18,13%
Saúde e cuidados pessoais	12,14%	10,01%
Despesas pessoais	10,79%	7,38%
Vestuário	5,62%	6,86%

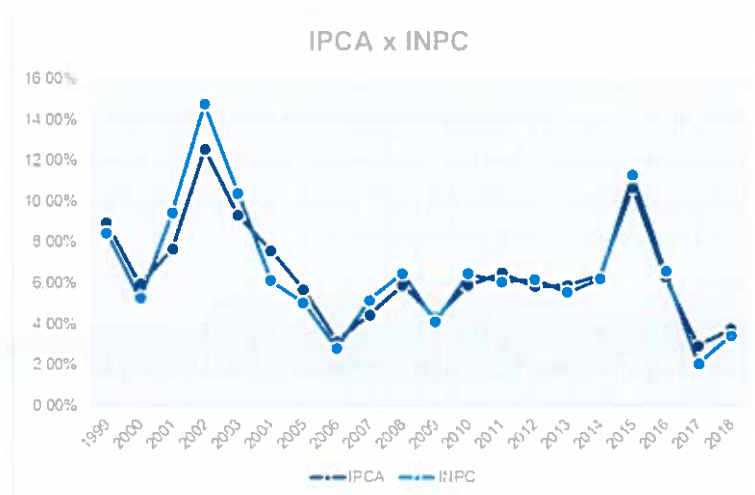
9

	IPCA	INPC
Educação	5,02%	3,19%
Artigos de residência	3,92%	4,66%
Comunicação	3,44%	3,00%

O IPCA é o índice de inflação oficial do Brasil e é utilizado como referência para o Banco Central definir a taxa básica de juros do país (Selic) e para avaliar se a inflação está dentro da meta determinada pelo Conselho Monetário Nacional. O estabelecimento de metas de inflação e a adoção de margem de tolerância, atualmente em 1,5 ponto percentual para cima ou para baixo, ajudam na previsibilidade do índice.



O gráfico abaixo evidencia a similaridade entre as variações do IPCA e do INPC, podendo os dois indicadores, portanto, servir como alusão ao custo de vida da maior parte da população.



IPC-3I

O Índice de Preços ao Consumidor da Terceira Idade (IPC-3i) foi criado pela FGV em 2003, com série histórica retroativa a julho de 1994, e é uma variação do IPC. O indicador calcula a variação de

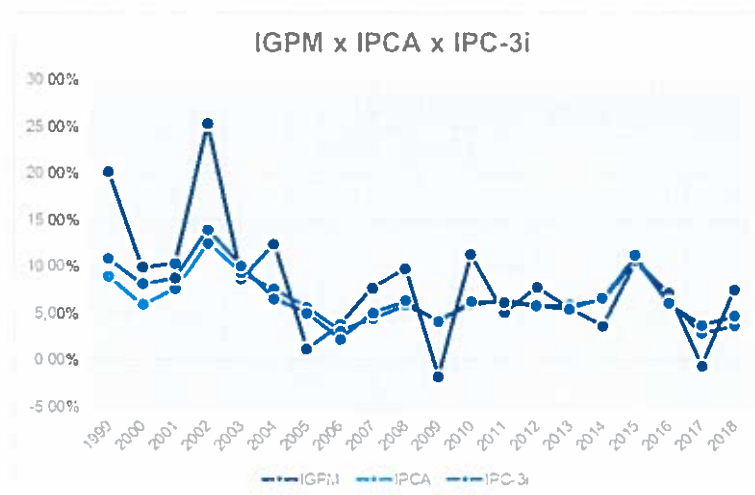
9

preços de produtos e serviços para famílias compostas, majoritariamente, por indivíduos com mais de 60 anos de idade.

O IPC-3i registra a evolução de preços do dia 1º ao último dia de cada mês. São pesquisados preços dos seguintes setores: Alimentação, Habitação, Vestuário, Saúde e Cuidados Pessoais, Educação, Leitura e Recreação, Transportes e Despesas Diversas.

O índice pesquisa a evolução média dos preços para famílias compostas por, pelo menos, 50% de idosos e cuja renda esteja entre 1 e 33 salários mínimos. A pesquisa é feita em sete cidades: São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Salvador, Recife, Porto Alegre e Brasília.

De acordo com a FGV, além de medir a evolução do custo de vida para indivíduos com mais de 60 anos de idade, o IPC-3i serve de referência para a execução de políticas públicas nas áreas de saúde e previdência.

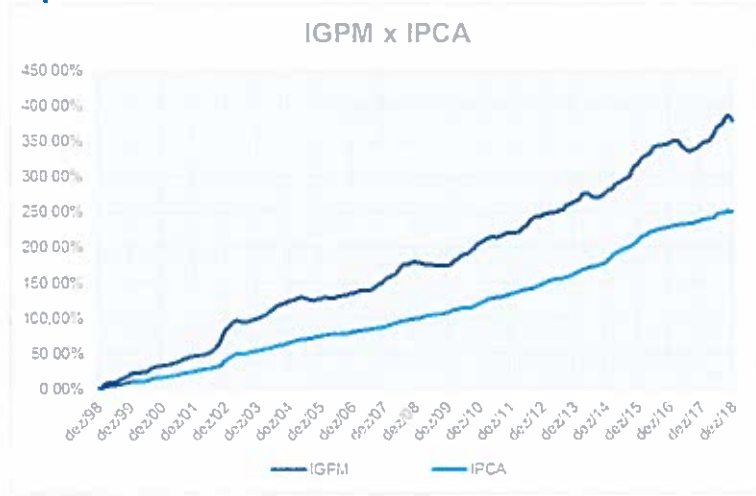


Como é possível observar pelo gráfico acima, o IPC-3i é fortemente correlacionado ao IPCA, reforçando que este índice de inflação é mais indicado para reajustes de benefícios do que os IGPs, que não refletem adequadamente o custo de vida da população, incluindo os aposentados.

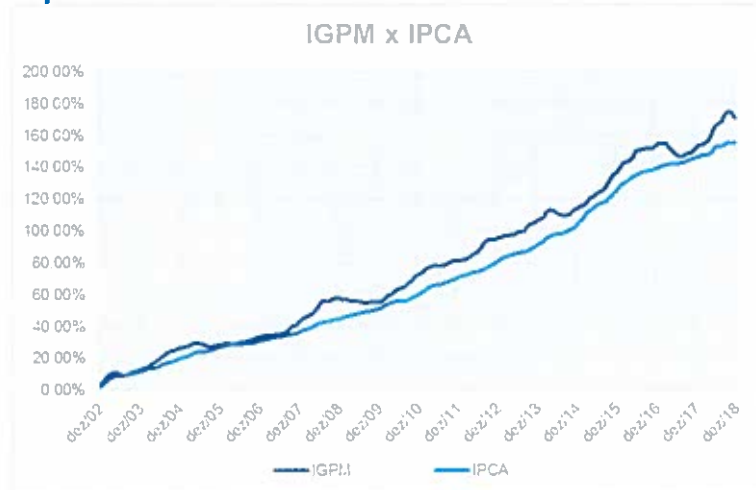
9

GRÁFICOS COMPARATIVOS

Inflação acumulada a partir de dezembro de 1998

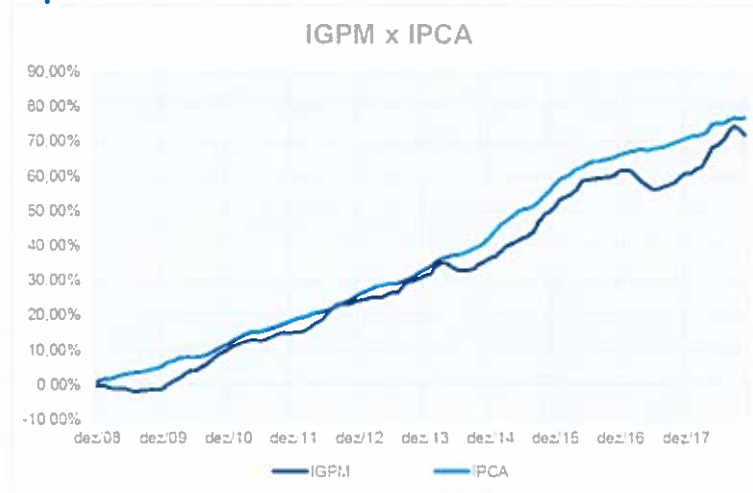


Inflação acumulada a partir de dezembro de 2002



(Assinatura manuscrita)

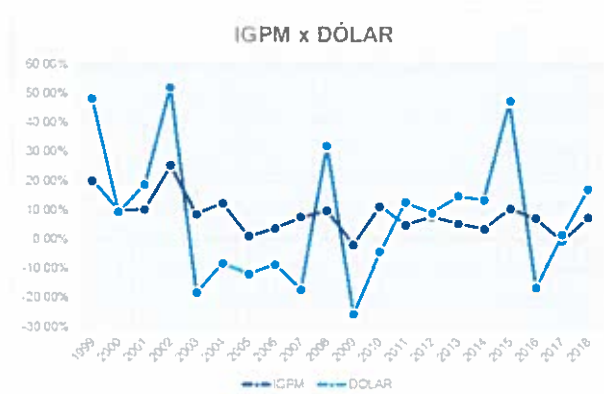
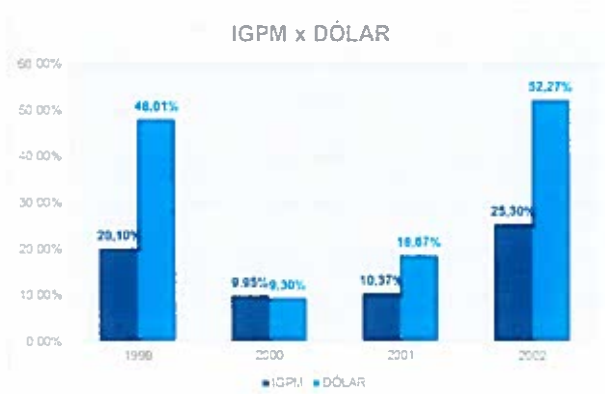
Inflação acumulada a partir de dezembro de 2008



É possível constatar com os gráficos acima que, com o passar dos anos, a variação dos índices IGP-M e IPCA tem se aproximado e que grande parte da distorção observada atualmente – com dados acumulados – é decorrente, sobretudo, do período compreendido entre 1999 e 2002, que correspondem a anos de significativa desvalorização cambial. Em janelas mais recentes, como a partir de 2008, a variação acumulada do IPCA já supera a do IGP-M.

As variações mais abruptas observadas no IGP-M, coincidem com a mudança da política cambial brasileira a partir de 1999, que passou a operar sob regime de livre flutuação, após o esgotamento do sistema de bandas iniciado em 1995.

Em 2002, a valorização do dólar ante o real foi impulsionada pelo temor dos mercados em relação à eleição de Luiz Inácio Lula da Silva. Já em 2008, a desvalorização cambial refletiu a crise financeira internacional, que teve como auge a falência do banco americano Lehman Brothers. Por fim, a última desvalorização acentuada do real foi observada em 2015, diante das incertezas políticas e fiscais do país e das pressões pelo impeachment da presidente Dilma Rousseff.



Handwritten signature or mark.

Destaca-se também, a grande volatilidade do IGP-M quando comparada ao IPCA, conforme demonstrado no gráfico abaixo. Dado que os IGPs sofrem grande influência dos preços no atacado, que são mais voláteis e fortemente impactados pela variação do dólar, o IGP-M é mais difícil de prever e apresenta maiores oscilações, inclusive negativas, estimulando a troca do indexador pelo IPCA, tanto pelo Governo quanto pelos investidores.



INDEXADOR

Dentre as Entidades Sistemáticamente Importantes (ESI), isto é, fundações consideradas de grande porte e com relevância para o sistema de previdência complementar fechada, somente duas adotam o IGP-DI como indexador de seus planos – sendo uma delas a FUNCESP –, enquanto as demais utilizam o INPC ou o IPCA. Além da volatilidade e da falta de aderência com o consumo das famílias, os IGPs foram praticamente abandonados como opção de indexação de aplicações, sendo substituídos pelo IPCA.

Abaixo segue a lista de ESI e o indexador utilizado.

ENTIDADE (SIGLA)	INDEXADOR (BD E CV)
BANESPREV	INPC
FAPES	INPC
FATL	IPCA
FORLUZ	IGP-DI(BD) / IPCA (CV)
FUNCEF	INPC
FUNCESP	IGP-DI
FUNDAÇÃO COPEL	INPC
FUNPRESP-EXE	IPCA

9

ENTIDADE (SIGLA)	INDEXADOR (BD E CV)
FUNPRESP-JUD	IPCA
ITAÚ UNIBANCO	IPCA
PETROS	IPCA
POSTALIS	INPC
PREVI/BB	INPC
REAL GRANDEZA	INPC
SISTEL	INPC
SP-PREVCOM	IPCA
VALIA	IPCA

A escolha da maior parte das ESI por INPC ou IPCA vai em linha com a paralização da emissão de NTN-C pelo Tesouro Nacional, as quais foram substituídas pelas NTN-B (Notas do Tesouro Nacional série B), atreladas ao IPCA. Dessa forma, as Entidades conseguem maior aderência entre a evolução do ativo e do passivo, reduzindo a probabilidade de descasamentos.

Adicionalmente, é importante mencionar que o questionamento mais frequente, relacionado à aplicação do IGP-DI, por parte dos participantes assistidos dos Planos de Aposentadoria da Funcesp ocorre quando este índice apresenta valores negativos. Como o benefício não pode ser reduzido, a variação negativa não é repassada, sendo compensada no próximo reajuste, se este for positivo, conforme disposto nos regulamentos dos Planos de Aposentadoria.

Com a troca do indexador do IGP-DI para o IPCA, a diminuição na volatilidade do índice adotado atenuaria o repasse de eventuais índices negativos aos benefícios, dado que é pouco provável que haja uma variação negativa do IPCA dada sua vinculação à meta inflacionária do governo.

Por fim, é importante ressaltar que, com relação ao Benefício Suplementar Proporcional Saldado (BSPS), não haverá qualquer impacto nos critérios que foram adotados para cálculo deste benefício na data do saldamento, sendo mantido o direito dos participantes que fizeram jus ao BSPS, com alteração apenas do indexador inflacionário adotado para correção futura deste benefício, preservando-se o poder de compra destes participantes, com possível redução da volatilidade inflacionária quando comparada ao índice adotado atualmente, o IGP-DI.

9

3

ESTUDO DE CASH FLOW MATCHING

A fim de observar o impacto da manutenção e da alteração do indexador dos planos da Entidade ao longo dos anos, elaboramos dois estudos de casamento de fluxo de caixa (*Cash Flow Matching – CFM*), um considerando o IGP-M e outro com base no IPCA.

O casamento de fluxo de caixa (*cash flow matching*) visa imunizar o passivo do plano, alocando recursos nos títulos de renda fixa atrelados à inflação que atendam às suas necessidades de fluxo de caixa para pagamento de benefícios e com vencimento (*maturity*) mais longo possível.

Além dos fluxos de pagamento de benefícios e dos recebimentos de juros e principais, foram projetadas as evoluções das demais classes de ativos que o plano investe de forma a obter um fluxo completo de recebimentos e pagamentos. Assim, ano a ano, foram identificadas as entradas de recursos provenientes dos títulos marcados a mercado mantidos até o vencimento, da remuneração dos demais ativos de renda fixa, e do fluxo de outros investimentos. Esse fluxo foi usado para pagar os benefícios do ano.

CENÁRIO ECONÔMICO

Para o desenvolvimento do estudo utilizou-se um cenário econômico baseado nos cenários criados pela Fundação Cesp, atualizados em março de 2019.

Retorno Anual Esperado													Retorno	
Segmento	Classe de Ativos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Média (12 anos)
Renda Variável	IBOV (IPCA +7,0%)	15,00%	11,28%	11,29%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,59%
	Participações (Beta 1)	15,00%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,29%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,28%	11,59%
Renda Fixa	SELIC/CDI	6,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,33%
	Pré (prêmio 1,20%)	7,78%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,63%
	Crédito Privado (prêmio 1,00%)	7,57%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,42%
	IMA-B (CDI + 1,0%)	7,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,33%
	IMA-B 5+ (CDI + 1,5%)	8,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	9,83%
	IMA-B 5 (CDI + 0,5%)	7,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	8,83%
	Fundos Multimercado RF (110% CDI)	7,15%	9,35%	9,35%	9,35%	9,35%	9,35%	9,35%	9,35%	9,35%	9,35%	9,35%	9,35%	9,17%
Imobiliário	Imóveis (IGP-M + 5,69%)	10,97%	10,45%	10,23%	10,23%									10,47%
	Imóveis (IPCA + 5,09%)	10,13%	9,92%	9,92%	9,92%									9,97%
Op Participantes	Fundos Imobiliários (120% Selic)	7,80%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,00%
	Empréstimos ao Participante (IGPM+6,63%)	11,96%	11,43%	11,22%	11,22%	11,22%	11,22%	11,22%	11,22%	11,22%	11,22%	11,22%	11,22%	11,30%
Estruturados	Empréstimos ao Participante (IPCA+6,63%)	11,11%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,91%
	Private Equity (Ibov + 1,5%)	16,50%	12,78%	12,78%	12,78%	12,78%	12,78%	12,78%	12,78%	12,78%	12,78%	12,78%	12,78%	13,09%
Exterior	Fundos Multimercado Estruturado (120% CDI)	7,80%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,00%
	MSCI World (USD) (Média 15 anos)	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%
	Câmbio (Média)	3,90	4,13	4,37	4,63	4,90	5,19	5,50	5,82	6,17	6,53	6,91	7,32	5,45
Índices de Inflação	MSCI World (BRL)	5,95%	11,33%	11,33%	11,33%	11,33%	11,33%	11,33%	11,33%	11,33%	11,33%	11,33%	11,33%	10,88%
	IPCA	4,20%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,02%
	IGP-M	5,00%	4,50%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,38%
	Crescimento PIB (%)	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

7

ATIVO

A carteira consolidada da Entidade, posicionada em 31/12/2018, estava distribuída conforme abaixo:

Segmento	31/12/2018	
RENDA FIXA	21.685.062.784	78,4%
Pós-fixados (Selic)	4.719.746.842	17,1%
Crédito privado (CDI)	249.612.063	0,9%
Crédito privado (Inflação)	862.617.599	3,1%
Pré-fixados (IRF-M)	9.544.757	0,0%
Inflação (IMA-B 5) Mercado	1.165.162.007	4,2%
Inflação (IMA-B 5+) Mercado	667.901.622	2,4%
Inflação (NTN-C)	13.930.477.893	50,5%
RENDA VARIÁVEL	3.466.318.574	12,6%
Dividendos	1.129.725.810	4,1%
Valor	2.336.592.764	8,5%
ESTRUTURADOS	513.213.648	1,9%
Private Equity	3.954.311	0,0%
Fundos Multimercados	509.259.297	1,8%
IMÓVEIS	851.333.387	3,1%
Imóveis	777.333.288	2,8%
Fundos Imobiliários	74.004.099	0,3%
EMPRÉSTIMOS	331.634.298	1,2%
EXTERIOR	151.228.660	0,5%
DÍVIDA CONTRATADA	654.894.931	2,4%
TOTAL	27.573.090.423	100,0%

O montante total da carteira corresponde ao Patrimônio de Cobertura de Benefício Definido ao final do exercício de 2018.

Como é possível observar, parcela significativa da carteira, aproximadamente 50%, é composta por títulos públicos atrelados ao IGP-M (NTN-C), sendo que 25% possuem vencimento em 01/04/2021 e os 25% restantes em 01/01/2031.

Dado o grande volume a vencer nos próximos anos, é de suma importância que a Entidade comece a avaliar as alternativas de investimentos o quanto antes. Isto posto, é necessário ressaltar que o Tesouro Nacional não emite mais títulos NTN-C desde 2007, a fim de reduzir o risco de refinanciamento do governo, dificultando, portanto, o reinvestimento do montante a vencer.

Como o indexador dos planos da Entidade é o IGP-DI, a meta atuarial é estabelecida por um prêmio em relação ao índice. Se não há mais ativos atrelados ao IGP sendo ofertados, o atingimento da meta atuarial se tornará mais difícil nos próximos anos, sobretudo após o vencimento dos títulos mantidos em carteira, aumentando a probabilidade de descasamentos entre o ativo e o passivo nos planos administrados, isto é, de ocorrência de desequilíbrios atuariais.

9

PASSIVO

Foi utilizado o fluxo de benefícios consolidado da Entidade, o qual estava posicionado em 31/12/2018. Os fluxos de benefícios e contribuições foram fornecidos pelo atuário responsável pelo Plano. A projeção de diferença de benefícios por demandas judiciais foi calculada pela área atuarial da FUNCESP e adicionada ao fluxo de benefícios considerado.

HIPÓTESES UTILIZADAS

Nas projeções dos fluxos de caixa realizadas foram consideradas as seguintes hipóteses:

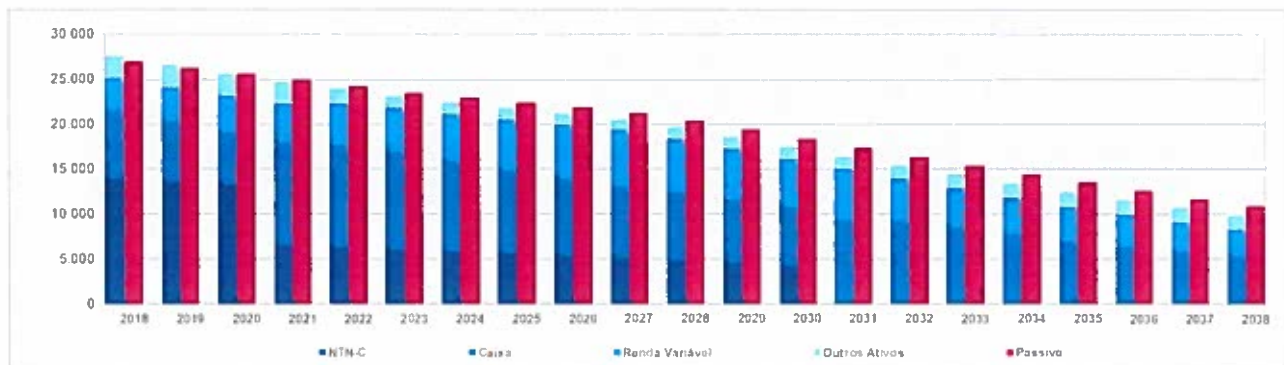
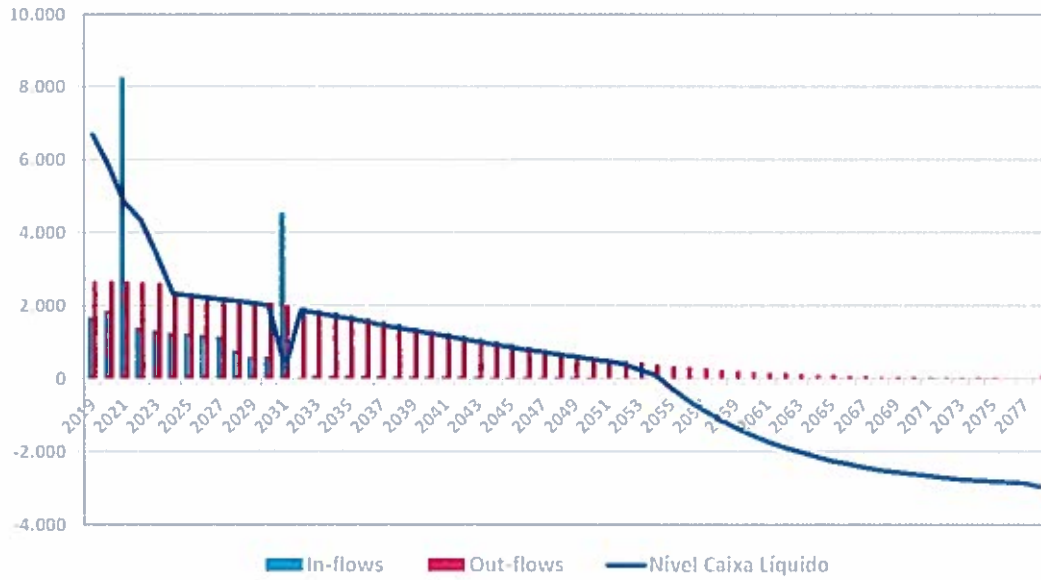
- Tanto os fluxos de pagamentos do passivo como os fluxos do ativo foram considerados em termos reais conforme cenário econômico apresentado;
- Os fluxos foram projetados para um período de 60 anos. Após esse ano, o montante foi somado no último ano;
- Conforme vencimento dos títulos de Inflação (NTN-Cs) foi considerado reinvestimento atrelado à renda fixa a mercado (IMA-B5+);
- Para o segmento de Empréstimos e Financiamentos foi considerado o desinvestimento total após 5 anos de projeção, conforme expectativa da Entidade (reinvestimento em renda fixa a mercado);
- Para o segmento de Imóveis foi considerado o desinvestimento total após 4 anos de projeção, conforme expectativa da Entidade (reinvestimento em renda fixa a mercado);
- Para o segmento de *Private Equity*, foi considerado o desinvestimento total após 2 anos, conforme expectativa da Entidade (reinvestimento em renda fixa a mercado);
- As seguintes NTN-Cs foram consideradas mantidas até o vencimento para o estudo, já com ajuste nas quantidades de forma a refletir o patrimônio de cobertura de benefício definido do Plano:

Título	Vencimento	Taxa	Preço	Quantidade	Valor
NTN-C	01/04/2021	3,02%	4.151,82	1.669.043	6.929.567.773
NTN-C	01/01/2031	4,37%	6.708,93	1.043.522	7.000.910.119
Total				2.712.565	13.930.477.893

9

RESULTADOS

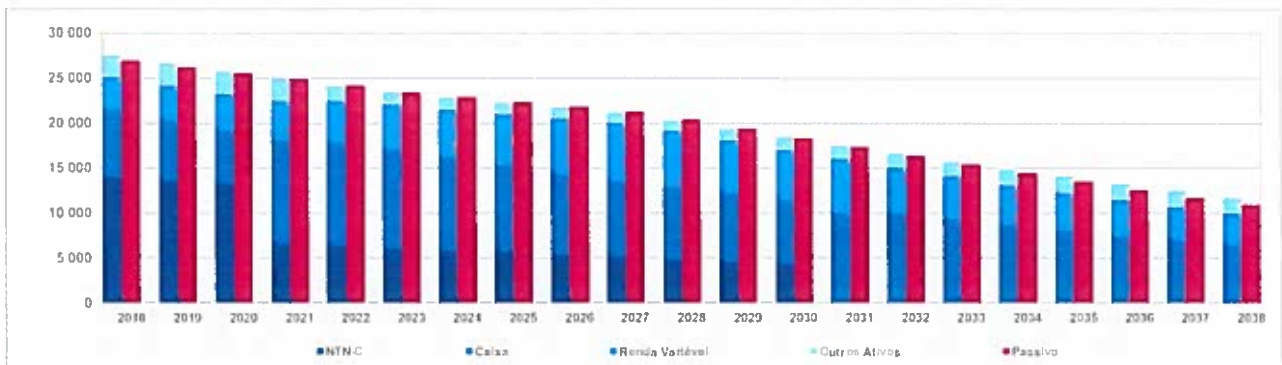
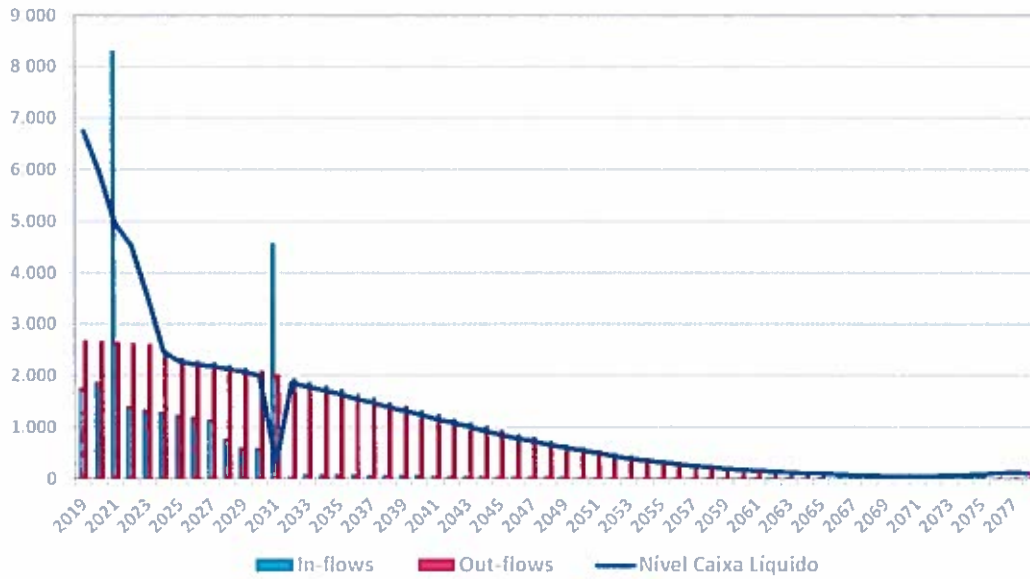
IGPM



Data	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Funded ratio	102%	101%	100%	99%	99%	98%	98%	97%	97%	96%	96%	96%	95%	94%	94%	94%	91%	90%	90%	91%	90%



IPCA



Data	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Funded ratio	102%	101%	101%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

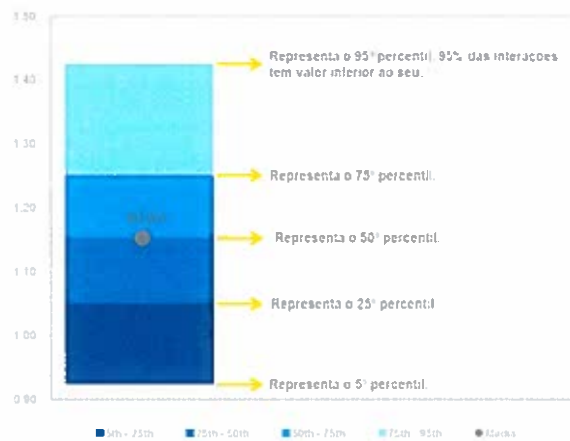
Dentro dos *in-flows* foram considerados pagamentos de principal, juros, o retorno da Renda Fixa a mercado, contribuições normais e extraordinárias e retorno de imóveis e empréstimos. Dentro dos *out-flows* foram considerados pagamentos de benefícios e despesas abatidas da rentabilidade ano a ano (0,14%).

Se o cenário projetado se concretizar, podemos observar que na simulação que considera a manutenção do IGP-DI (ou IGP-M) como indexador dos planos, o *funded ratio*, ou seja, a razão entre ativo e passivo, começa a se deteriorar a partir de 2021, ano do vencimento da primeira tranche de NTN-C, e que os recursos do plano se esgotam a partir de 2055.

4 ESTOCÁSTICO

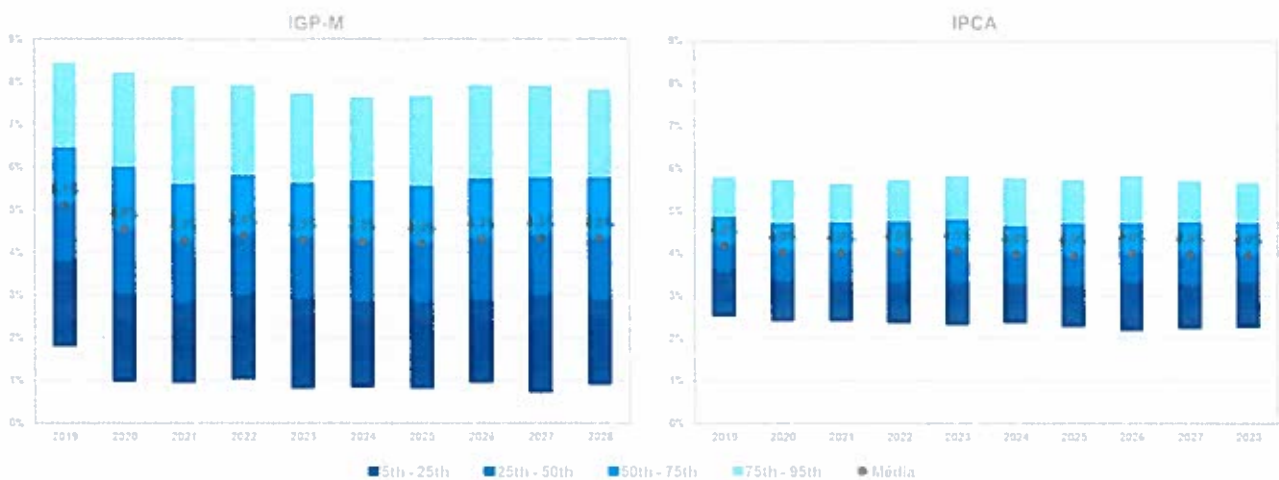
Em complemento ao estudo de *Cash Flow Matching*, foi realizada duas simulações estocásticas, para o prazo de 10 anos, para carteira de ativos. A primeira considera a manutenção do IGP-DI (IGP-M) como indexador dos planos e a segunda a alteração para o IPCA.

Foram realizadas 1.000 simulações por ano de projeção, as quais foram geradas por simulação tipo "Monte Carlo", com nível de confiança de 95%. Segue abaixo a forma de interpretação dos gráficos apresentados:



VOLATILIDADE: IGP-M X IPCA

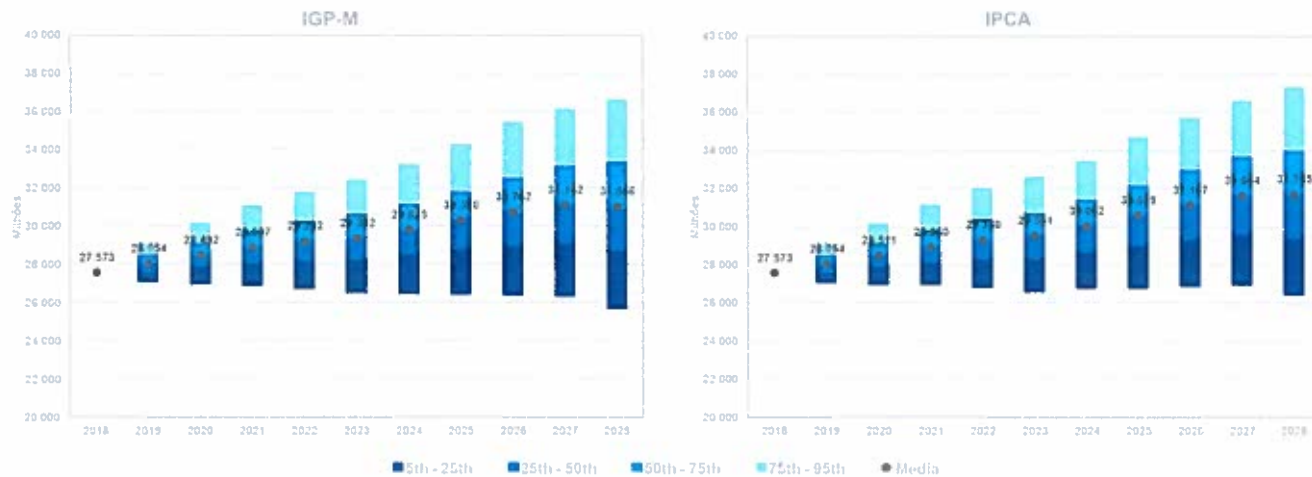
Abaixo podemos observar a diferença de volatilidade entre os índices de inflação IGP-M e IPCA, apesar da média dos dois indicadores ser próxima. Esse fato torna o IGP-M mais instável e de difícil projeção, provocando oscilações mais bruscas no reajuste dos benefícios dos participantes.



9

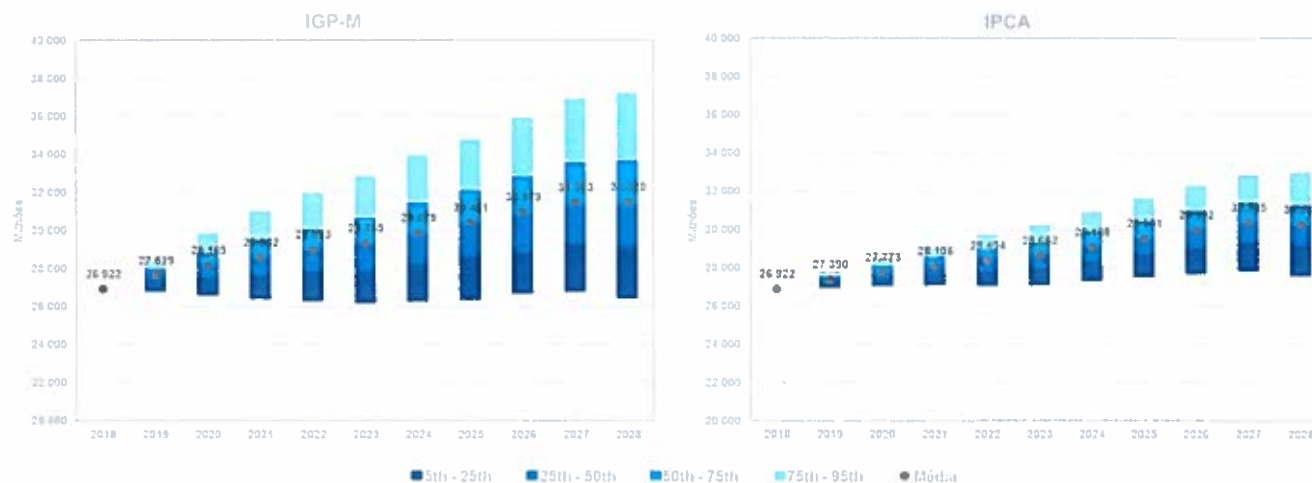
A seguir apresentamos o gráfico comparativo da evolução estocástica do Ativo, do Passivo, do *Funded Ratio* e do Retorno Real, considerando o IGP-M e o IPCA como indexador.

ATIVO



O comparativo entre o ativo considerando o IGP-M e o IPCA como indexadores demonstra que a evolução projetada é similar, porém, a utilizando o IPCA apresenta números superiores já a partir do terceiro ano de projeção.

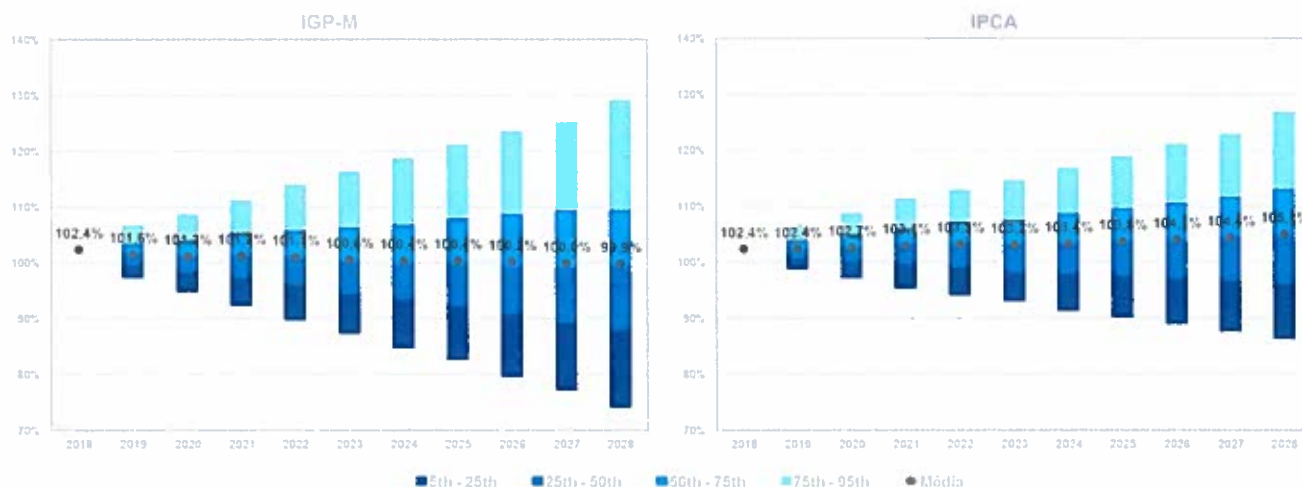
PASSIVO



Já a evolução estimada do passivo evidencia a volatilidade do IGP-M, com a dispersão dos resultados – verificada pelo tamanho das barras – se mostrando significativamente superior à do IPCA. Esse fato demonstra a perspectiva de que passivo evolua acima do ativo se o IGP-DI for mantido como indexador do plano, aumentando a possibilidade do montante acumulado no ativo não satisfazer os pagamentos previstos.

9

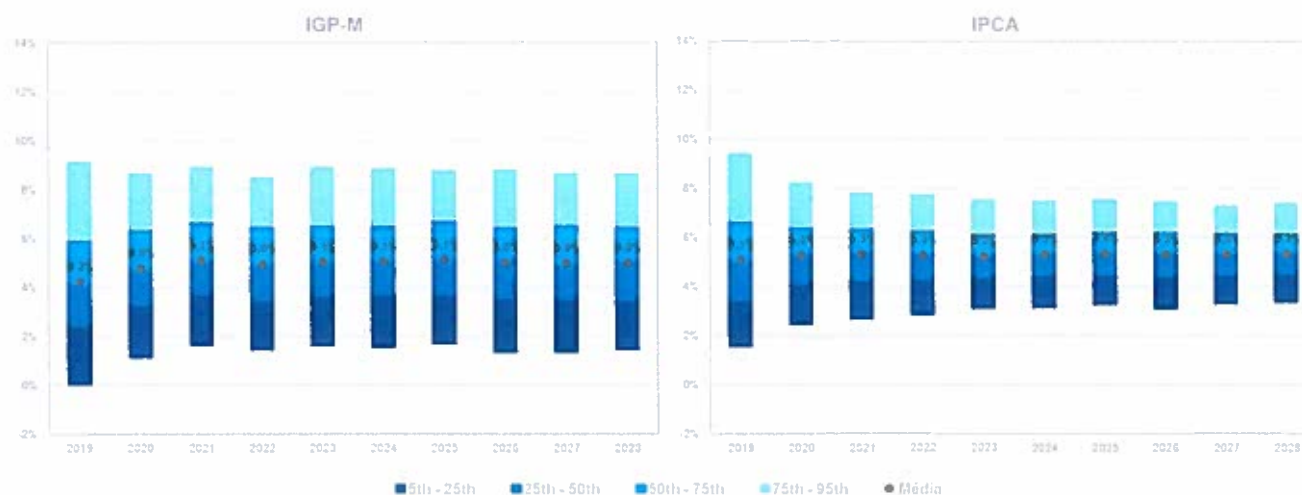
FUNDED RATIO



O *fundered ratio* mostra a razão entre o patrimônio e a reserva matemática, quando o indicador está acima de 100%, significa que os ativos do plano são suficientes para cobrir os benefícios estimados e quando é inferior que o plano é deficitário.

Assim como no passivo, o gráfico considerando o IGP-M possui uma volatilidade maior, além de indicar que há uma probabilidade mais elevada de ocorrer desequilíbrios na Entidade quando comparado com o IPCA. Isso resulta do fato do passivo e do ativo estarem evoluindo com índices de inflação diferentes, sobretudo a partir de 2021, em função de não haver mais NTN-C disponível para negociação ou outros ativos atrelados aos IGPs.

RETORNO REAL



O retorno real esperado, isto é, o retorno nominal descontado da inflação, além de ser superior considerando o IPCA, apresenta menor volatilidade quando comparada à manutenção do IGP-DI como indexador do plano, indicando maiores chances de se atingir a meta atuarial.

9

5

VIABILIDADE JURÍDICA

Apresentamos a seguir as considerações sobre a viabilidade jurídica de alteração do índice de atualização dos benefícios concedidos e a conceder dos planos de benefícios administrados pela Funcesp, elaborados pelos advogados Marco A. Bevilaqua e Ana Maria Martin, integrantes do escritório SANTOS BEVILAQUA ADVOGADOS.

“Ref.: Viabilidade jurídica de alteração do índice de atualização dos benefícios concedidos e a conceder dos planos de benefícios administrados pela Funcesp.

Prezada Sra. Marisa,

Informa-nos V. Sa. que a Fundação CESP (“Funcesp” ou “Entidade”) administra, dentre outros, os seguintes planos de benefícios de previdência complementar (“Planos”):

Nome do Plano	CNPB
Plano de Suplementação de Aposentadorias e Pensão – PSAP/Eletropaulo	1982.0022-47
Plano de Suplementação de Aposentadorias e Pensão – PSAP/Tietê	1979.0030-98
Plano de Suplementação de Aposentadorias e Pensão – PSAP/CESP B1	1979.0027-38
Plano de Suplementação de Aposentadorias e Pensão – PSAP/Piratininga	1982.0023-11
Plano de Suplementação de Aposentadorias e Pensão – PSAP/CTEEP	1979.0031-65
Plano de Suplementação de Aposentadorias e Pensão – PSAP/Duke Energy (em fase de alteração para PSAP/Rio Paranapanema Energia)	1979.0029-83
Plano de Suplementação de Aposentadorias e Pensão – PSAP/Elektro	1979.0028-19
Plano de Suplementação de Aposentadorias e Pensão – PSAP/EMAE	1982.0021-74
Plano de Previdência Complementar CPFL	1979.0032-38
Plano de Aposentadorias e Pensão dos Empregados da Funcesp – PAP/Funcesp	1979.0033-19

Referidos Planos são totalmente segregados entre si, cada um patrocinado por empresa diversa do setor de energia, sendo um deles patrocinado pela própria Funcesp, e contêm significativos componentes de “benefício definido”.

Informa-nos, também, que a Funcesp vem realizando estudos para melhor compatibilizar os compromissos existentes nos Planos frente ao perfil das respectivas carteiras de investimentos, com vistas a manter a sua solvabilidade, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial.

Nesse contexto, vislumbra como possível medida para alcançar esse objetivo a substituição dos índices de atualização monetária atualmente previstos nos Regulamentos dos Planos para reajuste anual dos benefícios concedidos, por um novo índice que, a exemplo dos atualmente adotados, também esteja atrelado à evolução inflacionária, entretanto seja mais aderente ao perfil de investimento dos ativos financeiros garantidores dos compromissos.

À vista dessa pretensão, consulta-nos sobre:

- a) a possibilidade jurídica da alteração regulamentar para adoção de novo índice de correção anual dos benefícios já concedidos e a conceder, à luz da legislação de regência e da jurisprudência;
- b) eventuais riscos jurídicos envolvidos na referida alteração e medidas para sua mitigação; e
- c) as linhas gerais do processo para levar a efeito a alteração regulamentar pretendida.

Formulada, nesses termos, a consulta, passamos a opinar nos tópicos seguintes.

1. Os índices de reajustes/atualização adotados nos Regulamentos dos Planos

1.1. Conforme mencionado no preâmbulo, os benefícios previstos nos Planos incluem significativos componentes de benefício definido, que podem ser assim resumidos:

9

(a) Suplementação de Aposentadoria, consistente em renda mensal vitalícia calculada com base em determinada fórmula que considera uma parcela do salário do participante (SRB), o tempo de filiação ao Plano e um valor determinado em unidades de referência, tratando-se, portanto, de um clássico benefício estruturado na modalidade de benefício definido;

(b) Suplementação Adicional a qual, de acordo com a opção do participante, poderá consistir em uma renda mensal vitalícia ou por prazo determinado, calculada por equivalência atuarial¹, na data da concessão do benefício, mediante a multiplicação do saldo de Conta de Aposentadoria Total acumulado em nome do participante, por um fator atuarial de conversão, que leva em conta as hipóteses atuariais e biométricas aplicáveis. A Conta de Aposentadoria Total corresponde ao montante de contribuições realizadas pelo participante e pela patrocinadora especificamente para esse fim (estando excluídas as contribuições de caráter coletivo), devidamente atualizadas, mês a mês, pela rentabilidade líquida auferida nos investimentos ("Retorno dos Investimentos"). Essa parcela do benefício, quando a opção do participante recair sobre a forma de renda calculada atuarialmente, seja vitalícia ou por prazo determinado, pode ser classificada como de "contribuição variável", visto que agrega o conceito de contribuição definida durante o período de acumulação e a garantia inerente ao benefício definido a partir da concessão, visto que a partir daí o benefício não mais estará sujeito à rentabilidade dos investimentos, mas sim à atualização pelo índice inflacionário previsto em Regulamento;

(c) Benefício Suplementar Proporcional Saldado (BSPS), a que faz jus um determinado grupo de participantes dos Planos, no conceito de benefício definido, porém saldado e, portanto, desde então, não mais sujeito à acumulação, mas apenas e tão somente à regra de atualização por índice inflacionário previsto em Regulamento. Assim, a adoção de novo índice de reajuste não terá o condão de modificar o valor dos benefícios saldados, já determinados, visto que, conforme indicado pelo atuário dos planos, essa medida não ensejará recálculo do valor dos benefícios ou dos compromissos já estabelecidos, tendo efeito apenas sobre a sua evolução futura; e

(d) Benefício Proporcional Diferido (BPD), estruturado no formato clássico de benefício definido e calculado a partir do valor da Suplementação de Aposentadoria, mediante redução proporcional, destinando-se àqueles participantes que se desligam do Plano antes de cumprir os requisitos de elegibilidade exigidos para a concessão do benefício pleno e optam pelo seu diferimento, conforme faculdade prevista na legislação e nos Regulamentos dos Planos. Trata-se, assim, de uma subespécie da Suplementação de Aposentadoria.

1.2. Partindo-se dessa estrutura básica, que é replicada em todos os Planos administrados pela

¹ Além dessas opções de renda atuarialmente calculada, está também disponível o recebimento por meio de renda financeira, correspondente a um percentual do saldo da Conta de Aposentadoria Total, hipótese em que o benefício resultante não está sujeito ao critério de atualização objeto deste Memorando.



Funcesp, acima descritos, observamos as seguintes regras de atualização dessas parcelas de benefícios, e que compõem o cerne da questão objeto deste Memorando:

- a) a atualização do valor do BPD, durante o período de diferimento, é realizada com base na variação do IGP-DI, apurada no período decorrido desde o mês subsequente ao da opção de diferimento formalizada pelo participante desligado, até a data em que este adquirir o direito de recebê-lo, mediante o cumprimento dos requisitos de elegibilidade previstos no Regulamento;
- b) a atualização do BSPS, durante o período de diferimento, ou seja, desde a data do seu saldamento e a sua efetiva concessão, dá-se de acordo com a variação acumulada do IGP-DI observada no período;
- c) os benefícios de renda mensal (Suplementação de Aposentadoria, Suplementação Adicional), exceto se concedidos sob a forma de renda financeira, após a concessão, são reajustados anualmente, pela variação acumulada do IGP-DI, até o mês anterior ao reajuste;
- d) alguns benefícios de renda vitalícia concedidos até 1998 (exemplos: PSAP/Eletropaulo Alternativo, PSAP/Eletropaulo Braslight, PSAP/CESP B) seguem regra especial de reajuste anual, adotando-se, como índice de atualização, **a maior variação cumulativa** entre o IPC – Índice de Preços ao Consumidor/IBGE (ou índice substituto estabelecido como indexador oficial da Política Salarial) e o IGP-DI, observada desde a concessão (DIB) até o mês anterior ao do reajuste; e
- e) O BSPS, por sua vez, uma vez concedido, também segue regra especial de reajuste anual e adota, como índice de atualização, **a maior variação cumulativa** entre o IPC – Índice de Preços ao Consumidor/IBGE (ou índice substituto estabelecido como indexador oficial da Política Salarial) e o IGP-DI, observada desde a concessão (DIB) até o mês anterior ao do reajuste.

1.3. Adicionalmente, observa-se a previsão de índice inflacionário como parâmetro de atualização em outros aspectos estruturais dos Planos, não afetos ao cerne da questão objeto deste Memorando, relacionados ao cálculo de benefícios (ou seja, anteriormente à concessão e à configuração do direito adquirido). Destacam-se entre esses: **(i)** atualização de contribuições realizadas para cobertura do custeio coletivo; **(ii)** atualização de componentes da fórmula de cálculo das Suplementações estruturadas como benefício definido (média aritmética simples da URE dos 36 meses anteriores à DIB e cálculo do SRB atualizadas, que são atualizados mês a mês pelo IGP-DI); **(iii)** atualização da Reserva de Saldamento, que pode ser resgatada ou convertida em renda vitalícia em determinadas hipóteses (invalidez de participante coligado ocorrida antes da elegibilidade ao BPD); **(iv)** valor mínimo do benefício, que não pode ser inferior ao valor apurado por equivalência atuarial das contribuições realizadas pelo participante (Benefício Mínimo); **(v)** componente da fórmula do BSPS, relativamente aos Salários Reais de Contribuição anteriores ao saldamento, que são atualizados mês a mês pelo INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor/IBGE; e **(vi)** limitação do Retorno de Investimentos aplicável às contribuições de

patrocinadora, que está superiormente limitado ao IGP-DI mais juros reais de 0,75% a.m. (art. 47 do PSAP/CESP B1).

1.4. Conforme informado pela Funcesp, a pretensão é adotar o **IPCA** como novo índice de reajuste para todos os benefícios (exceto os pagos na forma de renda financeira), inclusive os já concedidos, substituindo-se o índice atual (IGP-DI na maioria dos casos, ou o maior entre o IGP-DI e o IPC, em alguns casos especiais acima indicados).

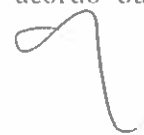
1.5. A principal razão para tal medida, segundo a Funcesp, reside no fato de que os ativos financeiros, no médio e longo prazos, não serão capazes de dar lastro à indexação atualmente estabelecida nos regulamentos dos planos de benefícios. Segundo informado, nos dias atuais, aproximadamente 50% do ativo investido dos Planos está atrelado ao IGP-M, que guarda similaridade com o IGP-DI, mas com vencimento marcado para 2021, não havendo no mercado opções de reinvestimento que, no longo prazo, possam manter o lastro para compromissos indexados ao IGP-DI.

1.6. Assim, por questões alheias à gestão dos investimentos, a Entidade provavelmente não conseguirá garantir a simetria entre os ativos e os compromissos dos planos no longo prazo, estimando-se que o risco de descasamento crescerá significativamente e, conseqüentemente, aumentará o risco de déficit nos Planos.

1.7. Diante desse cenário, a pretensa substituição do índice de reajuste dos benefícios concedidos e a conceder, segundo a Funcesp, apresenta-se como medida salutar na tentativa de evitar o referido descasamento, impondo-se, por conseguinte, a necessidade de se avaliar sua viabilidade sob a ótica jurídica.

2. Possibilidade jurídica de substituição do índice de reajuste/atualização dos benefícios concedidos e a conceder dos Planos.

2.1. Em razão dos princípios do *pacta sunt servanda* e *rebus sic stantibus*, os contratos validamente pactuados no âmbito da esfera reservada à autonomia da vontade têm força de lei e obrigam os contratantes, não podendo ser alterados durante sua vigência, salvo por mútuo acordo ou por



determinação de decisão judicial de revisão contratual fundada nos artigos 317, 478 e 480 Código Civil, ou no artigo 6º, inciso V, do Código de Defesa do Consumidor.

2.2. Resulta, daí, a regra geral segundo a qual os contratos não podem ser alterados unilateralmente, pela vontade de apenas uma das partes contratantes.

2.3. No âmbito da previdência complementar, porém, essa regra encontra uma exceção. O contrato previdenciário, que tem por objeto plano de benefícios administrado por Entidade Fechada de Previdência Complementar, pode ser alterado em determinadas circunstâncias, desde que observadas certas condições. É o que se extrai do artigo 17 da Lei Complementar nº 109, de 2001:

“Art. 17. As alterações processadas nos regulamentos dos planos aplicam-se a todos os participantes das entidades fechadas, a partir de sua aprovação pelo órgão regulador e fiscalizador, observado o direito acumulado de cada participante.”

Parágrafo único. Ao participante que tenha cumprido os requisitos para obtenção dos benefícios previstos no plano é assegurada a aplicação das disposições regulamentares vigentes na data em que se tornou elegível a um benefício de aposentadoria.”

2.4. De acordo com o referido dispositivo legal, as alterações dos regulamentos dos planos de benefícios são válidas e aplicáveis a todos os participantes, desde que sejam: (i) preservados o direito adquirido dos assistidos e elegíveis e o direito acumulado dos participantes; e (ii) aprovadas pelo órgão regulador e fiscalizador – atual PREVIC, mediante regular processo administrativo.

2.5. Frise-se que a alteração regulamentar de que trata o dispositivo em apreço é a denominada alteração indireta, ou seja, aquela levada a efeito por apenas uma das partes contratantes (a Entidade Fechada de Previdência Complementar), sem o consentimento direto dos demais sujeitos da relação jurídica, os quais apenas se manifestam de forma indireta sobre a proposta de alteração, seja por meio de seus representantes no órgão de governança da Entidade proponente, seja por meio do próprio órgão regulador e fiscalizador, que no processo administrativo visando à prévia aprovação da alteração regulamentar deve agir na proteção dos interesses dos participantes e assistidos, nos termos do artigo 3º, inciso VI, da Lei Complementar nº 109/2001.

2.6. Nem poderia ser diferente, pois se a alteração regulamentar de que trata o citado dispositivo legal exigisse a expressa anuência de todos os partícipes da relação de previdência complementar, a lei nem precisaria ressaltar a proteção ao direito adquirido ou ao direito acumulado, pois com a manifestação de vontade de todos os contratantes, até mesmo esses direitos poderiam ser alterados, na medida em que têm conteúdo patrimonial e são disponíveis.

2.7. Como o contrato de previdência complementar tem a função de atender aos interesses econômico e social do patrocinador e dos participantes dos planos de benefícios administrados pela Entidade Fechada de Previdência, a alteração do regulamento dos referidos planos deve sempre ter em vista o atendimento dos referidos interesses. Aliás, em determinadas circunstâncias, a alteração regulamentar é imposta à Entidade como verdadeiro dever jurídico para proteção dos referidos interesses, como ocorre, por exemplo, quando determinada alteração se faz necessária para manter o equilíbrio (ou evitar o desequilíbrio) do plano de benefícios ou da própria Entidade.

2.7.1. De fato, no âmbito da previdência complementar, o equilíbrio econômico-financeiro e atuarial dos planos de benefícios constitui meta legal. Os artigos 202 da CF de 1988, 1º e 18 da LC nº 109/2001, além de exigirem a constituição de reservas que garantam o benefício contratado, também impõem que essas reservas, provisões, fundos e demais exigíveis atendam permanentemente à cobertura integral dos compromissos assumidos pelos planos de benefícios².

2.7.2. Para que a Entidade Fechada de Previdência Complementar possa cumprir essa meta legal, a lei não só exige que ela faça ao final de cada exercício o levantamento das demonstrações contábeis e das avaliações atuariais de cada plano de benefícios (LC 109/01, art. 22), estabelecendo em seu plano de custeio anual o nível de contribuição necessário à constituição das reservas garantidoras de benefícios, fundos e provisões, e à cobertura das demais despesas do plano (LC 109/01, art. 18), mas também permite que ela possa alterar o regulamento do plano, se necessário (LC 109/01, art. 17), para evitar o surgimento do déficit ou então equacioná-lo (LC 109/01, art. 22)³.

²_ Neste sentido: **Marco Antonio Bevilaqua**, *"Equacionamento de Superávit e Déficit nos Fundos de Pensão"*, in Investimento, Produtividade e Previdência para o Desenvolvimento – Aspectos Jurídicos, Econômico-Financeiros e Ambientais, Bahia, Memory – Centro de Memória Jurídica, 2013, pags. 102 e seguintes.

³_ Assim: **Adacir Reis**, *Curso Básico de Previdência Complementar*, São Paulo, RT, 2014, pags. 70 e 71.



2.8. Nossa doutrina e nossa jurisprudência encontram-se consolidadas a respeito da possibilidade de alteração indireta do regulamento dos planos de benefícios administrados por Entidades Fechadas de Previdência Complementar, desde que observados os requisitos do artigo 17 da Lei Complementar nº 109/2001¹, mesmo quando ela se revela desfavorável a uma das partes do contrato previdenciário^{5 e 6}.

¹ Na doutrina especializada, **Adacir Reis** ensina que "o próprio art. 17 da LC nº109/2001, ao estabelecer que as alterações regulamentares poderão ser promovidas sem a manifestação direta dos participantes e assistidos, fixa expressamente algumas condições. A primeira delas é que se excluam dos efeitos dessas alterações os participantes elegíveis à aposentadoria, os quais já teriam o direito adquirido às regras vigentes (...). A segunda condição prevista pelo art. 17 para alteração de regulamento é que, para os participantes ativos não protegidos pelo direito adquirido é que, seja observado o direito acumulado de cada um, isto é, o direito proporcionalmente adquirido pelo participante até a data da alteração do regulamento. A terceira condição consiste na aprovação prévia e expressa dessas mudanças pelo órgão federal de supervisão das entidades fechadas de previdência complementar, a Previc, pois tal órgão oficial, por ter a incumbência de 'proteger os interesses dos participantes e assistidos dos planos de benefícios' (art. 3º da LC nº 109/2001), examinará a necessidade e a legalidade das alterações pretendidas pela entidade fechada de previdência complementar" (Curso Básico de Previdência Complementar, São Paulo, RT, 2014, páginas 70-71).

⁵ Nessa mesma linha, **Luis Carlos Cazzeta** assevera: "Embora não tenha o efeito de colocar termo à totalidade das obrigações assumidas perante a entidade e seus participantes, a alteração dos regulamentos para modificar benefícios ou a forma de distribuição de responsabilidades pelo correspondente custeio denota o exercício, pelo patrocinador, de direito potestativo, voltado a alterar a relação jurídica que mantém com os respectivos participantes. (...) Não há nessa circunstância qualquer ofensa ao contrato celebrado entre a entidade e o participante, que, na essência, estrutura regime marcado pela característica dinâmica do regime de sua execução" (Previdência privada: o regime jurídico das entidades fechadas, Porto Alegre, Sergio Antonio Fabris Ed., 2006, págs. 106/107).

⁶ "AGRAVO REGIMENTAL NO RECURSO ESPECIAL. ENTIDADE DE PREVIDÊNCIA PRIVADA. SUPLEMENTAÇÃO DE APOSENTADORIA. TETO. AFASTAMENTO. OBEDIÊNCIA AO REGULAMENTO DO PLANO DE BENEFÍCIOS VERIFICADA NA ORIGEM. INCIDÊNCIA DOS ENUNCIADOS 5 E 7 DA SÚMULA DESTA CORTE. DIREITO ADQUIRIDO. REUNIÃO DE TODOS OS REQUISITOS PARA APOSENTAÇÃO. IMPROVIMENTO. 1. As instâncias ordinárias não reconheceram a existência de direito adquirido dos beneficiários às regras de aposentadoria junto à entidade de previdência complementar da forma como pleiteadas, ao argumento de que se tratava de direito em formação, que somente poderia ser considerado como patrimônio quando reunidos todos os requisitos para aposentação; e tal posicionamento não destoia da jurisprudência desta Corte Superior de Justiça. (...)" (STJ - AgRg no REsp 331299-SP, 4ª Turma, DJ 28.05.07, p. 343 - grifamos)

2.9. Portanto, não há dúvida sobre a possibilidade de a Funcesp alterar, de forma válida e eficaz, as disposições regulamentares dos Planos por ela administrados, visando à substituição do índice de atualização monetária contratado, por outro que entenda mais adequado, principalmente se a alteração pretendida tiver por finalidade a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro dos referidos Planos.

2.10. Resta saber se essa alteração seria válida e eficaz apenas em relação aos benefícios a conceder (ou seja, aos participantes que ainda não são elegíveis e não estão em gozo de benefícios), ou se também pode alcançar os benefícios cujo direito de gozo já foi adquirido ou já concedidos (isto é, os elegíveis e assistidos), tendo em vista que o artigo 17 da LC nº 109/2001, como visto acima, estabelece como condição de validade das alterações regulamentares o respeito ao direito adquirido.

2.11. Para responder a essa questão é preciso saber se o índice de atualização contratado para reajuste dos benefícios concedidos integra ou não o direito adquirido do assistido ou do elegível ao benefício do Plano, direito esse definido pelo §1º do artigo 68 da Lei Complementar nº 109/2001, nos seguintes termos:

“Art. 68. (...) § 1º. Os benefícios serão considerados direito adquirido do participante quando implementadas todas as condições estabelecidas para elegibilidade consignadas no regulamento do respectivo plano.”

2.12. Esse assunto já foi enfrentado pelos nossos Tribunais. O Superior Tribunal de Justiça (STJ), ao julgar caso em que Entidade Fechada de Previdência Complementar havia alterado o regulamento de seu plano de benefício para substituir o índice de reajuste dos benefícios concedidos, decidiu que referido índice não integra o direito adquirido dos assistidos, nos termos do artigo 68 da Lei Complementar nº 109/2001 e, por isso, pode ser alterado validamente pela Entidade, observado o artigo 17 da citada lei, e desde que o novo índice adotado seja apto a mensurar a inflação. Veja-se:

“RECURSO ESPECIAL. CIVIL. PREVIDÊNCIA PRIVADA. NEGATIVA DE PRESTAÇÃO JURISDICIONAL. NÃO OCORRÊNCIA. APOSENTADORIA COMPLEMENTAR. CORREÇÃO MONETÁRIA. MODIFICAÇÃO DO REGULAMENTO. ALTERAÇÃO DO INDEXADOR. POSSIBILIDADE. AUSÊNCIA DE DIREITO ADQUIRIDO. PLEITO DE MESCLA DE ÍNDICES VANTAJOSOS. NORMAS ANTIGAS E NOVAS. INSTITUIÇÃO DE REGIME HÍBRIDO. INADMISSIBILIDADE. TEORIA DO CONGLOBAMENTO.

1. Busca-se saber se norma do regulamento do ente de previdência privada relativa ao indexador de correção monetária da aposentadoria complementar pode ser alterada

quando o assistido estiver em gozo do benefício e se é possível a mescla de regras de estatutos diferentes para favorecer o aderente.

2. Ao participante que cumprir todos os requisitos para a obtenção da aposentadoria complementar é assegurada a aplicação das disposições regulamentares vigentes na data em que o benefício se tornou elegível. Observância do direito adquirido (arts. 17, parágrafo único, e 68, § 1º, da Lei Complementar nº 109/2001).

3. A lei que modifica o regime monetário e a economia nacionais possui natureza institucional e estatutária, o que justifica a sua incidência imediata, inclusive em contratos em curso de execução. Assim, não poderão ser invocados os institutos protetores do direito adquirido e do ato jurídico perfeito para afastar a aplicação de normas alteradoras da sistemática de correção monetária.

4. O assistido não possui direito adquirido a determinado índice de correção monetária, mas ao benefício previdenciário complementar em si mesmo e à efetiva atualização monetária de seu valor.

5. Há diversos indicadores da economia, muitos dos quais sem a finalidade própria de aferir a inflação. Dentre os que medem, existem aqueles instituídos para apenas alguns setores econômicos. Nesse contexto, caso seja adotado um índice inadequado para atualizar as verbas previdenciárias suplementares, com o passar do tempo, substanciais prejuízos ocorrerão ao assistido, que perderá gradualmente o seu poder aquisitivo com a corrosão da moeda, dando azo ao desequilíbrio contratual. Além disso, restará frustrado o objetivo principal da Previdência Complementar, que é propiciar ao inativo padrão de vida semelhante ao que desfrutava em atividade.

6. A alteração promovida no plano de benefícios quanto ao indexador (substituição do IGP-DI para o INPC) atendeu à legalidade. O INPC é indexador tão eficaz para medir a desvalorização da moeda quanto o IGP-DI. Ambos são índices gerais de preços de ampla publicidade, sendo aptos a mensurar a inflação no mercado de consumo e corrigir os benefícios da previdência privada. ...". STJ - 3ª Turma - Dje 02/12/2015 - Recurso Especial Nº 1.463.803 - RJ (2013/0311068-6) – Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. (grifamos)

2.13. Note que no citado precedente o STJ entende ser legal a substituição do IGP-DI pelo INPC, como índice para reajuste dos benefícios já concedidos. E o faz sob dois fundamentos, a saber: (i) o INPC, tal como o IGP-DI, é índice geral de preço de ampla publicidade, sendo tão eficaz quanto este para medir a desvalorização da moeda e mensurar a inflação no mercado de consumo; e (ii) o INPC, tal como o IGP-DI, consta da Circular nº 255/2004, da Superintendência de Seguros Privados, como uma das opções que podem ser contratualmente adotadas para a atualização dos benefícios objeto dos contratos de previdência complementar operados por Entidades Abertas de Previdência Complementar ou Sociedade Seguradoras autorizadas a operar referidos contratos.

2.14. Referidos fundamentos também estariam presentes no caso em exame, caso a Funcesp leve a efeito seu propósito de substituir o IGP-DI (índice atualmente adotado) pelo IPCA/IBGE (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), adotando esse novo índice para reajustar todos os benefícios (dentre eles o BSPS), inclusive os já concedidos.



2.14.1. De fato, o IPCA, assim como o INPC, também consta da mencionada Circular Susep nº 255/2004 como uma das opções que podem ser contratualmente adotadas para a atualização dos benefícios objeto dos contratos de previdência complementar aberta. Além disso, segundo informações obtidas nos sites do IBGE e da Fundação Getúlio Vargas (FGV) na Internet, o IPCA é índice geral de preço de ampla publicidade, tal qual o IGP-DI/FGV, sendo que ambos têm por objetivo medir a desvalorização da moeda e mensurar a inflação no mercado de consumo. A conjugação desses fatores legitimaria, portanto, na esteira do entendimento do STJ, a substituição de um índice (IGP-DI) pelo outro (IPCA).

2.14.2. Vale acrescentar, ainda, que o IPCA aparentemente seria o índice mais adequado para a atualização dos benefícios dos Planos da Funcesp. Além de ser considerado o índice oficial da inflação do país e o indicador que serve de referência para o Banco Central decidir a taxa básica de juros (Selic), o IPCA parece-nos ser o indexador que melhor captura a situação econômica em que inseridos os participantes e assistidos da Entidade, pois tem por objetivo medir a inflação de um conjunto de produtos e serviços comercializados no varejo, referentes ao consumo pessoal das famílias com rendimentos de 1 a 40 salários mínimos, qualquer que seja a fonte, pertencentes às áreas urbanas de cobertura do Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor – SNIPC (regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Vitória, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Porto Alegre, além do Distrito Federal e dos municípios de Goiânia e Campo Grande).

2.15. À luz, portanto, do recente entendimento da Corte de Justiça competente para proferir a última palavra em matéria de interpretação da legislação federal em nosso ordenamento jurídico, a resposta ao primeiro quesito objeto da consulta formulada é afirmativa, ou seja, é juridicamente possível a alteração regulamentar para adoção de novo índice de correção anual dos benefícios já concedidos e a conceder.

2.16. A validade dessa alteração regulamentar, porém, estará condicionada a sua aprovação pelos órgãos competentes da governança da Funcesp e pelo órgão governamental de fiscalização e supervisão (atualmente, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC), conforme abordado nos tópicos subsequentes.

3. Eventuais riscos jurídicos envolvidos na substituição do índice de reajuste e medidas para sua mitigação

3.1. Justamente por serem feitas de forma indireta, as alterações dos regulamentos dos planos de benefícios das Entidades Fechadas costumam ser questionadas na esfera administrativa e judicial pelos



participantes e assistidos dos referidos planos, sempre que lhes são onerosas ou implementadas no interesse do patrocinador.

3.2. No caso, como a substituição do índice de atualização monetária adotado pelos Planos, em especial para reajuste dos benefícios concedidos, não teria fundamento em dispositivo legal específico, mas no entendimento do Poder Judiciário a respeito do tema (que, advirta-se, ainda não é uniforme), não se pode desprezar a possibilidade de ocorrência de demandas administrativas e/ou judiciais visando impugná-la.

3.3. Embora a ocorrência de demandas a princípio esteja relacionada à superveniência de ônus aos participantes e assistidos e à validade do processo visando à substituição, sabe-se que no caso da Funcesp há histórico de frequentes demandas envolvendo seus participantes, dado o perfil contestador do grupo, o que pode fazer com que a alteração em exame seja contestada antes mesmo de ser aprovada pelo órgão de fiscalização, com a possibilidade de sustação do processo administrativo instaurado para esse propósito. Assim, a Entidade deverá estar preparada para fazer frente a eventual medida de resistência.

3.4. Considerando os aspectos objetivos que poderiam dar causa a tal movimento, no fator relacionado ao ônus, a simples comparação do histórico de ambos os índices no período dos últimos 5 (cinco) anos revela que, no acumulado, os índices praticamente não divergiram, tornando possível que eventual substituição sequer seja questionada. Veja-se:

Variação anual do IPCA e IGP-DI (2014 a 2018)

Ano	IPCA/IBGE	IGP-DI/FGV
2014	6,41%	3,78%
2015	10,67%	10,70%
2016	6,29%	7,18%
2017	2,95%	-0,42%
2018	3,75%	7,10%

3.5. De todo modo, para dar suporte à sua posição, caso se instale uma disputa com participantes, seja na esfera administrativa, seja na judicial, a Funcesp deverá adotar mecanismos para mitigação do referido risco.

3.6. Dentre as formas de mitigação de risco, a mais eficaz, em nosso entendimento, seria a aprovação da proposta de alteração regulamentar pelos órgãos de governança da Funcesp que sejam competentes para deliberar sobre a matéria e que tenham em sua composição representantes dos participantes e assistidos, como, por exemplo, Comitês Gestores dos Planos e Conselho Deliberativo da Entidade. O engajamento de agentes representantes dos participantes, tanto na fase de desenvolvimento do projeto quanto de obtenção das aprovações internas, com certeza contribuirá positivamente para o seu sucesso.

3.7. Outro ponto de sustentação para mitigação dos riscos seria a existência de estudos técnicos, elaborados por especialistas, que pudessem demonstrar que a mudança do indexador não representará perda do poder aquisitivo, mas providência para evitar o ganho real e/ou o desequilíbrio econômico-financeiro dos Planos, na medida em que a inevitável disparidade entre o índice de atualização monetária adotado e o indexador de retorno dos títulos públicos que em breve passarão a compor a carteira de investimento dos Planos provavelmente afetará seu equilíbrio econômico-financeiro.

3.8. A demonstração de que o IPCA pode ser índice mais adequado que o IGP-DI, por melhor capturar a variação dos preços dos produtos e serviços mais próximos da realidade econômica em que inseridos os participantes e assistidos da Funcesp, também contribuiria para a mitigação dos riscos em apreço.

3.9. Respondendo, pois, ao segundo quesito objeto da consulta formulada, entendemos que a Funcesp terá robustos argumentos de defesa, caso os participantes ingressem com medida administrativa ou judicial contestando a adoção do novo índice de reajuste dos benefícios a conceder e concedidos dos Planos da Funcesp. Embora estejamos tratando de uma alteração não usual, com potencial de gerar polêmica no grupo que tem perfil contestador, considerando-se o atual posicionamento do Judiciário entendemos serem boas as chances de êxito da Entidade, em caso de disputa, desde que a alteração regulamentar em questão: (i) seja aprovada no âmbito dos órgãos de governança da Funcesp, onde os representantes dos participantes e assistidos tenham assento, antes de ser submetida à aprovação do órgão de regulação e supervisão; e (ii) esteja fundamentada em estudos técnicos específicos que demonstrem que o novo índice proposto (IPCA) é indexador idôneo para medir a inflação, recompondo adequadamente o benefício contratado e o seu poder aquisitivo, constituindo medida necessária para assegurar o equilíbrio financeiro-atuarial dos planos, visto que propiciará melhor alinhamento entre os seus ativos e passivos.

3.10. Outro fator que deve ser considerado pela Entidade diz respeito ao tempo para se levar a efeito a alteração e a possibilidade de mudança do entendimento atualmente adotado pelo STJ a respeito do tema. A experiência demonstra que a jurisprudência não é imutável, em especial no âmbito do STJ. Em passado recente referida Corte alterou entendimentos consolidados em matéria de previdência complementar (exemplo disso foi a alteração da Súmula que determinava a aplicação do CDC às EFPCs), o que significa que não pode ser desconsiderada por completo uma possível alteração do entendimento adotado pela referida Corte acerca da alteração que se pretende, enquanto o processo de alteração tramita na esfera administrativa, principalmente se a tramitação for retardada em razão de denúncia de participantes e/ou de entes que os representem (associações e sindicatos).

3.11. Esse risco pode ser mitigado pela agilidade no processo de aprovação da alteração no âmbito da governança da Entidade e do órgão de fiscalização. Também atuam como fatores de mitigação do risco a aprovação da alteração pela representação dos participantes e a existência de estudos fundamentados demonstrando sua necessidade e pertinência sob o aspecto econômico-financeiro e a baixa probabilidade de reflexo desfavorável aos participantes.

4. Linhas gerais do processo para levar a efeito a alteração regulamentar pretendida



4.1. A alteração das regras de reajuste dos benefícios, após aprovação nas instâncias de governança da Funcesp, deverá ser previamente aprovada pela Previc, por intermédio de processo de alteração regulamentar, que está atualmente disciplinado pela Resolução CGPC nº 8/2004, Instrução Previc nº 33/2016 e na Portaria Previc nº 527/2016.

4.2. De acordo com esses normativos, o requerimento de alteração regulamentar, cujo prazo de análise pela Previc é de 30 (trinta)⁷ dias úteis, deverá ser instruído pelos seguintes documentos/informações:

I - texto consolidado do regulamento com as alterações propostas em negrito;

II - quadro comparativo entre o texto vigente e o texto proposto, com as alterações propostas em negrito e com justificativa e motivação para cada item alterado;

III - ata do órgão competente da EFPC aprovando o inteiro teor da proposta;

IV - declaração da EFPC de ter comunicado a síntese das alterações aos participantes e assistidos, demonstrando seus impactos;

V - comprovação de ter dado ciência da proposta aos patrocinadores;

VI - manifestação jurídica acerca da observância do direito adquirido ou acumulado dos participantes;

⁷ Esse prazo aplica-se a cada submissão do processo à análise da PREVIC, podendo haver exigências por parte da autarquia, que resultarão em nova submissão e nova contagem de prazo.



VII - parecer atuarial, caso a modificação repercuta no resultado do plano; e

VIII - nota técnica atuarial atualizada.

4.3. O Estatuto Social da Funcesp remete a aprovação de alterações regulamentares ao seu Conselho Deliberativo (art. 20, VI). A aprovação pelo referido órgão deverá se dar pelo quórum qualificado de dois terços dos membros do Conselho, exceto se a matéria tiver sido aprovada unanimemente no âmbito do Comitê Gestor porventura instituído em relação ao plano em apreço, hipótese em que a aprovação requererá maioria simples de votos dos conselheiros deliberativos.

4.4. Logo, nos Planos em que o Comitê Gestor esteja instalado, a alteração dos respectivos regulamentos deverá tramitar inicialmente nesse órgão, que apreciará a proposta, emitindo parecer não vinculante que será submetido à decisão final do Conselho Deliberativo.

4.5 O Conselho Deliberativo da Funcesp é composto por 18 (dezoito) membros, 9 (nove) deles indicados por cada uma das patrocinadoras representativas dos planos que compõem a entidade; 7 (sete) eleitos pelos participantes ativos e 2 (dois) eleitos pelos assistidos. O voto de qualidade é prerrogativa do Presidente do referido Conselho, sendo este escolhido em Assembleia Geral.

4.6. Portanto, a realização de alteração regulamentar estará sujeita à decisão a ser tomada pelo Conselho Deliberativo da Funcesp quanto à matéria, após apreciação do tema pelo Comitê Gestor de cada Plano.

5. Conclusão

5.1. À guisa de conclusão, pode-se assim responder, de forma objetiva, aos quesitos objeto da consulta formulada e a seguir reproduzidos sob a forma interrogativa:



a) É possível, sob a ótica jurídica, alterar o regulamento dos Planos da Funcesp para adotar novo índice de correção anual dos benefícios já concedidos e a conceder, à luz da legislação de regência e da jurisprudência?

Sim. Referida alteração seria legal e válida à luz da legislação de regência e de recentes julgados do Superior Tribunal de Justiça, desde que seja aprovada pelos órgão de governança da Entidade e pelo órgão de regulação e supervisão (Previc) e esteja embasada em estudos técnicos que demonstrem que a substituição do IGP-DI pelo IPCA tem o objetivo de evitar o desequilíbrio econômico-financeiro dos Planos e não representará perda do poder aquisitivo dos assistidos.

b) Quais os eventuais riscos jurídicos envolvidos na referida alteração e as medidas para sua mitigação?

Mesmo que a substituição do IGP-DI pelo IPCA não traga ônus aos participantes e assistidos da Funcesp, considerando-se o perfil questionador desse grupo, conforme relatado pela Entidade, é possível que ocorram contendas judiciais e/ou administrativas para impugnar a alteração que se pretende.

Havendo questionamento, seja na esfera administrativa, seja na judicial, são boas as chances de êxito da Entidade, pois a mudança pretendida estaria de acordo com a legislação de regência, encontra respaldo na doutrina especializada e em decisões do Superior Tribunal de Justiça.

Para mitigar o risco de perda em eventual disputa, a Entidade deverá providenciar que a proposta de alteração regulamentar para substituição do índice de reajuste, antes de ser submetida ao órgão regulador e fiscalizador para prévia aprovação: (i) também seja aprovada pelos seus órgãos de governança que possuam competência estatutária e representantes dos participantes e assistidos em sua composição; e (ii) esteja fundamentada em estudos técnicos especializados que demonstrem que a mudança de índice tem o objetivo de evitar o desequilíbrio econômico-financeiro dos Planos e não representará perda do poder aquisitivo dos assistidos.

c) Quais as linhas gerais do processo para levar a efeito a alteração regulamentar pretendida?

A proposta contendo a alteração regulamentar pretendida deverá ser aprovada pelos órgãos da governança da Funcesp competentes para deliberar sobre o tema, comunicada aos patrocinadores, participantes e assistidos e posteriormente submetida à aprovação da Previc, tudo conforme procedimento e prazos expostos no tópico 4 deste memorando.

Por fim, ressaltamos que nossa opinião não levou em consideração eventual impedimento para a mudança do índice de reajuste dos Planos constante dos instrumentos jurídicos e documentos relativos ao processo de privatização das patrocinadoras dos Planos, ou de acordos e convenções coletivos de

trabalho por elas firmados com os Sindicatos da categoria profissional, pois esses instrumentos/documentos não foram objeto de nossa avaliação.

À disposição para os esclarecimentos que V.Sa. entender necessários, subscrevemo-nos.

Atenciosamente.

SANTOS BEVILAQUA ADVOGADOS "

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'A' or similar character.

6

CONCLUSÃO

Com a análise histórica dos indicadores, é possível concluir que os IGPs possuem maior volatilidade em comparação ao IPCA, o que gera maior instabilidade para o equilíbrio dos planos, dado que o passivo é reajustado por um índice, o qual a carteira de ativos não consegue acompanhar devido à falta de investimentos atrelados ao mesmo.

Portanto, conforme observado nos gráficos do *Cash Flow Matching* e do Estocástico, a manutenção do IGP-DI como indexador do plano aumenta significativamente a probabilidade de os planos apresentarem déficits nos próximos anos, sobretudo a partir de 2021, ano em que 25% da carteira, que está alocada em NTN-C, irá vencer.

É importante destacar que, mesmo se ocorrer a alteração do indexador do plano, a Entidade possui um grande desafio nos anos de 2021 e 2031, pois precisará reinvestir montante expressivo de recursos em um mercado cada vez mais volátil.

Por fim, ressaltamos que somos favoráveis a alteração do indexador dos planos de IGP-DI para IPCA, que além de ser viável do ponto de vista jurídico, conforme parecer disposto capítulo 5 deste relatório, apresenta maior perspectiva para a rentabilidade dos investimentos em acompanhar a evolução do passivo, já que atualmente é possível encontrar ativos atrelados ao IPCA com maior facilidade no mercado, além do índice possuir maior correlação com a inflação percebida pelos participantes dos planos.

São Paulo, 13 de novembro de 2019.

Mercer Human Resource Consulting Ltda.



Daniela Ribeiro
Assessora de Investimentos



Ane Conde
Atuária MIBA 2138

MERCER

Condomínio EZ Towers

Rua Arquiteto Olavo Redig de Campos, 105 - Torre B - 28º andar

São Paulo, SP, Brasil

CEP 04711-904

www.mercer.com.br