Ana Paula Oriola De Raeffray[1]

Marcelo José Machado da Silva Neves[2]

O debate sobre investimentos na previdência privada costuma ser conduzido a partir de categorias conhecidas: rentabilidade, risco, solvência, diversificação, aderência à política de investimentos e compatibilidade com a meta atuarial. Nenhuma dessas categorias, isoladamente, é suficiente. A previdência privada, na gestão de planos de benefícios de longo prazo, exige uma leitura que considere não apenas o valor dos ativos e a projeção dos passivos, mas também o momento em que os recursos devem estar disponíveis para o pagamento dos benefícios.

É por tal motivo que o cash flow matching ganha relevância, já que a técnica consiste, em linhas gerais, na organização dos fluxos esperados de recebimento dos ativos — juros, amortizações, vencimentos, resgates e demais entradas de caixa em relação aos fluxos esperados de pagamento dos benefícios. A preocupação principal não é apenas o retorno esperado da carteira, mas a compatibilidade temporal entre o que o plano receberá e aquilo que deverá pagar. A literatura especializada é clara quanto ao uso técnico do cash flow matching: não basta apenas cruzar projeções de entradas e saídas. É essa radiografia que ditará o desenho do portfólio de investimentos, que deve refletir exatamente essas características de risco. O segredo da operação está na segregação: enquanto uma parte da carteira deve buscar ativos protegidos da inflação para honrar os compromissos reais, outra fatia dos recursos deve ser direcionada a ativos que cubram, sob medida, os passivos.

Não se trata de técnica imposta pela legislação brasileira, haja vista que as normas não determinam que entidades de previdência privada adotem o cash flow matching. Seria, na verdade, inadequado converter uma técnica de gestão de ativos e passivos em dever jurídico autônomo. A norma não substitui a decisão técnica dos administradores, nem define uma fórmula única para a composição da carteira dos planos de benefícios.

A Constituição Federal, ao tratar da previdência privada, estabelece que o regime é baseado na constituição de reservas que garantam o benefício contratado. A Lei Complementar nº 109/2001 organiza o sistema em torno da formação de reservas, do equilíbrio dos planos, da transparência e da proteção dos interesses de participantes e assistidos. Esse conjunto normativo não prescreve o cash flow matching, mas exige que a gestão dos recursos observe a natureza previdenciária das obrigações assumidas.

A análise do risco de descasamento entre ativos e passivos, contudo, pode ser necessária para uma gestão tecnicamente consistente, especialmente em planos maduros, fechados, saldados ou com fluxo previdenciário líquido negativo. O ponto, sob a ótica jurídica, não está em impor a técnica, mas em verificar se a decisão de adotá-la, rejeitá-la ou utilizá-la parcialmente foi precedida de exame adequado do perfil do plano, de sua liquidez, de sua maturidade e de sua necessidade de caixa.

A previdência privada não administra apenas patrimônio acumulado, mas também compromissos de pagamento que se projetam no tempo. A obrigação previdenciária possui, portanto, conteúdo econômico, atuarial e temporal. O benefício deve ser pago no valor devido, mas também no tempo devido. Um plano pode apresentar equilíbrio atuarial em determinada avaliação e, ainda assim, estar exposto a dificuldades de liquidez se os ativos não gerarem caixa em momentos compatíveis com o pagamento dos benefícios.

O equilíbrio técnico indica a relação entre reservas, provisões, premissas atuariais e obrigações estimadas. A liquidez, por sua vez, diz respeito à disponibilidade de recursos para cumprir obrigações no curso do tempo. A existência de patrimônio suficiente não elimina, por si só, o risco de venda forçada de ativos, de realização de perdas em mercado adverso ou de reinvestimento em

condições menos favoráveis.

Nos planos jovens, com ingresso regular de contribuições e horizonte longo de acumulação, a gestão pode estar mais orientada à formação de patrimônio e à busca de retornos compatíveis com o perfil de risco aprovado. Nesses casos, a necessidade de liquidez corrente tende a ser menor, ainda que não irrelevante. Já nos planos maduros, com número expressivo de assistidos, ou em planos fechados a novas adesões, o pagamento de benefícios passa a representar saída recorrente e muitas vezes crescente de caixa. A gestão deixa de poder olhar apenas para o retorno esperado no longo prazo, sendo necessário considerar a cadência dos pagamentos.

O cash flow matching não elimina o risco, nem substitui os estudos atuariais ou a política de investimentos. Sua utilidade está em permitir uma leitura mais precisa da relação entre o fluxo esperado dos ativos e o fluxo esperado do passivo. Quando bem utilizado, ajuda a reduzir a dependência de alienação de ativos em momentos desfavoráveis, a mitigar o risco de reinvestimento e a explicitar a suficiência ou insuficiência da liquidez projetada.

Sob a ótica econômica é possível compatibilizar retorno, risco, liquidez e prazo em função das obrigações do plano. Essa perspectiva é importante quando a carteira contém ativos de diferentes prazos, diferentes graus de liquidez e diferentes formas de remuneração, pois é possível auferir quando a carteira produzirá caixa e em que condições esse caixa estará disponível.

Sob a ótica jurídica, o cash flow matching, como já antes mencionado, não decorre de imposição normativa. Todavia, a gestão de planos de previdência privada envolve decisões técnicas justificadas, o que faz com que o espaço de decisão dos gestores não seja um espaço vazio, devendo ser preenchido por informação adequada, estudo consistente, registro das alternativas de solução avaliadas e compatibilidade com a política de investimentos.

A decisão regular de gestão não é necessariamente aquela que adota o cash flow matching, podendo haver razões técnicas para não adotá-lo ou para adotá-lo apenas parcialmente. A carteira pode exigir diversificação maior. O passivo pode ter grau relevante de incerteza. O custo de oportunidade pode ser elevado. A concentração em determinados títulos pode aumentar riscos indesejados. A estrutura do plano pode recomendar uma combinação entre gestão ativa, carteira de liquidez, “duration matching”, estudos de ALM (Asset Liability Model) e reserva de oportunidade. Tudo isso pode ser legítimo.

As próprias limitações do mercado financeiro exigem jogo de cintura dos gestores. Embora o cash flow matching seja imbatível na hora de eliminar o risco das oscilações de juros, sua adoção integral sofre com um gargalo: a escassez de ativos muito longos capazes de garantir os passivos previdenciários mais distantes. Sem esses papéis, o gestor inevitavelmente esbarra no risco de reinvestimento. Diante dessa lacuna, o mercado encontra amparo em uma alternativa tecnicamente robusta, o horizon matching. Trata-se de uma solução híbrida e inteligente, onde o gestor aplica o rigor do cash flow matching para garantir os compromissos mais imediatos, e passa a utilizar o duration matching para equilibrar o restante dos investimentos no longo prazo.

O que não parece adequado é a ausência de análise. Em planos cujo fluxo de pagamento de benefícios seja previsível, relevante e recorrente, a entidade de previdência privada deve ser capaz de demonstrar que avaliou a liquidez necessária, os vencimentos dos ativos, os cenários de estresse, o risco de venda em mercado desfavorável, o risco de reinvestimento e os efeitos de eventual descasamento entre entradas e saídas de caixa. A relevância jurídica, portanto, não está na não adoção de uma técnica específica, mas na insuficiência do processo decisório diante de riscos conhecidos ou razoavelmente previsíveis.

Invocar genericamente os institutos da prudência, da diligência ou da lealdade pouco acrescenta se não se explicitar qual é o conteúdo concreto da decisão examinada. No caso do cash flow matching, o núcleo da discussão está na qualidade da análise sobre liquidez e prazo, haja vista que a diligência não se mede pela adoção automática de uma metodologia, mas pela capacidade de reconhecer os riscos relevantes do plano e deliberar de modo consistente sobre eles.

Não se deve perder de vista que o casamento rígido de fluxos pode produzir efeitos indesejados. Pode reduzir a diversificação, concentrar a carteira em determinados vencimentos ou emissores, diminuir a flexibilidade da gestão e limitar a capacidade de adaptação a mudanças econômicas, atuariais ou regulatórias. A necessidade por casar entradas e saídas de caixa não precisa engessar a carteira de um fundo de pensão. Segundo os mais recentes modelos de avaliação de performance, a adoção de estratégias orientadas pelas obrigações futuras não exclui a busca por melhores rentabilidades. A arquitetura ideal para resolver esse dilema é a divisão inteligente do portfólio. De um lado, criam-se compartimentos dedicados exclusivamente a espelhar e honrar os passivos. Do outro, isola-se um portfólio de ativos excedentes. Formado por um capital que não tem 'data marcada' para sair no curto ou médio prazo, é ele que devolve ao gestor a flexibilidade necessária para oxigenar a carteira e assumir riscos calculados, garantindo a otimização dos retornos sem ameaçar a segurança financeira do plano. Além disso, o passivo previdenciário é projetável, mas não inteiramente certo. Depende de premissas biométricas, econômicas, financeiras e demográficas que podem se alterar ao longo do tempo.

Por isso, o cash flow matching não se apresenta como solução universal, sendo que a sua adequação depende de diversas premissas, como do tipo de plano, do estágio de maturidade, da previsibilidade dos benefícios e outras. Em alguns casos, poderá ser instrumento relevante. Em outros, poderá ter uso limitado. Em outros ainda, poderá ser substituído por mecanismos diversos de gestão de liquidez e de aderência ao passivo.

A política de investimentos é o espaço natural para essa discussão e é nela que devem aparecer os critérios de alocação, os limites de risco, os objetivos de liquidez, as premissas de diversificação, os parâmetros de acompanhamento e a compatibilidade com o perfil do plano. Quando o plano é maduro ou apresenta fluxo líquido negativo, a política de investimentos não deveria tratar a liquidez apenas como requisito formal, mas sim indicar como a entidade pretende assegurar recursos para o pagamento de benefícios sem depender, de forma excessiva, de liquidações oportunísticas ou de vendas forçadas.

Essa análise também exige integração entre áreas, já que o tema não pertence exclusivamente à área de investimentos, nem exclusivamente à área atuarial. A projeção do passivo depende de estudos atuariais e a estrutura da carteira depende da área de investimentos. Todos esses aspectos devem ser avaliados pelos gestores.

Daí a importância de deslocar o debate do plano da obrigatoriedade para o plano da governança da decisão pois cabe perguntar se considerando o perfil do plano, a entidade avaliou de modo suficiente o risco de descasamento entre os fluxos dos ativos e os pagamentos dos benefícios? Essa pergunta permite respeitar a discricionariedade técnica sem afastar o controle de consistência do processo decisório.

A resposta pode variar conforme o caso. O direito não deve impor uma técnica única, mas pode exigir que a decisão seja informada, documentada e coerente com os dados disponíveis. A economia, por sua vez, não pode tratar a liquidez como elemento secundário quando o plano já se encontra em fase relevante de pagamento de benefícios. A interação entre direito e economia, nesse ponto, não consiste em transformar conceitos financeiros em comandos legais, mas sim em reconhecer que determinadas decisões de investimento, embora técnicas, têm consequências jurídicas porque afetam a capacidade do plano de cumprir suas obrigações.

A boa gestão dos planos de benefícios exige que a entidade examine, com rigor, se a composição de seus ativos é compatível com o fluxo esperado de seus benefícios. Quando essa análise é feita, documentada e revista periodicamente, a decisão técnica ganha consistência. No entanto, quando é ignorada, especialmente em planos maduros, a ausência de obrigatoriedade legal não elimina o problema de gestão, pois na gestão de planos de previdência privada o tempo não é uma variável acessória, muito pelo contrário, ele é parte da própria obrigação contratada.

---

[1] Doutora em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/ SP. Professora dos cursos de pós-graduação da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP. Membro e

Diretora Científica da Academia Brasileira de Direito da Seguridade Social. Vice-Presidente da Comissão Especial de Previdência Complementar da Ordem dos Advogados do Brasil– Seção de São Paulo. Diretora Vice-Presidente do Instituto Brasileiro de Previdência Complementar e Saúde Suplementar – IPCOM. Sócia do Raeffray Brugioni Advogados. (e.mail: Este endereço de e-mail está sendo protegido de spambots. Você precisa habilitar o JavaScript para visualizá-lo.).

[2] Doutorando em Finanças (Mackenzie), Mestre em Controladoria e Finanças (FIPACAFI), pós-graduado em Economia (Unicamp) e em Administração Financeira (FGV), graduado em Ciências Contábeis (Mackenzie). Professor de pós-graduação e MBA. Autor de livros e artigos acadêmicos. Sócio da MRN Serviços Financeiros, conselheiro do IPCOM e do Chronos Fundos Patrimonial da USP São Carlos. Membro da Comissão de Previdência Complementar OAB/SP e da Assoc. de Diplomados da Escola Superior de Guerra (SP). Consultor do Raeffray Brugioni Advogados. (e-mail: Este endereço de e-mail está sendo protegido de spambots. Você precisa habilitar o JavaScript para visualizá-lo.).

(24.08.2026)