

Rio de Janeiro, 2 de fevereiro de 2020

Prezados cotistas,

Este documento é um relatório de análise da Squadra sobre o IRB-Brasil Resseguros S.A. (“IRB” ou “Companhia”) e deve ser compreendido como um complemento essencial da nossa carta aos cotistas (“Carta aos Cotistas”) enviada nesta mesma data. À vista disso, nós recomendamos a leitura prévia da Carta aos Cotistas, sobretudo de sua parte inicial, em que expomos nosso investimento *short* em ações do IRB, bem como procuramos apresentar esclarecimentos fundamentais. Ressaltamos novamente que a Squadra, como gestora de recursos, e fundos sob nossa gestão se beneficiam de uma queda de valor nas ações do IRB.

Este relatório de análise tem por objetivo apresentar nosso *research* sobre o IRB com maior aprofundamento. Todas as análises apresentadas neste relatório são baseadas em informações públicas, no entendimento e na opinião da Squadra sobre elas, assim como sobre o negócio de resseguros em geral. Ele se inicia com um sumário executivo e, na sequência, os diversos temas estão organizados em capítulos e seções. Ao apresentarmos nossas análises, fazemos referências às fontes primárias de onde obtivemos os dados. Elaboramos também apêndices complementares, em que constam memórias de cálculo, esclarecimentos metodológicos e considerações adicionais. Além disso, no documento, procuramos apresentar, de forma resumida, nosso entendimento sobre as conclusões da resposta enviada pelo IRB à Squadra em 26 de novembro de 2019 a respeito dos diferentes assuntos tratados.

Desde que o IRB realizou sua abertura de capital em bolsa de valores, no ano de 2017, temos dedicado esforços na análise de seus negócios e resultados. Nesse processo, encontramos indícios que apontam lucros normalizados (recorrentes) significativamente inferiores aos lucros contábeis reportados nas demonstrações financeiras da Companhia. Essa disparidade entre lucro contábil e lucro normalizado foi crescente durante o período e atingiu sua maior diferença nos resultados trimestrais mais recentes.

A seguir, apresentamos um resumo de nossa análise e conclusões. Um detalhamento sobre cada ponto é apresentado na sequência deste sumário executivo.

- **A rentabilidade acima da média de mercado do IRB desde o seu IPO foi sustentada por uma baixa sinistralidade dos riscos emitidos no Brasil.** No acumulado desse período de quase três anos, a sinistralidade contábil bruta de retrocessão foi de 35% no Brasil contra 72% no exterior.
- **Desde o início de 2017, no entanto, as seguradoras brasileiras reportaram recuperação de sinistros junto ao IRB em valor de R\$ 1,6 bilhão superior à despesa correspondente na DRE da Companhia.** Por ser uma resseguradora, o IRB é cessionário de riscos originalmente subscritos por suas seguradoras cedentes. Dados reportados pelas seguradoras à SUSEP informaram uma recuperação de sinistros junto ao IRB consistentemente superior à despesa correspondente na DRE da Companhia – despesa de sinistros de resseguro avisados bruta de retrocessão. Para os exercícios de 2017, 2018 e primeiros nove meses de 2019, a diferença acumulada totalizou R\$ 1,6 bilhão. Por outro lado, para o conjunto das demais 15 resseguradoras locais, a mesma comparação entre a informação regulatória proveniente das seguradoras e a despesa das empresas revela números coerentes.
- **Baseando-se nessas informações regulatórias reportadas à SUSEP, que consideram o R\$ 1,6 bilhão citado acima, a sinistralidade dos prêmios cedidos em resseguro para o IRB tem sido bastante próxima à sinistralidade média do mercado brasileiro.** Essa constatação não é condizente com a percepção sobre a qualidade superior dos negócios do IRB no Brasil.

- **Negócios do IRB na América do Sul apresentam sinistralidade elevada.** Em sua comunicação com o mercado, a Companhia menciona que entende possuir vantagens competitivas em suas operações na América do Sul. Ao conciliarmos informações disponibilizadas por reguladores, seguradoras latino-americanas e pelo próprio IRB, mapeamos sua atuação em três dos seus principais mercados na América do Sul. No Peru e no Chile, negócios subscritos são altamente competitivos, originados através de licitações públicas, com sinistralidades que superam sistematicamente 80%. Na Argentina, os demonstrativos financeiros da sucursal do IRB, divulgados pelo regulador local, apontam para índices combinados em torno de 100%.
- **A baixa sinistralidade observada nos resultados contábeis do IRB aparentemente não condiz com a performance de seus contratos.**
 - **A análise por anos de subscrição, feita a partir do triângulo de prêmios e sinistros, indica uma sinistralidade aproximada de 71%** para o acumulado dos contratos de 2014 a 2018 (cinco anos). O ano de 2014 coincide com o início da nova gestão, conforme destacado na apresentação institucional do IRB. Esse número de 71% é significativamente superior à sinistralidade comparável de 60% reportada na DRE do IRB desde o seu IPO.
 - **A despeito do lucro recorde, houve, em 2019, deteriorações substanciais e sucessivas da sinistralidade estimada pelo IRB para seus contratos subscritos entre 2016 e 2018.**
 - **Ainda assim, a sinistralidade projetada para os prêmios ganhos do ano de subscrição de 2019 é de apenas 30%, menos da metade da observada em seus contratos referentes aos anos imediatamente anteriores.** Os contratos de 2019 ainda se encontram em fase muito inicial de pagamento de indenizações e, por isso, o cálculo da sinistralidade é quase integralmente baseado nas provisões de sinistro estimadas pela Companhia.
 - **As informações do triângulo de sinistros indicam que, durante o exercício de 2019, houve um grande volume de reversão de provisões de sinistro referentes a contratos anteriores a 2014,** originados na época de empresa estatal.
- **Estimamos lucro antes de imposto de renda (LAIR) normalizado de -R\$ 112 milhões (negativo) para os primeiros nove meses de 2019, em comparação ao LAIR gerencial de R\$ 1,390 bilhão – uma diferença de R\$ 1,5 bilhão.** Acreditamos que os seguintes fatores tenham beneficiado o resultado do ano:
 - **Reconhecimento de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL.** Dados disponibilizados pela SUSEP mostram que, a partir de 2019, o IRB passou a constituir gradativamente essa expectativa, que é contabilizada como um redutor do saldo de Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL). Trata-se de uma estimativa, atuarial, de recebimentos de compensações futuras por sinistros que ainda não foram pagos pelo IRB. Esse montante atingiu saldo equivalente a expressivos 30% da PSL retida da Companhia, gerando relevantes ganhos *one-off*.
 - **Reversão material de provisões de sinistros referentes a anos de subscrição anteriores a 2014.** De acordo com as notas explicativas da Companhia, o saldo dessas “provisões antigas” se reduziu em R\$ 1,5 bilhão em apenas nove meses. Contrariamente ao que fazem as principais resseguradoras globais, o IRB não divulga em sua comunicação para o mercado o componente de *reserve releases*.
 - **Avaliação otimista dos contratos subscritos em 2019.** Segundo o triângulo de desenvolvimento de sinistros, a sinistralidade atualmente estimada é de apenas 30% para os prêmios ganhos dos contratos que se iniciaram no ano de 2019, ainda em fase embrionária de pagamento de indenizações. Como comparação, a sinistralidade estimada para o acumulado dos contratos dos cinco anos imediatamente anteriores (2014 a 2018) é de 71%. Acreditamos que essa avaliação é excessivamente otimista e que, dado o estágio inicial desses riscos, seria recomendável uma maior constituição de provisão para sinistros ainda não avisados.

- **Venda de participação no Minas Shopping.** O ganho de capital referente à venda da participação detida pelo IRB no Minas Shopping transitou como receita financeira na DRE, correspondendo a mais da metade do resultado financeiro do segundo trimestre de 2019 (“2T19”).
- **Remarcações de participações detidas em shopping centers.** Segundo comunicados ao mercado de empresas e fundos imobiliários, o IRB está em processo de venda do seu portfólio de shoppings adquirido há cerca de 30 anos. Acreditamos que grande parte dos ganhos referentes a essas alienações em curso já foram reconhecidos no resultado do terceiro trimestre de 2019 (“3T19”).
- **O IRB realizou realocações gerenciais em seus earnings release que podem ter influenciado a percepção de analistas sobre seus resultados.** No 2T19, o IRB reverteu R\$ 346 milhões de provisão IBNR, montante consideravelmente superior aos R\$ 158 milhões divulgados em seu *earnings release*. Formou-se uma percepção entre analistas de mercado que esse movimento estaria relacionado ao segmento Rural. Contudo, as notas explicativas mostram que houve reversão de IBNR em 12 das 14 linhas de negócio, sendo o segmento Rural o único em que houve constituição (e não reversão) de IBNR.
- **Desde o final de 2015, os prêmios retidos do IRB cresceram 97%, enquanto o float se reduziu em 57%.** Em empresas de resseguro, é comum que o *float* (aplicações financeiras provenientes do negócio de seguros) cresça em proporção parecida com o aumento dos prêmios ao longo do tempo. A geração de caixa da Companhia seguiu dinâmica diametralmente oposta à tipicamente observada no setor. Recebíveis cresceram em ritmo acima dos prêmios e da Provisão de Prêmios não Ganhos (PPNG), gerando um acúmulo de R\$ 1,3 bilhão de “prêmios ganhos não caixa” reconhecidos em resultado.
- **O Resultado Financeiro do IRB foi beneficiado por eventos pontuais e discricionários nos períodos recentes.** Além dos ganhos com a venda de participação no Minas Shopping e com a remarcação de seu portfólio de shoppings, ajustes a valor justo de fundo imobiliário exclusivo foram reconhecidos como receita financeira. Também identificamos resultado gerado por venda de crédito relacionado à massa falida do Banco Econômico, originado em 1995. Na sucursal do IRB na Argentina, enxergamos ganhos no resultado financeiro gerados pela desvalorização cambial do peso argentino, enquanto as respectivas perdas provenientes do capital investido no país são reconhecidas diretamente no patrimônio líquido, por serem contabilizadas como outros resultados abrangentes.
- **Ganhos não recorrentes reduziram as despesas administrativas e de imposto de renda.** Desde o segundo semestre de 2017, o IRB tem reconhecido as constituições de reserva especial do superávit da PREVIRB, em plano composto por ex-funcionários da época de estatal, como redutor da despesa de pessoal. Sem essa ativação, que depende de desempenho acima da meta atuarial para fundos patrocinados, a despesa administrativa teria sido 50% maior em 2018 e 34% maior nos 9M19. Além disso, a partir de 2018, o IRB passou a ativar gradualmente créditos tributários de prejuízos acumulados no exterior, reduzindo sua alíquota de imposto efetiva. Acreditamos que esses créditos ativados sejam decorrentes dos prejuízos históricos que o IRB teve em sua sucursal de Londres, ocorridos principalmente na década de 1980.
- **No segmento Rural, identificamos interpretações aparentemente equivocadas de parcela do mercado sobre o reconhecimento dos sinistros ocorridos no ano de 2019.** Nos primeiros meses de 2019, observamos elevados volumes de sinistros nas seguradoras brasileiras que atuam no ramo Agrícola, sobretudo na Brasilseg, principal cedente do IRB no segmento. A Companhia afirmou ter constituído IBNR de forma agravada para suportar o maior volume de sinistros, mas o valor provisionado nos pareceu baixo em face dos sinistros. No final do segundo trimestre, enquanto se formou a percepção de que os sinistros rurais já haviam sido suficientemente provisionados, a comparação entre balanços apontava diferença de valor estimado superior a R\$ 400 milhões entre as provisões para pagamentos de sinistro Rural do IRB e os ativos de resseguro da Brasilseg. O IRB realizou um volume bastante elevado de pagamento de sinistros rurais no terceiro trimestre, reconhecendo uma despesa de sinistros elevada no segmento. Apesar das despesas do segmento Rural, o terceiro trimestre de 2019 apresentou lucro recorde. Dentre os riscos emitidos no Brasil, três segmentos importantes apresentaram reversões de sinistros

avisados, de tal forma que a sinistralidade bruta de retrocessão nos negócios Brasil ex-Rural foi de +7% (positiva) no trimestre. As Provisões de Prêmios não Ganhos (PPNG) são inferiores no IRB em relação ao verificado pela Brasilseg, o que sugere um padrão de reconhecimento de prêmios mais acelerado pela Companhia em relação à sua cedente. Ao se reconhecer o prêmio ganho antes e o sinistro depois em relação ao contabilizado na seguradora, é gerado um resultado superior nas demonstrações de resultado da cessionária em relação ao verificado na cedente.

Índice

Resposta do IRB enviada à Squadra	8
Contextualização: características diferentes das observadas no setor	10
1. Recuperação de sinistros reportada pelas seguradoras brasileiras	13
1.1 Sinistralidade do IRB no Brasil e no exterior	13
1.2 Demonstrações contábeis das seguradoras brasileiras	14
1.3 Comparação entre despesa de sinistros avisados do IRB e recuperação de sinistros reportada pelas seguradoras cedentes	15
1.4 Mesma comparação para as Demais Resseguradoras Locais	18
1.5 Considerações sobre a recuperação de sinistros por contraparte reportada pelas seguradoras	19
1.6 Participação de mercado do IRB em prêmios e em sinistros	20
1.7 Considerações sobre a resposta do IRB enviada à Squadra	22
2. Negócios no exterior e na América do Sul	27
2.1 Prêmios no exterior e na América Latina	27
2.2 Resposta do IRB enviada à Squadra	29
2.3 Operação no Peru	29
2.4 Operação no Chile	30
2.5 Sucursal na Argentina	31
3. Sinistralidade por ano de subscrição dos contratos	33
3.1 Principais conclusões	33
3.2 Resposta do IRB enviada à Squadra	34
3.3 Sinistralidade de 71% nos anos de subscrição desde 2014 até 2018	35
3.4 Sinistralidade de 76% nos anos de subscrição recentes	36
3.5 Sinistralidade estimada de apenas 30% para o ano de subscrição de 2019	37
3.6 Padrão de deterioração da sinistralidade inicialmente estimada	38
3.7 Elevado volume de sinistros nos primeiros nove meses de 2019	39
4. Resultados de 2019	41
4.1 Principais conclusões	41
4.2 Resposta do IRB enviada à Squadra	42
4.3 Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	43
4.4 Reversão de Provisões de Sinistros de anos de subscrição anteriores a 2014	46
4.5 Avaliação otimista da sinistralidade dos contratos subscritos em 2019	48
4.6 Venda de participação no Minas Shopping (2T19)	49
4.7 Remarcação a valor justo de shopping centers (3T19)	51
5. Reclassificações no <i>earnings release</i>	58
5.1 Resposta do IRB enviada à Squadra	58
5.2 Reversão de provisão IBNR no 2T19	58
6. <i>Float</i> , Geração de Caixa e Recebíveis	62

6.1	Resposta do IRB enviada à Squadra	62
6.2	Princípio de Warren Buffett sobre prêmios e <i>float</i>	62
6.3	Consumo de Caixa nos primeiros nove meses de 2019	63
6.4	Recebíveis e sua comparação com a PPNG	64
6.5	Velocidade de reconhecimento de prêmios ganhos no segmento Rural.....	67
7.	Resultado Financeiro	70
7.1	Principais conclusões	70
7.2	Resposta do IRB enviada à Squadra	71
7.3	Quão recorrentes são os ganhos do IRB com a venda de participações detidas em shopping centers?	71
7.4	Reavaliação a valor justo de Fundo de Investimento Imobiliário (FII) exclusivo.....	74
7.5	<i>Time deposit</i> do Banco Econômico.....	75
7.6	Resultado financeiro da sucursal argentina.....	77
8.	Despesas Administrativas e Imposto de Renda	79
8.1	Resposta do IRB enviada à Squadra	79
8.2	Reconhecimento da reserva especial da PREVIRB	79
8.3	Ativação de crédito tributário de imposto de renda sobre prejuízo acumulado no exterior ...	81
9.	Volatilidade dos lucros mensais versus trimestrais.....	85
9.1	Volatilidade dos lucros mensais versus trimestrais	85
10.	Segmento Rural	86
10.1	Principais conclusões	86
10.2	Resposta do IRB enviada à Squadra	86
10.3	Parte relacionada com a Brasilseg, principal cedente do segmento Rural	87
10.4	Sinistros e provisionamento do segmento Rural no primeiro trimestre de 2019.....	88
10.5	Diferença entre provisões de sinistros do IRB e ativos de resseguro da Brasilseg no encerramento do primeiro semestre de 2019.....	90
10.6	Resultado do terceiro trimestre de 2019.....	91
10.7	Reversão de provisões nos segmentos Patrimonial, Transportes e Responsabilidades no 3T19	92
10.8	Sinistralidade de 2019 em relação ao histórico do segmento Rural	93
11.	Diferenças encontradas nas informações reportadas	95
11.1	Resposta do IRB enviada à Squadra	95
11.2	Diferenças entre as variações das provisões técnicas nas notas explicativas do 3T19.....	95
11.3	Diferenças na receita de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	97
11.4	Diferenças na alocação das receitas e despesas de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL por linha de negócio	98
11.5	Diferenças nas despesas de sinistro e saldos de balanço por linha de negócio	99

APÊNDICES

Apêndice A – Demonstrações e memórias de cálculo.....	i
Apêndice B – Considerações adicionais sobre a recuperação de sinistros por contraparte	xxxiv
Apêndice C – Considerações adicionais sobre o desenvolvimento de prêmios e sinistros por ano de subscrição	xxxvii

ANEXOS

Anexo A - <i>Prior Year Developments / Reserve Releases</i>	xlv
Anexo B – Escritura pública de compra e venda de participação no Minas Shopping.....	xlvi
Anexo C – Escritura pública de constituição do IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A. .	liii

Resposta do IRB enviada à Squadra

Com a finalidade de evitar eventual comunicação imprecisa, a Squadra compartilhou com o IRB suas análises e principais conclusões em documento enviado para a Companhia na data de 1º de novembro de 2019. No dia 26 de novembro, recebeu uma carta de resposta com análises técnicas feitas pela Companhia, acompanhada de quatro pareceres solicitados pelo IRB. Nesses pareceres, elaborados por especialistas em contabilidade, em ciências atuariais e por escritórios de advocacia, constavam respostas a questões formuladas pelo IRB a partir do seu entendimento sobre o estudo apresentado pela Squadra. A referida resposta se baseou apenas em informações públicas sobre a Companhia e cumpre ressaltar que o IRB discordou das conclusões da análise apresentada pela Squadra, tendo feito a seguinte afirmação na correspondência que nos foi endereçada:

“Com base na análise dos pareceres e memorandos elaborados pelos referidos professores e escritórios de advocacia especializados, fica evidenciado que a Comunicação enviada pela Squadra continha uma série de equívocos e impropriedades, os quais foram responsáveis por gerar conclusões equivocadas a respeito dos temas abordados.”

Entretanto, diante das explicações, opiniões e pareceres apresentados na resposta do IRB, nossa opinião se manteve a mesma. Sem que se pretendesse estabelecer um contraditório por meio de troca de correspondências, a Squadra enviou nova comunicação ao IRB no dia 13 de dezembro de 2019, descrevendo de forma sucinta e exemplificativa alguns dos vários itens em que, na nossa avaliação, a resposta da Companhia não enfrentou adequadamente os pontos levantados. Desde então, a Squadra não encaminhou comunicação adicional e também não recebeu nova correspondência enviada pela Companhia.

Nesta seção, apresentamos, de forma resumida, as conclusões da resposta enviada pelo IRB à Squadra na data de 26 de novembro de 2019.

Na resposta enviada pelo IRB, consta a conclusão da análise técnica realizada pela Companhia a respeito da análise da Squadra.

“Adiantamos, ainda, que a análise detalhada realizada pelo IRB Brasil RE dos pontos trazidos pela Squadra concluiu pela inexistência de quaisquer imprecisões ou inconsistências nas Demonstrações Financeiras da Companhia, Informações Trimestrais e seus respectivos comentários de desempenho, que traduzem de forma fidedigna os negócios conduzidos pelo IRB Brasil RE.”

A resposta do IRB enviada à Squadra é baseada em pareceres elaborados a pedido da Companhia por professores especialistas em contabilidade e escritórios de advocacia com o objetivo de suportar a análise técnica da Companhia.

“De forma a suportar sua análise técnica, o IRB Brasil RE solicitou e obteve opiniões independentes de especialistas em contabilidade / ciências atuariais e advogados especializados, de forma a deixar absolutamente claro o seu elevado nível de precisão nas informações que presta ao mercado.”

As análises técnicas formuladas pela Companhia e os referidos pareceres sustentam e afirmam os seguintes pontos:

- A total adequação regulatória e contábil dos procedimentos adotados pela Companhia e de suas demonstrações financeiras.
- A Companhia não tem como prática a divulgação de outros índices não contábeis em seus comentários de desempenho (*non-gaap measures*), tais como itens não recorrentes ou lucro normalizado, não havendo qualquer normativo legal ou regulamentar que exija que o IRB divulgue *non-gaap measures*.
- Sobre itens destacados pela Squadra como não recorrentes, que os mesmos estão dentro do escopo operacional da Companhia e devem compor o seu resultado operacional, não devendo ser classificados como não recorrentes. Tal consideração é feita para quaisquer movimentações de provisões, como

constituições, baixas, complementos e reversões, assim como para itens integrantes do resultado financeiro, incluindo ganhos de capital decorrentes de transações imobiliárias, remarcações a valor justo e resultados com operações específicas.

- Não há requisito legal para a divulgação individualizada do rendimento de determinados ativos financeiros, cabendo à Companhia exercer seu julgamento para a definição do nível de divulgação a adotar, bem como de ponderar os custos de se gerar tal informação individualizada.

Ademais, na resposta do IRB, há divergências de opinião sobre metodologias de estudo e sobre as conclusões alcançadas pela Companhia, bem como pelos pareceres solicitados, em relação à análise apresentada pela Squadra.

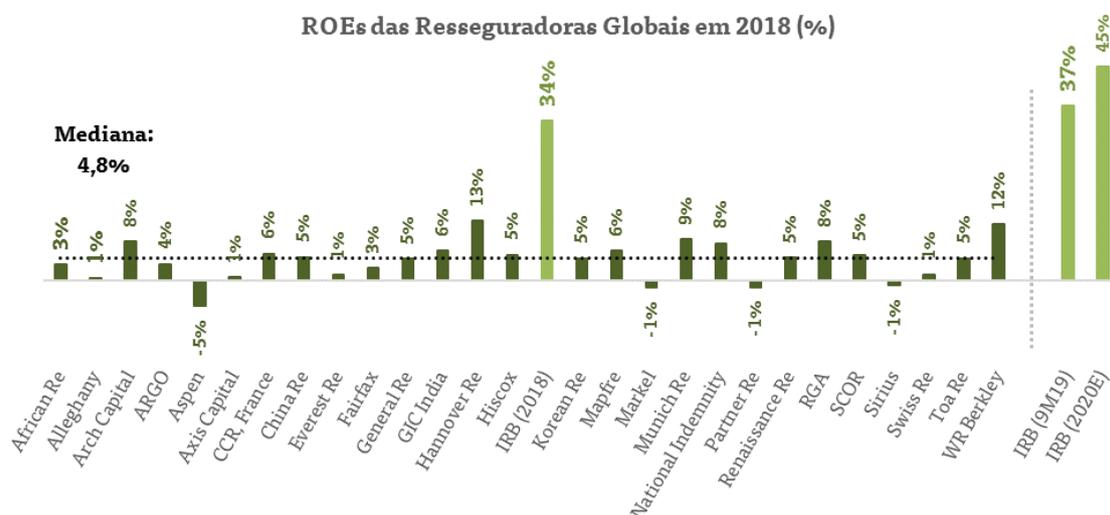
O IRB ressalta que possui práticas de governança extremamente robustas na elaboração, revisão e divulgação de suas demonstrações financeiras e comentários de desempenho. As demonstrações financeiras, bem como as informações trimestrais (ITRs) e os comentários de desempenho, são assinados conjuntamente por todos os membros da Diretoria Estatutária e contam com pareceres do Comitê de Auditoria e do Conselho Fiscal. Todos os ITRs também contam com parecer do Conselho de Administração. Além disso, a Companhia divulga semestralmente demonstrações contábeis auditadas por auditor independente e protocola na SUSEP anualmente o parecer da auditoria atuarial independente, em ambos os casos a auditoria é feita pela PricewaterhouseCoopers (PwC). Nos pareceres de auditoria da PwC, não há quaisquer ressalvas nas demonstrações de 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018.

A Companhia também destacou que é acompanhada por analistas de *Research* de 15 diferentes instituições, sendo que 11 tinham naquele momento recomendação de compra, 4 recomendações neutras e nenhuma recomendação de venda. E nenhuma das referidas 15 instituições, que têm acesso aos mesmos dados públicos, chegou a conclusões similares que a Squadra.

No decorrer deste relatório, procuramos apresentar, de forma resumida, nosso entendimento sobre as conclusões da resposta enviada pelo IRB à Squadra a respeito dos diferentes assuntos tratados.

Contextualização: características diferentes das observadas no setor

Nos últimos anos, e em especial no período desde o seu IPO, o IRB apresentou uma rentabilidade sobre patrimônio (ROE) substancialmente acima daquela obtida por outras resseguradoras, tanto brasileiras como estrangeiras. A figura abaixo expõe o ROE do ano de 2018 das maiores resseguradoras globais, segundo relatório anual publicado pela corretora Willis Re¹.



Fonte: Squadra, com base em “Willis Re Reinsurance Market Report – Results for year-end 2018”, Bloomberg.

A rentabilidade de 33,5% obtida pelo IRB em 2018 foi muito acima de qualquer outra resseguradora e mais de seis vezes o retorno de 4,8% da mediana das empresas do setor que constam no gráfico acima. Na análise da Squadra, contudo, a alta rentabilidade sobre o patrimônio não é a única característica que diferencia o IRB do habitualmente verificado em outras empresas do setor.

No negócio de resseguro, as empresas estão expostas a riscos voláteis, como sinistros de grandes riscos e eventos climáticos. No IRB, várias linhas de resultado apresentam alta variabilidade, mas o *bottom line* trimestral tem sido marcadamente pouco volátil desde o ano de seu IPO.

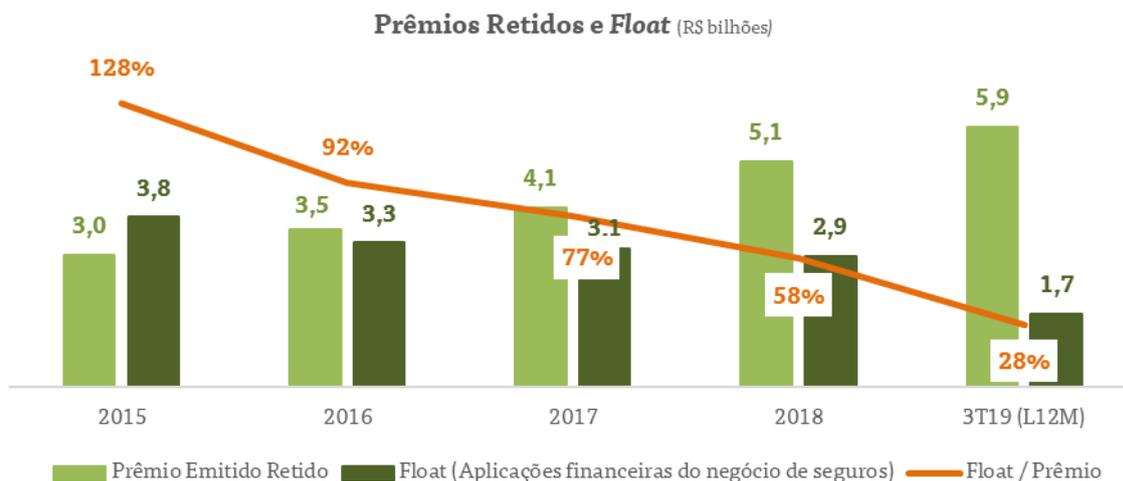


Fonte: Nota explicativa “3.2 Demonstrações de resultados – Visão negócio” das demonstrações financeiras do IRB.

Outro fator que nos chama a atenção é como a geração de caixa do IRB foi surpreendentemente fraca, não acompanhando os lucros elevados e o alto crescimento.

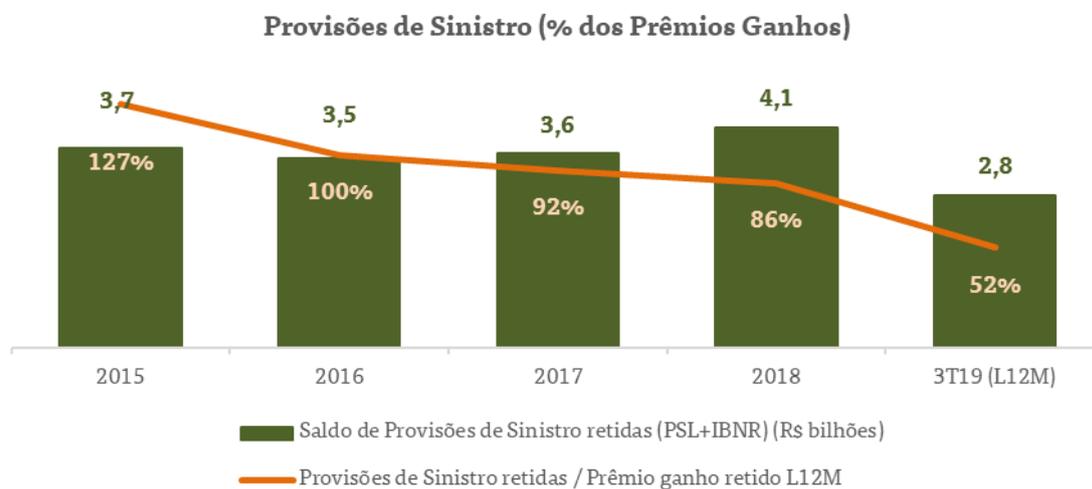
¹ No gráfico, foram incluídas as empresas que constam no relatório “Willis Re Reinsurance Market Report – Results for year-end 2018” e que fizeram parte das 50 maiores resseguradoras globais no ano de 2018, segundo o “Best’s Market Segment Report”, publicado pela AM Best.

Nos negócios de seguro e resseguro, primeiro as empresas recebem o prêmio e apenas depois pagam pelo eventual sinistro. O dinheiro que fica com as resseguradoras nesse intervalo de tempo é conhecido como *float*. Tipicamente, o *float* detido por uma resseguradora se mantém aproximadamente constante em relação ao volume de prêmios. No entanto, esse não foi o caso do IRB. Nos últimos quatro anos, enquanto os prêmios praticamente dobraram, o *float* decaiu a menos da metade do observado no encerramento de 2015.



Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “6. Aplicações Financeiras”, “13. Imóveis destinados a renda”, “24. Patrimônio Líquido” e “25. Detalhamento das contas de resultado”. Ver Apêndice A para metodologia, memória de cálculo mais considerações. Obs.: L12M significa “Last 12 months”, refletindo o acumulado dos últimos 12 meses.

Parte da razão para a queda do *float* está relacionada ao comportamento das provisões para pagamento de sinistros no período. Essas provisões também apresentaram queda em termos nominais e seu saldo reduziu de forma relevante, passando de 127% no fim de 2015 para 52% dos prêmios acumulados em 12 meses.



Fonte: Notas explicativas “3.1 Demonstrações de resultados – Visão por segmento de negócio”, “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)”, “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”, “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Novamente, essa dinâmica de quedas de provisões de sinistros em relação aos prêmios, consecutivas e de magnitude elevada, é algo diferente do que esperávamos para o negócio. Por sabermos que sinistros segurados e suas reservas possuem caráter de longo prazo, envolvendo intrinsecamente considerável grau de subjetividade, naturalmente as provisões foram um foco importante da nossa análise.

Na avaliação da Squadra, a combinação da fraca geração de caixa do IRB e da queda do saldo de suas provisões poderia sugerir um quadro de lucros contábeis acima dos resultados normalizados e recorrentes,

eventualmente beneficiados por fatores como ganhos não caixa, reavaliações de reserva ou avaliações otimistas a respeito dos riscos subscritos.

Esse é apenas o pano de fundo de nossa análise. Na sequência deste documento, estão divididos em capítulos nossos principais estudos e conclusões.

1. Recuperação de sinistros reportada pelas seguradoras brasileiras

1.1 Sinistralidade do IRB no Brasil e no exterior

Buscando quantificar as razões para a maior rentabilidade do IRB em relação a outras resseguradoras, os analistas da corretora Morgan Stanley, em relatório intitulado “*Apples and Oranges*”, publicado em abril de 2019, detalharam o ROE da Companhia entre os diversos componentes do resultado. Procederam, então, a uma comparação entre a composição da demonstração de resultados do IRB e a de um grupo de resseguradoras globais no exercício de 2018. Na comparação realizada, o componente da sinistralidade se destaca entre os fatores que explicam a diferença de retorno. Segundo os cálculos do Morgan Stanley, no ano de 2018, **a sinistralidade foi de 56% no IRB contra 75% para a mediana do grupo selecionado de resseguradoras globais², uma significativa diferença de 19 pontos percentuais.**

Compartilhando dessa constatação de que a sinistralidade foi fundamental no retorno obtido pelo IRB nos últimos anos, a Squadra, em seu processo de análise, buscou ampliar seu entendimento sobre esse componente.

Com base nas demonstrações financeiras do IRB, é possível examinar de que forma foi composta a sua sinistralidade entre riscos emitidos no Brasil e no exterior³. Além disso, os resultados com retrocessão⁴ também influem na composição da sinistralidade. Através da retrocessão, a Companhia transfere parte dos seus riscos, impactando tanto os prêmios como os sinistros que são utilizados no cálculo da sinistralidade. Para construção da figura a seguir, ressalta-se que os números utilizados foram integralmente retirados das demonstrações financeiras de 2018 do IRB, não havendo uso de nenhuma premissa ou estimativa pela Squadra.

No gráfico abaixo, em uma primeira leitura da direita para a esquerda, nota-se que a sinistralidade de 56% referenciada pelos analistas do Morgan Stanley é aquela divulgada pelo IRB em seu earnings release, de acordo com seu critério gerencial. No padrão contábil, a sinistralidade retida foi um pouco inferior: 53%. Quando olhamos o resultado antes da retrocessão, a sinistralidade foi de 42%. Finalmente, ao fazermos a distinção dos riscos entre aqueles originados no Brasil e no exterior, vemos que **a sinistralidade do Brasil foi de 21% e a do exterior, 74%.**



Fonte: Nota explicativa “25. Detalhamento das contas de resultado”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

No ano de 2018, percebe-se que a baixa sinistralidade no Brasil foi o fator que contribuiu positivamente para a sinistralidade de 56% destacada no início desta seção. Vale ressaltar que uma sinistralidade de 21% é muito baixa e raramente observada nos negócios de seguro e resseguro. No Brasil, em escala relevante, apenas operações

² Grupo selecionado no relatório composto por Hannover Re, Munich Re, RGA, SCOR, RNR, China Re, Swiss Re e Everest Re.

³ Nas notas explicativas da Companhia, as informações contábeis são divididas em quatorze “linhas de negócio”, também referidas como “grupos de atuação”. Os segmentos Aceitações do exterior e Sucursais no exterior são considerados no negócio Exterior. Os demais doze segmentos são considerados no negócio Brasil.

⁴ Neste documento, nos referimos aos valores contábeis antes da transferência de riscos para o retrocessionário como “brutos de retrocessão”. Após essa transferência de riscos, são tratados como “retidos”. Essa nomenclatura se aplica tanto para saldos contábeis como para linhas de resultado.

de *bancassurance* originada nos grandes bancos de varejo, que pouco são resseguradas, e de garantia estendida, em que as comissões praticadas são muito elevadas, possuem sinistralidade nesse patamar.

Quando se observam os resultados do IRB desde o ano de seu IPO, que englobam os exercícios de 2017, 2018 e os nove primeiros meses de 2019 (“9M19”), verifica-se que esse comportamento de 2018 não foi exceção.



Fonte: Notas explicativas “3 Informações por segmento de negócios” e “25. Detalhamento das contas de resultado”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

A sinistralidade no Brasil contribuiu de forma positiva em cada período individualmente. Desde o início de 2017, a sinistralidade acumulada do Brasil é de 35% contra 72% no exterior.

1.2 Demonstrações contábeis das seguradoras brasileiras

O setor de seguros e resseguros no Brasil é regulado pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). Analistas interessados no setor se beneficiam dessa regulação, pois dispõem de um conjunto de informações públicas sobre os entes regulados.

Em seu *website*, a SUSEP publica demonstrações contábeis semestrais auditadas de seguradoras e resseguradoras sediadas no Brasil. Além disso, disponibiliza, através da página “SES – Sistema de Estatísticas da SUSEP”, uma ampla base de dados com informações providas pelos entes regulados, as quais incluem demonstrações de resultado intermediárias com periodicidade mensal e detalhamentos sobre prêmios, despesas de provisão e reservas.

Resseguradoras dependem de seguradoras para originar seus negócios. Os riscos são originalmente subscritos por seguradoras e, então, cedidos para resseguradoras através de operações de resseguro.



Considerando esse fato, consolidamos as demonstrações de resultado de todas as seguradoras sediadas no Brasil, com interesse específico no resultado com resseguro auferido. Enfocamos especialmente os prêmios cedidos e a recuperação de sinistros⁵, buscando calcular a sinistralidade dos riscos ressegurados pelas seguradoras cedentes.

⁵ Não utilizamos as linhas de “Receita com Participação em Lucros” e de “Outros Resultados” que compõem o resultado de resseguro por não afetarem o cálculo da sinistralidade e serem de menor montante.

Seguradoras Locais - Resultado com Resseguro (R\$ bilhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Prêmios emitidos cedidos	(11,1)	(12,0)	(10,3)	(33,4)
(+) Comissão de resseguro	2,0	2,1	1,9	5,9
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(9,1)	(9,9)	(8,4)	(27,4)
(+/-) Variação das provisões técnicas	0,4	0,7	1,0	2,0
Prêmios ganhos cedidos líquidos de comissão	(8,7)	(9,3)	(7,4)	(25,4)
(+) Recuperação de sinistros	5,7	6,4	6,7	18,7
Total	(3,1)	(2,9)	(0,7)	(6,7)

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Tomando o ano de 2018 como exemplo na tabela acima, vemos que as seguradoras cederam R\$ 12,0 bilhões de prêmios (R\$ 9,9 bilhões líquidos de comissão) para resseguradores e tiveram R\$ 6,4 bilhões de recuperação de sinistros no exercício.

Com base nas informações da tabela, podemos estimar a sinistralidade do prêmio cedido pelas seguradoras. Para tal, faz-se necessário adotar como premissa que a composição da variação das provisões de prêmios na tabela anterior segue a mesma proporção do prêmio emitido cedido líquido de comissão⁶.

Seguradoras Locais - Sinistralidade estimada do prêmio ressegurado (%)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Prêmios ganhos cedidos brutos de comissão - estimados	(10,6)	(11,2)	(9,1)	(30,9)
Recuperação de sinistros	5,7	6,4	6,7	18,7
Sinistralidade - estimada	53%	57%	74%	61%

Fonte: Squadra com base no Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

No quadro acima, percebemos que a **sinistralidade estimada do prêmio cedido pelas seguradoras locais foi de 61% no acumulado desde 2017**, de acordo com as demonstrações de resultados reportadas pelas seguradoras para a SUSEP. **Enquanto isso, vimos na seção anterior que o IRB apresentou sinistralidade de 35% no mesmo período em seus prêmios domésticos**. Ressalta-se que o IRB é o líder de mercado no Brasil, possuindo em 2018 um *market share* de 37%⁷. Dada a relevância do IRB no mercado doméstico, seria esperado que sua sinistralidade não divergisse de forma tão significativa da sinistralidade do prêmio cedido pelas seguradoras. Principalmente, em um período acumulado de quase três anos. Para que a sinistralidade do IRB e aquela verificada pelas seguradoras nos seus riscos cedidos conversassem entre si, estaria implícita uma sinistralidade próxima a 75% para as demais resseguradoras que subscrevem risco no Brasil, incluindo locais e estrangeiras. Ainda mais considerando a prática da indústria de utilizar painéis de resseguro com mais de uma contraparte, não conseguíamos compreender um “*cherry picking*” em tão larga escala.

1.3 Comparação entre despesa de sinistros avisados do IRB e recuperação de sinistros reportada pelas seguradoras cedentes

Dentre os dados disponíveis na base SES da SUSEP, destacamos aqui a **recuperação de sinistros avisados pelo conjunto das seguradoras brasileiras junto às suas resseguradoras. Essa é uma informação regulatória, reportada pelas seguradoras para a SUSEP**, através do preenchimento do sistema FIPSUSEP, no “QUADRO 51 – MAPAS DEMONSTRATIVOS – MOVIMENTAÇÃO DE RESSEGUROS – REPASSE” (“Quadro 51”).

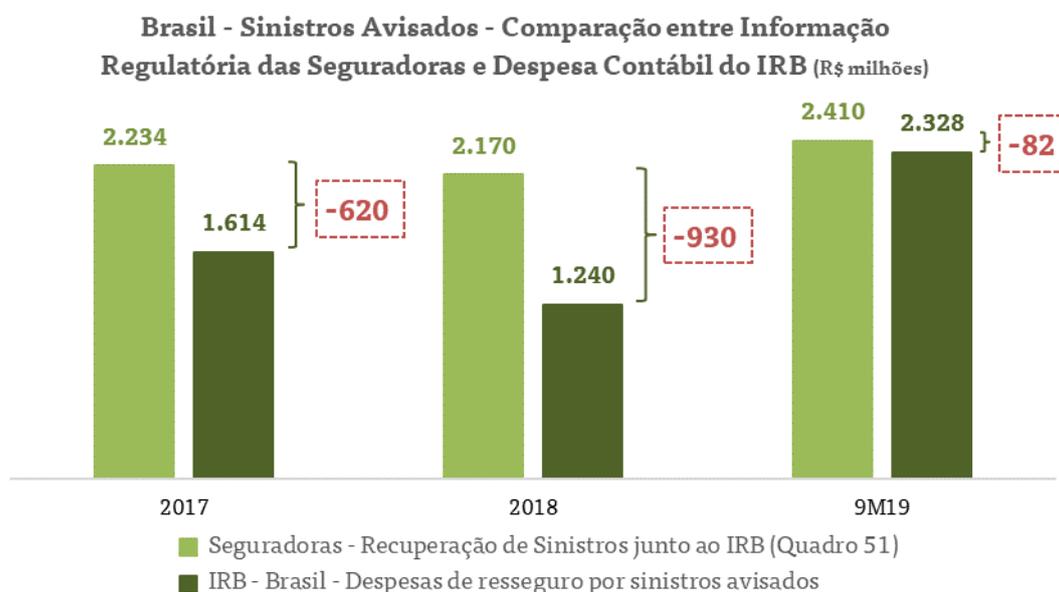
⁶ No padrão adotado pela SUSEP, as seguradoras divulgam as variações das provisões de prêmios líquidos de comissão, não havendo o detalhamento de sua composição entre prêmios brutos de comissão e o componente específico da comissão de resseguro. Sendo assim, faz-se necessário adotar como premissa que a quebra entre os dois componentes segue a mesma proporção observada nos prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão. A memória de cálculo se encontra no Apêndice A.

⁷ Fonte: Apresentação Institucional do IRB de agosto de 2019.

Essa informação passou a ser divulgada no ano de 2019 pela SUSEP. Nesses dados, não são disponibilizadas as contrapartes de cada seguradora individualmente, pois isso acabaria por expor muito da relação direta comercial entre seguradora e resseguradora. Contudo, para o agregado de todas as seguradoras atuantes no Brasil, conseguimos ver os valores de sinistros avisados recuperados abertos por contraparte, seja essa o IRB, uma das demais 15 resseguradoras locais ou mesmo uma das dezenas de empresas de resseguros *offshore* que aceitam riscos do Brasil.

Quando comparamos essa informação regulatória reportada pelas seguradoras com as demonstrações financeiras do IRB, encontramos uma diferença significativa. **As seguradoras informaram recuperação de sinistros avisados junto ao IRB em um patamar superior à despesa contábil reconhecida pela Companhia no mercado doméstico.**

No gráfico abaixo, vemos o comparativo ano a ano entre a informação regulatória reportada pelo conjunto das seguradoras brasileiras para a SUSEP e a informação contábil do IRB. Tomando como exemplo o ano de 2018, objeto do estudo do Morgan Stanley, as seguradoras brasileiras informaram à SUSEP que recuperaram junto ao IRB R\$ 2,170 bilhões em sinistros. Em contrapartida, as demonstrações contábeis do IRB mostraram sinistros avisados brutos de retrocessão de R\$ 1,240 bilhão referente ao mercado doméstico no mesmo exercício. Há uma diferença de R\$ 930 milhões apenas no ano de 2018.



Fonte: Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) e Quadros 329 e 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Importante observar que **essa diferença não é um evento isolado do ano de 2018. Quando observamos os números de 2017 e 2019, encontramos novamente números inferiores nas despesas de sinistro do IRB em relação ao reportado pelas seguradoras. No acumulado dos três anos, a diferença totaliza R\$ 1,6 bilhão.**

As tabelas a seguir refletem a reconciliação dos números do IRB, de forma a esclarecer como a despesa de resseguro por sinistros avisados no Brasil, utilizada no gráfico anterior, está inserida nas demonstrações de resultado contábeis do IRB.

IRB - Sinistros diretos brutos de retrocessão (R\$ milhões)	2017	2018	9M19
Sinistros diretos brutos de retrocessão	(2.475)	(2.895)	(3.889)
Exterior	(825)	(1.671)	(1.907)
Brasil	(1.649)	(1.224)	(1.982)

Fonte: Nota explicativa "25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)".

IRB - Brasil - Sinistros diretos brutos de retrocessão (R\$ milhões)	2017	2018	9M19
Brasil - Sinistros diretos brutos de retrocessão	(1.649)	(1.224)	(1.982)
Brasil - Variação do IBNER	(27)	15	49
Brasil - Sinistros de retrocessões aceitas	(9)	1	(27)
Brasil - Constituição de expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL	-	-	324
Brasil - Despesas de resseguro por sinistros avisados	(1.614)	(1.240)	(2.328)

Fonte: Quadros 329 e 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: Existe uma discordância no reconhecimento contábil da constituição da expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL. As informações de despesas, extraídas do Quadro 329 da base SES da SUSEP, não se conciliam adequadamente com as informações de saldo, extraídas do Quadro 330. Essa questão é explorada em detalhes na seção “11.3 Diferenças na receita de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL”.

Partimos dos “Sinistros diretos” brutos de retrocessão que constam nas demonstrações financeiras da Companhia e isolamos as modalidades relacionadas à atuação no exterior. Para que o número seja comparável, retiramos dos sinistros diretos as seguintes informações que são reportadas pelo IRB para a SUSEP e disponibilizadas na base de dados do regulador:

- Variação da provisão IBNER⁸;
- Parcela do sinistro direto relacionada às retrocessões aceitas pelo IRB provenientes de resseguradores brasileiros;
- Constituição de expectativa de salvados e ressarcimentos da Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL) – essa constituição foi iniciada pelo IRB em 2019 e será abordada especificamente na seção “4.3 Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL”.

Evidentemente, entendemos que os números entre seguradoras e resseguradoras não devem ser rigorosamente iguais. Existem alguns motivos para isso e elencamos abaixo os que entendemos como principais:

- Diferença temporal entre o recebimento do aviso de sinistro pela seguradora e o prazo para que a mesma comunique o ocorrido à resseguradora;
- Diferentes percepções de valores a serem reconhecidos na PSL pela seguradora e pela resseguradora na avaliação de um novo sinistro avisado;
- Reavaliação de reservas de sinistros reportados em anos anteriores.

Dada a natureza do negócio de resseguro, todas essas razões se apresentam como transitórias. Levando ao limite, no momento do efetivo pagamento do sinistro recuperado, a recuperação contabilizada pela seguradora e a despesa contabilizada pela resseguradora precisam convergir. Assim, para um novo sinistro avisado, eventuais diferenças de avaliação inicial serão compensadas por reavaliações feitas por uma das partes até o momento do efetivo pagamento.

Por essas razões, achamos interessante observar como os números se comparam em cada período individualmente e, sobretudo, em um horizonte mais longo. No caso do IRB, desde o início de 2017, a diferença acumulada se aproxima de R\$ 1,6 bilhão, favorecendo o seu resultado.

⁸ Provisão de ajuste para Sinistros ocorridos e não suficientemente avisados. Em inglês, *Incurring But Not Enough Reported* (IBNER).

Brasil - Sinistros Avisados - Comparação entre Informação Regulatória das Seguradoras e Despesa Contábil do IRB

(R\$ milhões)



Fonte: Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) e Quadros 329 e 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Ao longo do tempo, em uma visão de recorrência de negócio, não enxergamos razão para que a despesa de sinistros avisados do IRB permaneça abaixo da recuperação de sinistros reportados pelas seguradoras. Como dissemos, esses números não deveriam ser idênticos, mas próximos entre si, principalmente quando olhamos janelas longas. Sendo assim, somente eventos não recorrentes e não caixa, como por exemplo, reversão de provisões de sinistros de períodos anteriores, poderiam justificar diferenças de tão grande magnitude em um período de quase três anos.

1.4 Mesma comparação para as Demais Resseguradoras Locais

Procedemos, então, à análise da mesma informação para o conjunto de todas as demais quinze resseguradoras locais (“Demais Resseguradoras Locais”), para as quais também dispomos das demonstrações de resultado no padrão exigido pela SUSEP.

Brasil - Sinistros Avisados - Comparação entre Informação Regulatória das Seguradoras e Despesa Contábil das Demais Resseguradoras Locais (R\$ milhões)



Fonte: Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) e Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. No Apêndice A, exibimos a composição desses montantes por empresa.

Nesse caso, no período observado, o **volume de sinistros que as cedentes esperam recuperar junto a esse grupo de resseguradoras foi bastante próximo à despesa contábil de sinistros avisados desses players.** A comparação demonstra até mesmo uma despesa de provisionamento um pouco superior por parte desse conjunto de resseguradoras, como se observa no gráfico anterior.

1.5 Considerações sobre a recuperação de sinistros por contraparte reportada pelas seguradoras

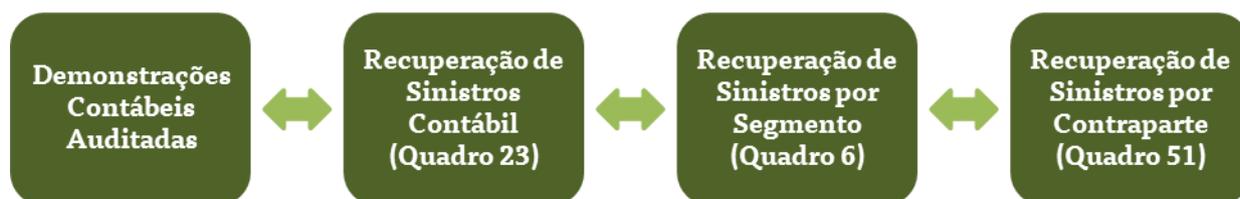
Ao nos depararmos com uma divergência consistente entre a informação regulatória dos sinistros recuperados pelas seguradoras junto ao IRB e a informação contábil da Companhia, buscamos nos certificar em relação à confiabilidade dos dados disponibilizados pelos *players* na base SES da SUSEP. Nesta seção, discorreremos brevemente sobre os cruzamentos realizados e concluímos que os dados disponibilizados são aderentes às demonstrações contábeis das seguradoras.

As seguradoras brasileiras publicam semestralmente demonstrações contábeis auditadas, as quais estão disponíveis no site da SUSEP. Além disso, mensalmente, as entidades supervisionadas reportam suas demonstrações de resultado através do “QUADRO 23 – DEMONSTRAÇÃO – RESULTADO NO PERÍODO” (“Quadro 23”) do sistema FIPSUSEP. No fechamento de cada semestre e exercício anual, a DRE reportada no sistema deve ser coerente com as demonstrações contábeis auditadas.

Adicionalmente, os sinistros, que nos interessam especialmente neste estudo, são detalhados pelas seguradoras através do “QUADRO 6 – MAPAS DEMONSTRATIVOS – SINISTROS OCORRIDOS” (“Quadro 6”). Nesse quadro, as empresas devem informar os valores contabilizados no mês de referência de sinistros ocorridos e recuperações com resseguro para cada ramo.

Finalmente, como já mencionado, através do Quadro 51, as seguradoras reportam por contraparte o movimento mensal de seus contratos de resseguros.

Para cada quadro preenchido pelas entidades reguladas no sistema, há uma seção de “CRÍTICAS/CRUZAMENTOS”, criadas pelo regulador com o propósito de assegurar a consistência das informações fornecidas. O esquema a seguir ilustra a coerência dos dados sobre sinistros recuperados que precisa ser respeitada⁹ no envio de informações para a SUSEP:

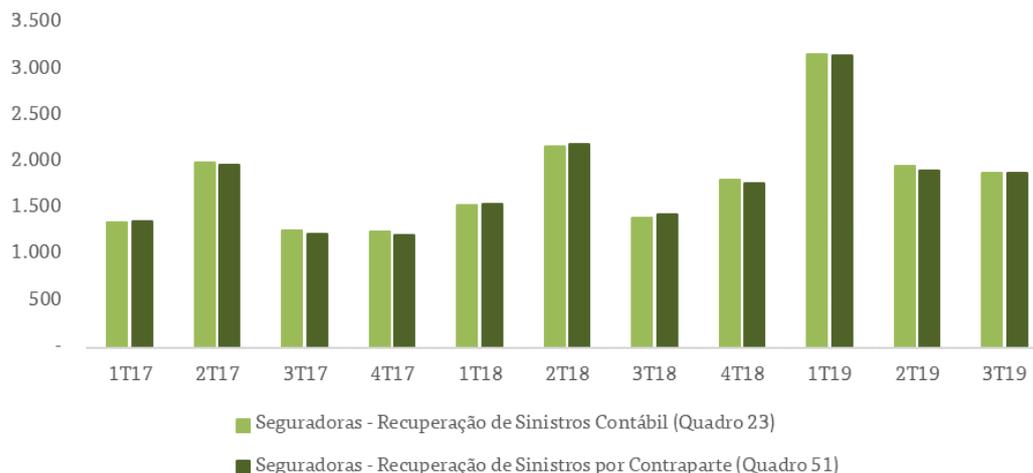


O gráfico exposto na sequência, que contém a informação agregada de todas as seguradoras do país, evidencia a aderência da recuperação de sinistros por contraparte reportada pelas seguradoras com suas demonstrações de resultado¹⁰.

⁹ Visando assegurar a consistência das informações sobre sinistros, há regras de cruzamento entre os Quadros 23 e 6. Para garantir a conformidade da informação de sinistros recuperados por contraparte no Quadro 51, há um cruzamento com o Quadro 6 por meio da regra 8239 do Manual de Preenchimento do FIPSUSEP.

¹⁰ De acordo com as regras de cruzamento de dados determinadas pela SUSEP, a comparação deve ser feita entre “Recuperações” do Quadro 51 e a soma das rubricas “Indenização de Sinistros – Recuperação” e “Despesas com Sinistros – Recuperação” do Quadro 23. Para explicação mais aprofundada, consultar o Apêndice B.

Seguradoras - Recuperação de Sinistros Avisados (R\$ milhões)



Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) e Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

No “Apêndice B – Considerações adicionais sobre a recuperação de sinistros por contraparte”, exploramos mais a fundo a checagem de dados provenientes do Quadro 51 do FIPSUSEP. Consideramos importante a leitura desse apêndice para melhor compreensão das análises expostas neste capítulo.

Através do Quadro 51 do FIPSUSEP, são reportadas pelas seguradoras apenas as recuperações de sinistros **avisados** por contraparte. Há outros componentes que integram a recuperação de sinistros, sendo os principais as variações das provisões de IBNR e IBNER e a receita com salvados e ressarcimentos, que não integram a informação regulatória disponibilizada pela SUSEP. Sendo assim, para nossa análise, é fundamental a compreensão de quão relevante é a recuperação de sinistros avisados para o resultado com resseguro das seguradoras. Na tabela a seguir, separamos o componente dos sinistros avisados dos demais componentes das receitas de resseguro por recuperação de sinistros.

Seguradoras Locais - Composição da Recuperação de Sinistros (R\$ bilhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Recuperação de sinistros avisados	5,9	6,9	7,0	19,8
Demais componentes da recuperação de sinistros	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(1,1)
Recuperação de Sinistros	5,7	6,4	6,7	18,7
Relevância dos sinistros avisados (%)	104%	108%	105%	106%

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Pela tabela acima, fica explícito que a recuperação dos sinistros avisados é o fator preponderante na composição dos sinistros recuperados pelas cedentes, tendo representado 106% da recuperação de sinistros das seguradoras brasileiras nos últimos dois anos e nove meses.

1.6 Participação de mercado do IRB em prêmios e em sinistros

Nesta seção, investigamos qual a participação de mercado do IRB tanto em prêmios como em sinistros. Nosso objetivo é verificar se o IRB possui um *market share* de prêmios substancialmente superior à sua participação na recuperação de sinistros reportada pelas seguradoras, de forma a justificar seus resultados contábeis consideravelmente melhores que os observados nos *peers*.

Para essa análise, segmentamos o mercado em três grupos: IRB, Demais Resseguradoras Locais e Resseguradoras *Offshore*¹¹. Há diversas formas de se calcular a composição dos prêmios reconhecidos por cada grupo com base nas informações públicas. Podem ser utilizados critérios de prêmios emitidos ou ganhos, brutos

¹¹ Resseguradoras estrangeiras com atuação no mercado brasileiro sem estarem constituídas na forma de sociedade anônima sediada no Brasil. Incluem tanto resseguradoras admitidas quanto eventuais.

ou líquidos de comissão. Neste estudo, o critério encontrado pela Squadra que envolve a menor necessidade de adoção de premissas foi o de prêmio emitido líquido de comissão, por ser o padrão adotado pela SUSEP.

Nas informações da base SES da SUSEP, temos a composição informada pelas seguradoras brasileiras dos prêmios cedidos por tipo de resseguradora (Local ou *Offshore*). No entanto, nos dados provenientes das seguradoras, os prêmios cedidos para resseguradoras locais não são discriminados entre IRB e Demais Resseguradoras Locais. Por essa razão, optamos por utilizar os prêmios contabilizados nas demonstrações de resultado das próprias resseguradoras. Já para as resseguradoras *Offshore*, utilizamos a informação dos prêmios cedidos fornecida pelas seguradoras.

Para o IRB, chegamos em um market share de prêmios de 37% no acumulado desde 2017, em linha com o mencionado pela Companhia em sua apresentação institucional¹².

Prêmio emitido líquido de comissão por tipo de resseguradora (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
IRB - Contábil	3.140	3.588	3.047	9.775
Demais Resseguradoras Locais - Contábil	3.507	3.608	2.719	9.834
Resseguradoras <i>Offshore</i> - informado pelas Seguradoras	2.316	2.480	2.015	6.811
Total	8.963	9.677	7.781	26.420
IRB (% Total)	35%	37%	39%	37%

Fonte: Squadra, com base no Quadro 2 (tabela SES_ValoresMovRamos), Quadro 23 (tabela SES_Balanco) e Quadro 327 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: Nas informações extraídas do Quadro 327 para o IRB e as Demais Resseguradoras Locais, não são considerados os grupos de ramos "Outros", "Aceitação no Exterior", "Sucursal no Exterior" e "Saúde". Os três primeiros por serem relativos a operações no exterior, enquanto "Saúde" é desconsiderado em função desses prêmios não serem cedidos por entidades reguladas pela SUSEP. São considerados apenas os prêmios de resseguro.

Para a participação dos sinistros, as seguradoras reportam à SUSEP o montante recuperado perante cada uma das contrapartes que atuam no Brasil, incluindo resseguradoras *Offshore*, através do Quadro 51 do FIPSUSEP. **No acumulado desde o início de 2017, segundo o reportado pelas seguradoras à SUSEP, o IRB foi responsável por 35% de participação nos sinistros avisados recuperados pelas cedentes.**

Seguradoras - Recuperação de sinistros por tipo de resseguradora (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
IRB	2.234	2.170	2.410	6.813
Demais Resseguradoras Locais	1.858	2.554	2.116	6.528
Resseguradoras <i>Offshore</i>	1.701	2.229	2.443	6.373
Total	5.793	6.952	6.969	19.714
IRB (% Total)	39%	31%	35%	35%

Fonte: Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Ao cruzarmos essas informações, vemos que a participação do IRB nos sinistros avisados recuperados pelas cedentes foi muito próxima ao seu market share de prêmios no período analisado.

Market Share	Prêmios		Sinistros Avisados
IRB	37%	×	35%
Demais Resseguradoras Locais	37%	×	33%
Resseguradoras <i>Offshore</i>	26%	×	32%

Acumulado desde 2017

Fonte: Squadra, com base no Quadro 23 (tabela SES_Balanco), Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) e Quadro 327 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

¹² Fonte: Apresentação Institucional do IRB de agosto de 2019. Na apresentação institucional, a Companhia menciona o market share de 37% especificamente para o ano de 2018.

Pode-se observar também que a participação do IRB nos sinistros próxima ao seu *market share* em prêmios aconteceu em cada um dos três períodos observados individualmente. Essa constatação faz sentido dada a elevada participação de mercado que o IRB possui no país e as características do negócio de resseguro. Nos painéis de resseguro, é prática comum a cedente optar por contratar mais de uma contraparte, justamente no intuito de pulverizar riscos de crédito e minimizar o impacto de eventuais mudanças de estratégia ou apetite de risco de terceiros. Dada essa dinâmica, é provável que os 37% de *market share* do IRB, na realidade, resultem de uma presença na maioria dos painéis do mercado brasileiro, dificultando ainda mais uma eventual diferenciação.



Fonte: Squadra, com base no Quadro 23 (tabela SES_Balanco), Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) e Quadro 327 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019

A comparação entre a participação de mercado do IRB em prêmios e sinistros sugere que os riscos emitidos pela Companhia no Brasil apresentam sinistralidade próxima à média de mercado – constatação que não é condizente com a percepção de parte do mercado sobre a qualidade superior de seu negócio e nem com a baixa sinistralidade doméstica observada nos exercícios recentes. Ao longo do tempo, em bases recorrentes e sustentáveis, acreditamos que a sinistralidade do IRB no Brasil deve ser próxima àquela observada no prêmio cedido pelas seguradoras que atuam no Brasil.

Nesse sentido, para analistas focados no *earnings power* das empresas e conhecedores da volatilidade histórica dos seguros de grandes riscos, é importante constatar que a sinistralidade média do risco cedido em resseguro pelas seguradoras brasileiras em um período de oito anos (2012 até setembro de 2019) foi de 65%¹³.

1.7 Considerações sobre a resposta do IRB enviada à Squadra

A Squadra apresentou a análise que consta neste capítulo para o IRB através de carta enviada no dia 1º de novembro de 2019. Na ocasião, o estudo tinha sido baseado nos resultados disponíveis até o 2T19, apontando os sinistros avisados recuperados pelas seguradoras junto ao IRB superiores à despesa contabilizada pela Companhia em uma diferença acumulada de R\$ 2,0 bilhões entre o início de 2017 e junho de 2019. No 3T19, essa diferença se reduziu devido ao grande volume de sinistros pagos no segmento Rural no trimestre, como veremos com mais detalhe no capítulo “10. Segmento Rural”.

O IRB enviou uma correspondência de resposta para a Squadra no dia 26 de novembro de 2019. Sobre a análise apresentada neste capítulo com a sinistralidade aberta entre Brasil e exterior, destacou que as informações são todas públicas e que constam das demonstrações contábeis da Companhia.

O IRB salientou que, se analisarmos um horizonte a partir de 2015, chega-se a um recorte diferente. Em 2015, a sinistralidade foi 54% no Brasil contra 47% no exterior e, em 2016, 53% no Brasil contra 54% no exterior. Em relação a essa consideração da Companhia, a Squadra focou nos anos a partir de 2017 por ser o ano da abertura de capital do IRB e por ser o período a partir do qual temos a informação regulatória proveniente do Quadro 51

¹³ Ver Apêndice A para memória de cálculo.

para fazer a comparação entre a recuperação de sinistros avisados juntos ao IRB e as despesas de sinistros diretos do IRB no Brasil. Sobre a sinistralidade mais baixa no exterior para os anos de 2015 e 2016, cabe ressaltar que, no critério bruto de retrocessão, a Companhia teve despesas de provisão IBNR de apenas R\$ 35 milhões (4% dos prêmios ganhos) e de R\$ 20 milhões (2% dos prêmios ganhos) respectivamente. Esse foi um período de crescimento muito expressivo, o que comumente demanda constituições de provisão IBNR, visto que os prêmios ganhos de riscos do exterior cresceram 181%, passando de R\$ 405 milhões em 2014 para R\$ 1,135 bilhão em 2016.

Sobre a análise baseada nos sinistros avisados recuperados pelas seguradoras junto ao IRB, a Companhia afirmou que “a comparação efetuada no estudo de caso encaminhado pela Squadra não reflete a realidade dos fatos.” E que, “de forma a ter uma opinião independente sobre o tema”, solicitou parecer técnico atuarial elaborado por consultor contendo respostas a quesitos preparados pela Companhia.

Em seu parecer, o consultor julga interessante acrescentar o componente da provisão IBNR na análise. No entanto, ao abordar o estudo apresentado pela Squadra, a análise que consta na resposta enviada pela Companhia, a nosso ver, equivooca-se ao confundir elementos de DRE e de balanço patrimonial, ou seja, de fluxo e estoque (grifos nossos):

“(…) segue abaixo quadro **comparativo do IBNR alocado** pelas seguradoras **em seus balanços** aos resseguradores com o IBNR contabilizado pelo IRB em cada data base:

	Total de Ativo de Resseguro - IBNR - Seguradoras	Proxy do IBNR alocado ao IRB considerando Market Share de 36% (A)	IBNR IRB - Demonstrações Contábeis (B)	(C) = (B) - (A)
31/12/2017	1.544.685.929	556.086.934	1.142.281.000	586.194.066
31/12/2018	1.561.922.024	562.291.929	1.041.008.000	478.716.071
30/06/2019	1.618.742.906	582.747.446	812.064.000	229.316.554

“(…) Outra análise que pode ser feita: **adicionando-se a parcela (C) ao valor de despesa de resseguro** por sinistros avisados temos a seguinte situação:



Como se nota, fazendo a comparação correta, a diferença observada é muito menor que aquela apontada pela Squadra, caindo de R\$ 2 Bi para aproximadamente R\$ 700 Milhões. ”

O estudo realizado pela Squadra apresentou a comparação ano a ano entre as despesas de sinistros avisados do IRB e as receitas de recuperação correspondentes das seguradoras cedentes. Trata-se de um comparativo entre itens integrantes das demonstrações de resultado (DRE) de seguradoras e resseguradora, no caso, o IRB. Já a “parcela (C)”, adotada no parecer atuarial, é calculada usando saldos de balanço das contrapartes. Assim sendo, não poderia ser incorporada em um comparativo entre receitas e despesas tal qual consta na resposta enviada pela Companhia.

Na construção de seu parecer, o consultor inicia com o que nos parece ser um mau entendimento sobre a análise elaborada pela Squadra (grifo nosso):

“A comparação efetuada no estudo de caso encaminhado pela Squadra (...) é prejudicada por diversos aspectos:

O primeiro aspecto é o de considerar que os sinistros recuperados do IRB deveriam representar 36% do sinistro total recuperado, dado que o percentual de participação do IRB nos negócios cedidos ao IRB no Brasil é de 36% dos negócios cedidos para todas as resseguradoras.”

A resposta, no trecho acima, confundiu *input* e *output* da análise apresentada pela Squadra. Em nenhum momento, a Squadra assumiu qual deveria ser a participação do IRB no sinistro total recuperado. Com base nos dados reportados pelas seguradoras à SUSEP, apenas constatou que o IRB representou 36% da recuperação de sinistros avisados pelas seguradoras brasileiras no acumulado do período compreendido entre 1º de janeiro de 2017 e 30 de junho de 2019.

Para explicar as razões da grande diferença de valores apontada em nosso estudo, o consultor sugeriu considerar o “nível de IBNR constituído pelo IRB”. Logo ao introduzir a provisão IBNR em sua análise, o consultor adotou hipótese de alocação de 36% desse componente ao IRB, novamente atribuindo indevidamente à Squadra a utilização de tal premissa (grifo nosso):

“Uma análise interessante é a do nível de IBNR constituído pelo IRB, com o que o mercado considera como IBNR advindo de suas futuras recuperações junto ao IRB. Como não há informação disponibilizada na base de dados da Susep que mostre o IBNR alocado pelas seguradoras para um ressegurador específico, vamos adotar a mesma hipótese do estudo de caso da Squadra de que a participação do IRB nos sinistros recuperados dos resseguradores por parte das seguradoras brasileiras deve seguir percentual semelhante a (sic) participação do IRB nos prêmios cedidos pelas mesmas seguradoras (Market Share de 36%)(...)”.

A Squadra não utilizou o componente de IBNR no seu comparativo entre receita de recuperação das seguradoras e despesa de sinistro do IRB justamente por não haver alocação da receita de recuperação de IBNR por contraparte na base de dados SES da SUSEP. Em nosso estudo, inclusive descrevemos como são reportadas pelas seguradoras apenas as recuperações de sinistros avisados por contraparte através do Quadro 51 do FIPSUSEP. Qualificamos também a relevância dos sinistros avisados que, no período analisado, foram o componente primordial da recuperação de sinistros.

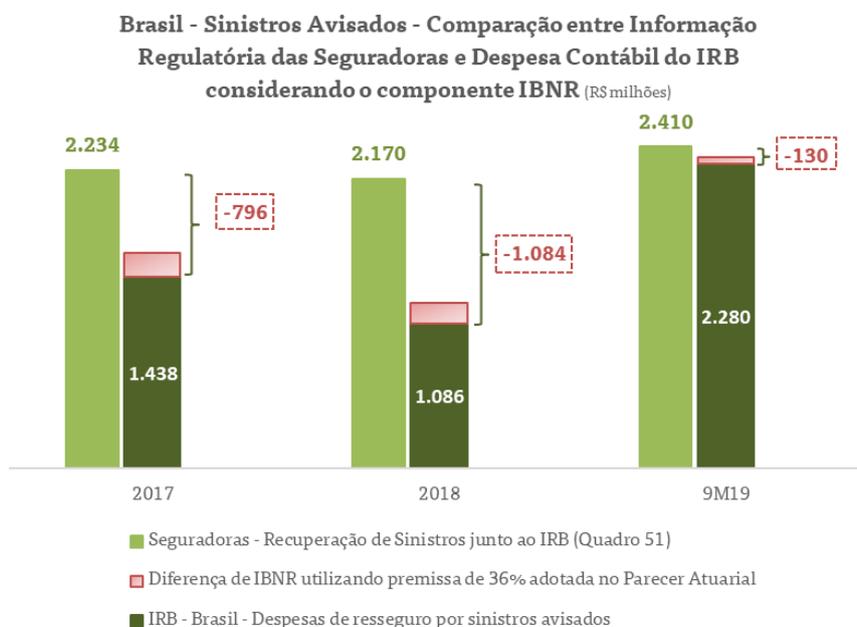
Além disso, como anteriormente destacado, ao considerar a provisão IBNR em sua análise, o parecer misturou números de DRE e do balanço patrimonial. **Caso o IBNR fosse considerado de forma correta, utilizando a hipótese adotada no parecer atuarial de alocação de participação do IRB de 36%, a diferença identificada seria aumentada e não reduzida. No acumulado desde o início de 2017 até setembro de 2019, a diferença de R\$ 1,6 bilhões entre receita de recuperação das seguradoras e despesa de sinistro do IRB aumentaria para R\$ 2,0 bilhões.**

Nesta demonstração, utilizando a premissa de 36% de participação do IRB adotada na resposta da Companhia, calculou-se quanto da receita (despesa) de recuperação de sinistros IBNR das seguradoras seria alocada ao IRB (“*proxy*”). Para executar a comparação com a despesa contábil do IRB, importante considerar que receitas nas cedentes correspondem a despesas nos cessionários e vice-versa. No acumulado desde o início de 2017 até setembro de 2019, a diferença seria aumentada em R\$ 379 milhões, fruto de reversões de IBNR realizadas pelo IRB nos três exercícios.

(R\$ milhões)	Seguradoras - Receita (despesa) de IBNR junto aos resseguradores	Proxy da receita (despesa) de IBNR alocada ao IRB considerando Market Share de 36% (A)	IRB - Brasil - Receita (despesa) de IBNR (B)	(C) = (B) - (A)
31/12/2017	(97)	35	211	176
31/12/2018	51	(18)	136	154
30/09/2019	77	(28)	20	48
Acumulado desde 2017	31	(11)	367	379

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019 e Nota explicativa “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”. Obs.: A receita (despesa) de IBNR das seguradoras junto aos resseguradores inclui a Variação de Despesas Relacionadas (PDR) do IBNR, obedecendo o mesmo critério adotado pelo IRB em suas demonstrações contábeis.

A seguir, reproduzimos gráfico elaborado no parecer atuarial, incorporando o componente IBNR calculado acima, de acordo com a premissa e a metodologia adotadas pelo consultor. A única diferença decorre de estarmos comparando informações apenas de fluxo, e não de estoque confundidas com fluxo como consta na resposta enviada pela Companhia. As discordâncias se ampliariam para cada ano individualmente e, no acumulado do período, a diferença total seria de R\$ 2,010 bilhões.



Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco), Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) e Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Nota explicativa “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”.

De forma complementar, caso se pretendesse comparar saldos de balanço, como exposto na tabela elaborada pelo consultor ao adotar hipótese de 36% de participação do IRB, isso deveria ter sido feito considerando a soma das provisões IBNR e PSL.

A resposta enviada pela Companhia sugere que a comparação entre o saldo de ativos de resseguro IBNR das seguradoras e as provisões correspondentes do IRB indicaria que este estaria sendo “extremamente conservador”. No entanto, o próprio parecer comenta sobre a “defasagem entre o aviso do sinistro na seguradora e o aviso do sinistro no ressegurador” inerente das operações de resseguro. Tal defasagem acarreta um saldo de IBNR estruturalmente maior no passivo do cessionário, compensado por um saldo de provisão PSL estruturalmente menor, quando comparado ao somatório de ativos de resseguro PSL e de créditos de sinistros liquidados a recuperar das cedentes. Por essa razão, entendemos que a análise apropriada deveria considerar conjuntamente as provisões IBNR e PSL.

Na tabela a seguir, o primeiro fragmento reflete os saldos contábeis de IBNR, sendo, portanto, semelhante à tabela apresentada no parecer. Acrescenta-se, então, o componente de ativo de resseguro PSL, considerando

também os créditos de sinistros liquidados a recuperar com ressegurador. Ao somarmos as duas provisões de sinistros (IBNR e PSL), nota-se que o quadro é substancialmente diferente do apontado no parecer apresentado pelo IRB. Enquanto a *proxy* de ativos de resseguro cuja contraparte é o IRB indicaria R\$ 5,7 bilhões em setembro de 2019, as demonstrações financeiras da Companhia contabilizavam provisões de R\$ 3,8 bilhões para riscos provenientes do Brasil. A comparação entre os dois números apontaria uma diferença de R\$ 1,931 bilhões.

	(R\$ milhões)	Seguradoras - Ativos de Resseguro	Proxy do saldo alocado ao IRB considerando Market Share de 36% (A)	IRB - Brasil - Provisões (B)	(C) = (B) - (A)
IBNR	31/12/2017	1.545	556	1.142	586
	31/12/2018	1.562	562	1.041	479
	30/09/2019	1.571	566	1.039	474
PSL (inclui sinistros liquidados a recuperar com ressegurador)	31/12/2017	11.755	4.232	3.597	(634)
	31/12/2018	13.908	5.007	3.164	(1.843)
	30/09/2019	14.342	5.163	2.759	(2.404)
Provisões de Sinistros (PSL + IBNR)	31/12/2017	13.300	4.788	4.740	(48)
	31/12/2018	15.470	5.569	4.205	(1.364)
	30/09/2019	15.914	5.729	3.798	(1.931)

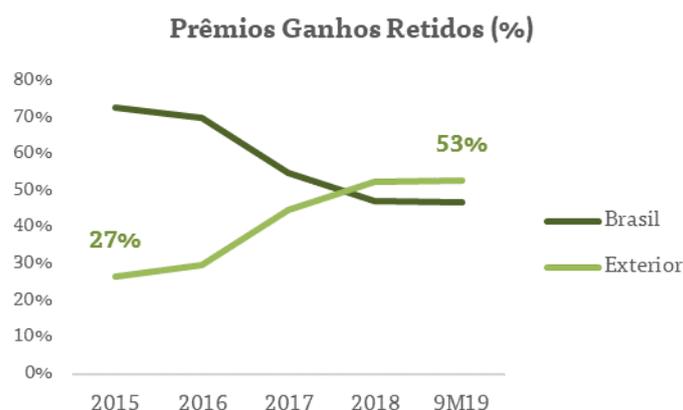
Fonte: Quadro 22A (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019 e Nota explicativa “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”

No encerramento do terceiro trimestre de 2019, o saldo de provisões de sinistros do IRB respondia por 24% dos ativos de resseguro das seguradoras, número inferior à participação de mercado supracitada de cerca de 36% tanto em prêmios como em sinistros avisados.

2. Negócios no exterior e na América do Sul

2.1 Prêmios no exterior e na América Latina

O IRB tem expandido seus negócios de forma bastante acelerada no exterior. De 2015 para cá, os prêmios ganhos no exterior multiplicaram por quase quatro vezes, com uma taxa de crescimento composta (CAGR¹⁴) de 41%. Enquanto isso, os prêmios domésticos retidos cresceram a um CAGR de 5% no período. Como o IRB retrocede pouco dos prêmios emitidos no exterior, esses negócios já representam a maior parte dos seus prêmios ganhos retidos.



Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão” e Quadro 327 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Em nossa análise inicial, enxergávamos esse crescimento acelerado fora do Brasil com cautela, não só por um eventual menor conhecimento ou experiência sobre os riscos subscritos, mas também pelas características do *business* de (res)seguros¹⁵. Warren Buffett, para explicar a facilidade de se crescer em (res)seguros, elaborou a seguinte anedota:

“It’s so easy in the insurance business — it’s the curse of the insurance business — it’s also one of the benefits of it — is that people hand you a lot of money for writing out a little piece of paper. And what you put on that piece of paper is enormously important. But the money that’s coming in that seems so easy can tempt you into doing very, very foolish things. (...) If you are willing to do dumb things in insurance, the world will find you. You can be in a rowboat in the middle of the Atlantic and just whisper out, “I’m willing to write this” and then name a dumb price, and you will have brokers swimming to you, you know — with their fins showing, incidentally. It is brutal. I mean, if you are willing to do dumb things, there are people out there, and it’s understandable. But they will find you, and you will get the cash up front. You will see a lot of cash and you won’t see any losses, and you’ll keep doing it because you won’t see any losses for a little while. So you’ll keep taking on more and more of this, you know, and then the roof will fall in.”

Warren Buffett, 2003 Berkshire Hathaway Shareholders’ Meeting

Entretanto, dada a relevância que os negócios no exterior atingiram para o IRB, não poderíamos basear nossa análise apenas em uma hipótese sobre como o crescimento acelerado pode resultar em maior patamar de sinistros mais à frente. Buscamos, então, dados para analisar como tem se dado a atuação internacional do IRB, nos baseando em informações disponibilizadas por reguladores e seguradoras de outros países.

¹⁴ Compound Annual Growth Rate.

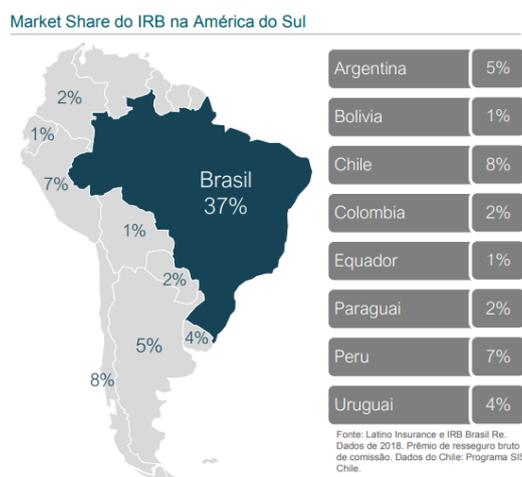
¹⁵ Ao longo do documento, usamos as palavras “(res)seguro” e “(res)seguradora” quando comentamos sobre conceitos e características que se aplicam de forma similar tanto aos negócios e empresas de seguro como de resseguro. Como o resseguro é frequente definido, de forma simplificada, como o seguro contratado pelas seguradoras, é natural que os dois negócios apresentem várias características em comum.

Neste capítulo, enfocamos especialmente a atuação do IRB na América Latina, região que a Companhia afirma ser foco de atuação e na qual entende ter vantagens competitivas.

“O foco de expansão é a América Latina, visto que a proximidade geográfica, a experiência nas linhas de negócios mais relevantes, a familiaridade com o idioma e os fatores culturais colocam a Companhia, em seu entendimento, em posição privilegiada para alcançar destaque nestes mercados.”

Fonte: seção “7.9 - Outras Informações relevantes” do Formulário de Referência 2019 Versão 18.

Em sua apresentação institucional, a Companhia informa qual foi o seu *market share* nos principais países da América do Sul no ano de 2018.



Fonte: Apresentação Institucional do IRB de agosto de 2019.

Ao combinarmos a informação fornecida pela Companhia com os dados dos reguladores, fomos capazes de encontrar um valor aproximado de R\$ 875 milhões de prêmios cedidos para o IRB. Segue tabela com a quebra por mercado:

2018 - Prêmios cedidos em resseguro pelas seguradoras locais (USD milhões)	Prêmios cedidos - Total	Market share IRB (%)	Prêmios cedidos ao IRB - estimado
Chile (Seguros Programa SIS)	1.041	8%	83
Peru	934	7%	65
Argentina	813	5%	41
Colômbia	1.778	2%	36
Equador	532	1%	5
Uruguai	114	4%	5
Bolívia	250	1%	2
Paraguai	108	2%	2
Total	5.569	4%	239
USD/BRL médio	3,65		
Total (R\$ milhões)	20.347	4%	875

Fonte: Squadra com base em Apresentação Institucional IRB de agosto de 2019, Bloomberg, Reguladores Locais. Ver Apêndice A para fontes detalhadas e memória de cálculo. Obs.: para o Chile, consideramos os prêmios de seguros do Programa SIS. Abordaremos essa questão na seção “2.4 Operação no Chile”.

O total estimado de R\$ 875 milhões representa 13% dos prêmios emitidos pelo IRB em 2018. Em seu Formulário de Referência, a Companhia informa que os prêmios emitidos líquidos de comissão oriundos da América Latina representaram 20%¹⁶ dos prêmios emitidos pelo IRB no mesmo ano. Dentre as economias mais

¹⁶ Fonte: seção “7.6 – Receitas relevantes provenientes do exterior” do Formulário de Referência 2019 Versão 7.

relevantes da América Latina, apenas o México não faz parte da América do Sul e, portanto, não está presente na informação disponibilizada pela Companhia. Não conseguimos obter dados relativos para estimar a atuação do IRB no país no ano de 2018¹⁷, porém julgamos improvável que o México seja responsável por toda a diferença. Nossa impressão, portanto, é de que o critério adotado pela Companhia pode incluir os prêmios emitidos em países como Bermudas, Ilhas Cayman e Turks & Caicos, tradicionais centros de resseguro mundiais, como prêmios da América Latina.

Na sequência deste capítulo, analisamos a atuação do IRB no Peru, Chile e Argentina, que aparecem como os mais relevantes da América do Sul segundo a distribuição de *market share* apresentada. **A combinação dos negócios do IRB que identificamos nesses países nos faz questionar a tese de que a Companhia possui vantagem competitiva para operar na região.**

No Chile e Peru, negócios subscritos são altamente competitivos, originados através de licitações públicas, com sinistralidade que calculamos superar sistematicamente 80%, de acordo com dados de seguradoras participantes desses contratos. Na Argentina, os demonstrativos financeiros da sucursal do IRB no país são públicos e apontam para índices combinados em torno de 100% nos últimos anos.

2.2 Resposta do IRB enviada à Squadra

Na resposta enviada, a Companhia afirma que não dá *disclosure* de forma individualizada por país de atuação dos negócios que realiza e que as conclusões expostas pela Squadra não refletem a realidade dos negócios do IRB nos países analisados. Sobre a sucursal argentina, as respostas da Companhia são abordadas nas seções dedicadas ao assunto.

2.3 Operação no Peru

De forma semelhante ao que ocorre no Brasil, a *Superintendencia de Banca, Seguros y AFP*, agência reguladora de seguros e resseguros do Peru, disponibiliza uma grande quantidade de informação ao público¹⁸. Através desses dados, é possível ter boa visibilidade em relação aos negócios subscritos pelo IRB no país.

Nos últimos anos, a quase totalidade dos prêmios de resseguro do IRB no Peru foram cedidos pela seguradora local Rímac. Além disso, a Arthur J. Gallagher Perú Corredores de Reaseguros S.A. tem sido a principal corretora atuando na intermediação dos prêmios cedidos ao IRB.

Prêmios de Resseguro cedidos ao IRB (USD milhões)							
Seguradoras	2016	2017	2018	Brokers	2016	2017	2018
Rímac	38	55	61	Arthur J. Gallagher	35	50	56
Outras seguradoras	4	3	4	Outros	7	8	9
Total	42	58	65	Total	42	58	65

Rímac através da Arthur J. Gallagher	2016	2017	2018
Prêmios SISCO	35	50	55
Outros riscos	15	18	17
Total	50	68	73

Fonte: *Superintendencia de Banca, Seguros y AFP*.

¹⁷ No arquivo "30. Informacion estadística_FES_Reaseguro Cedido al Extranjero del Total de las Operaciones por Paises", extraído do site da Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, conseguimos informações relativas apenas a 2017, as quais indicam montantes bastante inferiores à diferença calculada na tabela.

¹⁸ http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=25#

O regulador não divulga a composição dos prêmios ressegurados junto ao IRB especificamente. Entretanto, existe a informação de *mix* dos prêmios cedidos pela seguradora Rímac com intermediação da corretora Arthur J. Gallagher. Cruzando essas informações, constatamos que o principal componente dos prêmios de resseguro do IRB no Peru é o grupo de Prêmios SISCO.

Ao investigarmos a natureza dessa linha de negócio, nos deparamos com um contrato altamente competitivo. A sigla SISCO significa *Seguro de Invalidez, Supervivencia y Gastos de Sepelio Colectivo*¹⁹. No Peru, foi implantado um sistema privado de previdência em que os recursos são geridos pelas Administradoras de Fundos de Pensão (AFPs). Com a finalidade de proteger riscos de vida e invalidez, as AFPs participantes do sistema são obrigadas a contratar essa modalidade de seguro SISCO para seus afiliados. Por determinação legal, essa contratação é efetuada pelas AFPs em conjunto mediante licitação pública, realizada a cada dois anos. A licitação mais recente ocorreu em novembro de 2018, quando a Rímac ofertou a segunda taxa mais baixa, garantindo assim 2 dos 6 slots leiloados.

Seguradora	Taxa ofertada	Número de slots arrematados
Pacífico	1,35%	2
Rímac	1,35%	2
La Positiva	1,37%	1
Ohio National	1,37%	1
Protecta	1,38%	-
Interseguro	1,38%	-
Vida Cámara	1,38%	-

Fonte: Asociación de AFP²⁰.

Pode-se observar na tabela acima que a diferença entre os preços ofertados no leilão pelas diferentes seguradoras é pouco significativa. Naturalmente, é de se esperar que um contrato construído dessa maneira tenha uma sinistralidade estruturalmente alta, o que é confirmado por informações apresentadas nas demonstrações financeiras da Rímac. **Nos últimos três anos, a sinistralidade dos prêmios da modalidade SISCO oscilou em patamares elevados, totalizando 97% no acumulado do período.**

Primas SISCO - Rímac (PEN milhões)	2016	2017	2018	Acumulado desde 2016
Primas de seguros y reaseguros	255	284	308	848
Siniestros relacionados con este riesgo	267	232	320	819
Sinistralidade	105%	82%	104%	97%

Fonte: Estados Financieros Rímac 2017 e 2018.

A Rímac, contudo, não retém o risco SISCO. De acordo com a nota explicativa “1.(f) Ley de reforma del Sistema Privado de Pensiones” de suas demonstrações financeiras, a seguradora repassa 100% do prêmio para um painel de resseguradoras, provavelmente remunerando a operação através da comissão de resseguro.

Pela análise exposta, a operação do IRB no Peru se baseia majoritariamente no resseguro de um contrato arbitrado por competição e, portanto, com sinistralidade estruturalmente alta. As possíveis vantagens competitivas evocadas pelo IRB, como proximidade geográfica, familiaridade com o idioma e fatores culturais, não parecem se aplicar a esse caso.

2.4 Operação no Chile

Em sua apresentação institucional de agosto de 2019, a Companhia menciona deter um market share de 8%²¹ no Chile com a observação “Dados do Chile: Programa SIS Chile”. A sigla SIS significa

¹⁹ Seguro de Invalidez, Supervivência e Auxílio Funeral Coletivo.

²⁰ <http://asociacionafp.pe/afp-afiliados-pagaran-menos-por-el-seguro-previsional-a-partir-del-proximo-ano/>

²¹ No Apêndice A, mostramos o tamanho do Programa SIS e os dados fornecidos pelo regulador chileno sobre os prêmios cedidos em resseguro.

seguro de invalidez e sobrevivência. Esse programa pode ser considerado, em uma visão simplificada, o equivalente chileno do modelo peruano descrito na seção anterior. As Administradoras de Fundos de Pensão (AFPs) são obrigadas a contratar em conjunto um seguro para seus afiliados, denominado seguro de invalidez e sobrevivência (SIS). Esse seguro é contratado mediante licitação pública, efetuada pelas AFPs em conjunto.

No Chile, em geral, há uma boa visibilidade em relação às informações de resseguro cedido, pois as seguradoras divulgam em suas demonstrações contábeis quais as contrapartes de seus painéis de resseguro, através da nota explicativa “30. *Reaseguradores y Corredores de Reaseguros Vigentes*”.

Após identificarmos quem são as seguradoras que fazem parte do Programa SIS²², procuramos pelo IRB em seus painéis de resseguro, porém não encontramos nenhuma menção à Companhia. Decidimos estender nossa pesquisa para todas as seguradoras locais com demonstrações contábeis disponíveis no site do regulador local²³, inclusive aquelas de *seguros generales*²⁴, e seguimos sem encontrar uma cedente em que o IRB constasse no painel. Em vista disso, é provável que a atuação da Companhia no país e no Programa SIS advinha de retrocessões aceitas, para as quais não encontramos informações públicas disponíveis.

Por não termos encontrado a(s) seguradora(s) parceira(s) do IRB no Programa SIS, investigamos os números divulgados pelas duas seguradoras com maior participação nesses contratos em busca de dados quantitativos sobre esse risco. Em conjunto, as seguradoras Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A e Penta Vida Compañía de Vida S.A arremataram 7 dos 14 *slots* da licitação para o Programa SIS entre julho de 2016 e junho de 2018, e 10 dos 14 *slots* da licitação para o período entre julho de 2018 e junho de 2020.

Sinistralidade - Programa SIS	2016	2017	2018	Acumulado desde 2016
Chilena Consolidada	110%	66%	101%	89%
Penta Vida	85%	92%	71%	81%
Chilena Consolidada + Penta Vida	96%	78%	87%	85%

Fonte: “Memoria Anual y Estados Financieros Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A” dos anos de 2016, 2017 e 2018, “Estados Financieros Anuales Penta Vida” dos anos de 2016 e 2017, “Memoria Anual 2018 Estados Financieros Penta Vida”. Obs: Empresas calculam *Sinistralidad* como *Siniestros Directos / Prima Directa*. Ver Apêndice A para memória de cálculo,

De acordo com as demonstrações contábeis dessas seguradoras, os riscos provenientes do Programa SIS têm apresentado sinistralidade volátil, mas em patamar estruturalmente elevado. Assim como no Peru, os negócios do IRB no Chile parecem altamente arbitrados por competição.

2.5 Sucursal na Argentina

O regulador argentino, *Superintendencia de Seguros de la Nación*, publica em seu site uma base de dados com os saldos contábeis e as demonstrações de resultado das resseguradoras baseadas no país de acordo com padrão contábil adotado pelo regulador local. A atuação do IRB no país se dá majoritariamente através de uma sucursal local, o “IRB-Brasil Resseguros S.A. (Sucursal Argentina)”.

Sendo assim, dispomos das demonstrações de resultado da sucursal do IRB no país e podemos verificar como tem sido a sua performance financeira. A tabela a seguir resume as principais informações da DRE da operação argentina do IRB, convertida para reais de acordo com as taxas de câmbio médias do período.

²² Julho de 2016 a junho de 2018: Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A; Penta Vida Compañía de Seguros de Vida S.A; CN Life Compañía de Seguros de Vida S.A; Ohio National Seguros de Vida S.A; Seguros Vida Security Prevision S.A; Bice Vida Compañía de Seguros S.A.

Julho de 2018 a junho de 2020: Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A; Penta Vida Compañía de Seguros de Vida S.A.; CN Life Compañía de Seguros de Vida S.A; Rigel Seguros de Vida; Ohio National Seguros de Vida S.A; BTG Pactual Chile S.A Compañía de Seguros de Vida.

²³ <https://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-channel.html>

²⁴ O regulador chileno segrega suas entidades fiscalizadas em *Cías. de Seguros de Vida* e *Cías. de Seguros Generales*.

DRE da Sucursal na Argentina (R\$ milhões)	2016	2017	2018	9M19	Acumulado
Prêmio Emitido	173	137	174	114	598
Prêmio Emitido retido	151	126	144	91	512
(+/-) Variação das provisões técnicas	(8)	2	(10)	(4)	(21)
Prêmio Ganho retido	143	128	134	87	491
LAIR antes do Resultado Financeiro	6	(0)	(8)	(29)	(32)
Índice Combinado (%)	96%	100%	106%	134%	107%
(+) Resultado Financeiro	37	33	77	57	204
LAIR	42	33	69	28	172
(-) Imposto de Renda	(15)	(11)	(18)	(4)	(48)
Alíquota IR (%)	-35%	-34%	-27%	-13%	-28%
Lucro Líquido	27	22	50	24	124

Fonte: Superintendencia de Seguros de la Nación, Bloomberg. Ver Apêndice A para DRE expressa em pesos argentinos.

A operação argentina não teve ganhos antes do resultado financeiro no acumulado dos últimos anos, totalizando um índice combinado superior a 100%. No ano de 2019, se observa uma deterioração do índice combinado.

Ainda sobre a sucursal do IRB na Argentina, recentemente temos visto algumas análises que atribuem a essa operação um benefício relevante de imposto de renda para a Companhia, o que não acreditamos ser razoável dado o tamanho relativamente modesto da operação, que responde por cerca de 2% dos prêmios retidos. Abordaremos essa questão na seção “8.3 Ativação de crédito tributário de imposto de renda sobre prejuízo acumulado no exterior”.

Na resposta enviada pelo IRB à Squadra, a Companhia destacou que o desempenho do IRB Brasil RE deve sempre levar em conta o aspecto financeiro, principalmente em países com taxas de juros elevadas, como ocorre na Argentina, já que tal componente faz parte da precificação do mercado de seguros e resseguros. A Squadra concorda com essas colocações. Na comunicação enviada originalmente para a Companhia, a Squadra já tinha dedicado uma seção exclusivamente para analisar o resultado financeiro dessa sucursal e que abordamos na seção “7.6 Resultado financeiro da sucursal argentina” deste relatório.

No entanto, incorporar o resultado financeiro não melhora significativamente a percepção sobre os resultados recentes dessa sucursal. Em 2018 e 2019, seu resultado financeiro, auferido em pesos argentinos e traduzido para reais, foi beneficiado pela grande desvalorização da moeda local frente ao dólar. Enquanto isso, as perdas provenientes do capital investido no país transitaram como “outros resultados abrangentes” nas demonstrações contábeis da Companhia.

Em nossa estimativa, nos anos de 2018 e 2019, o lucro acumulado reconhecido na operação argentina foi de aproximadamente R\$ 74 milhões, integralmente proveniente do componente de resultado financeiro. No entanto, o patrimônio líquido em reais caiu de R\$ 88 milhões no encerramento de 2017 para R\$ 85 milhões no fim do 3T19. Pelo critério contábil, enquanto os lucros transitaram na DRE do IRB, a perda com a desvalorização cambial do patrimônio da sucursal foi reconhecida diretamente no Patrimônio Líquido da Companhia.

3. Sinistralidade por ano de subscrição dos contratos

3.1 Principais conclusões

O acompanhamento e entendimento sobre as provisões de seguradoras e resseguradoras são parte fundamental na análise realizada pela Squadra. O analista Michael W. Phillips, do Morgan Stanley, resume muito bem a importância do estudo das reservas.

“Reserving 101: Why Should Investors Focus on Reserve Analysis?”

1) The numbers are large and small changes can have a big impact: Loss and loss adjustment expense (L&LAE) reserves are the largest liability on the industry’s BS.

2) Reserve changes directly impact earnings: Every \$1 increase in reserves lowers pretax earnings by \$1. Income statement incurred losses = Losses paid in year + Change in Reserves during year

3) Reserving is highly subjective; management judgment comes into play.”

Fonte: Relatório “2018 Reserves: Long-Tailed Lines Continue to Deteriorate”, publicado pelo Morgan Stanley em 17 de abril de 2019. Trechos originalmente grifados pelo Morgan Stanley.

Como já destacamos no início deste documento, uma sinistralidade significativamente mais baixa que a dos demais *players* é a principal razão para os retornos excepcionais atingidos pelo IRB nos últimos anos. Desde o início de 2017, a sinistralidade gerencial foi de 56% no acumulado do período. Ela apresentou comportamento cadente ao longo do tempo, atingindo 53% nos 9M19 de acordo com o critério gerencial adotado pelo IRB em seu *earnings release*.

Sinistralidade Gerencial (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado
Prêmios Ganhos	3.906	4.797	4.051	12.754
Sinistros retidos	(2.304)	(2.683)	(2.151)	(7.138)
Sinistralidade Gerencial	59%	56%	53%	56%

Fonte: Nota explicativa “3. Informações por segmento de negócios”.

Em seus comentários de desempenho, o IRB apresenta sua sinistralidade retida, isto é, já líquida do resultado com retrocessão. A análise apresentada neste capítulo segue o mesmo critério ao tratar de prêmios e sinistros líquidos do resultado com retrocessão.

Nas notas explicativas das demonstrações financeiras do IRB, temos acesso ao desenvolvimento de prêmios ganhos e sinistros por ano de subscrição dos contratos (“Triângulos de Prêmios e Sinistros”). Neste documento, também nos referimos a cada ano de subscrição como *underwriting year* ou safra. Os tópicos deste capítulo tratam da sinistralidade agregada da Companhia, já que os dados disponíveis no Triângulo não discriminam os prêmios e sinistros entre Brasil e exterior.

Com as informações disponíveis no Triângulo de Prêmios e Sinistros, é possível calcular a sinistralidade estimada para os prêmios ganhos relativos a cada ano de subscrição individualmente. Buscamos então comparar as linhas da DRE de prêmios ganhos e despesas de sinistro com os números obtidos através do Triângulo. Consideramos a sinistralidade contábil, ou seja, sem incluir as reclassificações gerenciais feitas pela Companhia, as quais incluem juros de sinistros e participação de lucros em contratos de retrocessão, e antes da receita de salvados e ressarcidos. No acumulado dos 9M19, a sinistralidade contábil foi de 60%.

Sinistralidade Contábil antes de salvados e ressarcimentos (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado
Prêmios Ganhos	3.906	4.796	4.033	12.735
Sinistros retidos antes de salvados e ressarcimentos	(2.337)	(2.800)	(2.478)	(7.615)
Sinistralidade Contábil antes de salvados e ressarcimentos	60%	58%	61%	60%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

No “Apêndice C – Considerações adicionais sobre o desenvolvimento de prêmios e sinistros por ano de subscrição”, tecemos considerações importantes sobre o uso do Triângulo de Prêmios e Sinistros para o cálculo da sinistralidade. São abordados a receita de salvados e ressarcimentos, a expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL, prêmios ganhos, variações cambiais e despesas financeiras. Como a divulgação de prêmios e sinistros no triângulo de desenvolvimento não segue um padrão rigorosamente idêntico ao das receitas de prêmios ganhos e despesas com sinistros na DRE, todas as sinistralidades apresentadas nesta seção, ainda que sejam calculadas com base exclusivamente em números reportados pela Companhia, devem ser interpretadas como números aproximados.

Com as informações disponíveis no Triângulo de Prêmios e Sinistros, é possível calcular a sinistralidade estimada para os prêmios ganhos relativos a cada ano de subscrição individualmente. A abertura dos prêmios se inicia no *underwriting year* de 2014, ano que coincide com a chegada da nova gestão, conforme destacado na apresentação institucional de agosto de 2019. **Para os contratos subscritos a partir de 2014 até 2018, a sinistralidade atualmente estimada é de 71%, significativamente mais alta que a sinistralidade comparável de 60% observada nas demonstrações de resultado desde a abertura de capital em 2017.**

Quando consideramos apenas os anos de subscrição de 2016, 2017 e 2018, responsáveis pela maior parte dos prêmios ganhos pelo IRB desde sua abertura de capital, os sinistros ocorridos indicam uma sinistralidade de 76%. Essas safras são importantes de serem acompanhadas, pois refletem a performance da política de subscrição recente da Companhia.



Fonte: Notas explicativas “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros” e “3. Informações por segmento de negócios”.

Mesmo considerando o acima exposto, se projeta um resultado substancialmente melhor para os contratos recém-subscritos, com sinistralidade estimada de apenas 30% para os prêmios ganhos da safra de 2019, ou seja, de menos da metade da observada nos contratos referentes aos anos imediatamente anteriores. No caso desses contratos do ano de 2019, o volume de sinistros pagos ainda é insignificante, de forma que a sinistralidade estimada é estabelecida quase integralmente pelas provisões constituídas pela Companhia.

Quando observamos o desenvolvimento de prêmios e sinistros, as safras recentes (2014-2018) tiveram uma deterioração aguda nos primeiros nove meses de 2019, indicando sinistralidade superior a 100% no período. De forma aparentemente antagônica, a sinistralidade gerencial do IRB nos 9M19 se manteve em nível baixo e os lucros foram recordes. As informações contábeis indicam montante expressivo de reversões de provisões de anos anteriores a 2014, que compensaram o alto volume de pagamento de sinistros.

Com base nas análises apresentadas neste capítulo, acreditamos que **a baixa sinistralidade observada nos resultados recentes do IRB não condiz com a performance de seus contratos quando segregados por ano de subscrição. Resultados correntes parecem ter sido beneficiados por um grande volume de reversão de provisões oriundas de contratos anteriores ao início da atual gestão e por uma avaliação otimista dos contratos recém-subscritos.** Em bases sustentáveis e recorrentes, entendemos que a sinistralidade do IRB em suas demonstrações contábeis deverá ser próxima àquela verificada na análise por safras e, portanto, significativamente superior à observada nos resultados recentes.

3.2 Resposta do IRB enviada à Squadra

A resposta do IRB enviada à Squadra é baseada em parecer atuarial elaborado por consultor a pedido da Companhia. Ela afirma que, assim como as constituições, reversões de PSL fazem parte do business de resseguros e que sinistros provisionados durante muito tempo em PSL normalmente são casos complexos que, geralmente, possuem dúvidas quanto à existência da cobertura ou do valor correto a ser indenizado. A prática de mercado leva a um provisionamento conservador que, ao final, na grande maioria das vezes, gera reversão de PSL quando da conclusão do processo, sendo esse comportamento também observado em outras resseguradoras.

O consultor afirma que a sinistralidade medida por ano de subscrição “ao longo do tempo sofre alterações, normalmente para baixo, em função das referidas reversões” e conclui que é de se esperar que as estimativas de sinistralidade de anos de subscrição mais recentes, conforme o passar do tempo, também recuem. O consultor usa como evidência a nota explicativa da Munich Re do Brasil Resseguradora S.A. A nota mostra que em dois dos últimos oito anos de subscrição houve uma revisão de expectativas de sinistro para baixo. Em todos os outros anos houve incrementos nos sinistros. Também é usado como evidência a nota explicativa 2.4.2 do IRB de 30/06/2019 que mostra que, entre os últimos 6 anos de subscrição, apenas o ano de 2015 teve uma revisão de sinistros esperados para baixo.

A resposta enviada pelo IRB conclui que “não cabe comparar as sinistralidades medidas por ano de subscrição com sinistralidades medidas por ano fiscal, até porque esta última é formada pela composição da variação das sinistralidades medidas por ano de subscrição, com seus respectivos pesos, em função dos montantes contabilizados”. A Squadra entende que a análise apresentada na seção “3.7 Elevado volume de sinistros nos primeiros nove meses de 2019” faz justamente essa reconciliação entre a informação por safras e a do ano fiscal para o exercício de 2019. Para os demais anos, tal comparação não é possível de ser feita, pois não possuímos o detalhamento da alocação das provisões IBNR e IBNER por ano de subscrição.

3.3 Sinistralidade de 71% nos anos de subscrição desde 2014 até 2018

Até o encerramento de 2018, conseguíamos acompanhar nas notas explicativas da Companhia a evolução dos sinistros pagos e avisados por ano de contrato. A partir das demonstrações financeiras referentes ao primeiro trimestre de 2019, o IRB passou a publicar também o desenvolvimento dos prêmios ganhos e a alocação das provisões IBNR e IBNER por ano de subscrição dos contratos. Esse padrão de divulgação foi feito também de forma retroativa para o fechamento do exercício de 2018. Apreciamos a maior abertura de informações, a qual julgamos fundamental para o correto entendimento do negócio por analistas e investidores.

Com a abertura atualmente disponibilizada nos Triângulos de Prêmios e Sinistros, chegamos à sinistralidade estimada para os prêmios que já foram ganhos de cada ano de subscrição individualmente. Os sinistros estimados totais estão divididos em três componentes principais: (i) sinistros pagos; (ii) sinistros avisados e ainda não pagos (PSL); (iii) sinistros ocorridos mas ainda não avisados (IBNR). A provisão IBNER, de menor montante, se caracteriza como um ajuste atuarial dos sinistros avisados e não pagos. A reconciliação dos componentes da sinistralidade estimada por ano de subscrição está expressa na tabela abaixo:

Data Base: 30/setembro/2019 - Líquido de Retrocessão (R\$ milhões)							
Prêmios e Sinistros Retidos por Ano de Subscrição (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Acumulado
Prêmios Ganhos	2.304	2.955	4.122	3.488	3.649	1.115	17.632
Sinistros Pagos	1.179	1.837	2.810	2.151	1.301	43	9.321
PSL	90	87	284	562	568	61	1.651
IBNER	5	5	17	33	33	4	96
IBNR	13	22	45	155	587	223	1.045
Sinistros estimados totais	1.287	1.951	3.156	2.900	2.489	330	12.113
Sinistralidade estimada total	56%	66%	77%	83%	68%	30%	69%

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”. Obs.: Os Sinistros Avisados são também referidos como Sinistros Incorridos. Eles incluem tanto os sinistros já pagos quanto os sinistros avisados e ainda não pagos (PSL).

A coluna mais à direita da tabela acima reflete o acumulado dos anos de subscrição para os quais há informações disponíveis. Ela demonstra que, de acordo com os sinistros já liquidados e as estimativas atuais da Companhia, as **safras desde 2014 do IRB têm uma sinistralidade acumulada de 69%. Esse período engloba os últimos seis anos, sendo que o início em 2014 coincide com a chegada da nova gestão²⁵.**

²⁵ Apresentação institucional do IRB de agosto de 2019.

Conforme será comentado na seção “3.5 Sinistralidade estimada de apenas 30% para o ano de subscrição de 2019”, os contratos do ano de 2019, ainda em fase muito inicial, contribuem para a redução da sinistralidade acumulada dos anos divulgados no Triângulo. **Quando consideramos a sinistralidade dos anos de 2014 a 2018, a sinistralidade acumulada é de 71%.**

Prêmios e Sinistros Retidos dos Anos de Subscrição de 2014 a 2018 (R\$ milhões)	Data base: 30/set/2019
Prêmios Ganhos	16.517
Sinistros Pagos	9.277
PSL	1.590
IBNER	93
IBNR	822
Sinistros estimados totais	11.782
Sinistralidade estimada total	71%

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Enquanto isso, como visto anteriormente, o IRB apresentou uma sinistralidade gerencial de 56% na DRE no ano de 2018 (58% no padrão comparável – contábil antes da receita de salvados e ressarcimentos). Nos primeiros nove meses de 2019, a sinistralidade gerencial se manteve baixa e a maior parte dos analistas de mercado parece concluir que o nível de sinistralidade dos resultados recentes é recorrente para o negócio. As estimativas do consenso de analistas *sell-side*²⁶ são de 54% para 2020 e 56% para 2021.

3.4 Sinistralidade de 76% nos anos de subscrição recentes

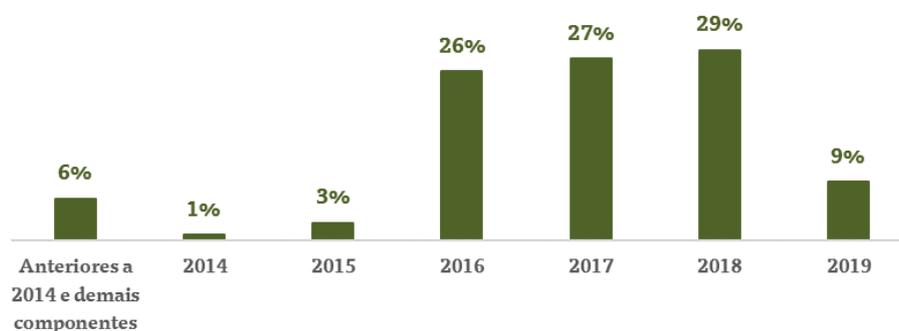
No período desde a abertura de capital do IRB, os anos de subscrição de 2016, 2017 e 2018 foram responsáveis pela maior parte dos seus prêmios ganhos. Para esses anos, importantes de serem acompanhados por refletirem o desempenho da política de subscrição recente da Companhia, as informações do Triângulo indicam uma sinistralidade de 76%.

Pelo critério adotado nos Triângulos de Prêmios e Sinistros, os riscos são classificados de acordo com o ano em que cada contrato foi subscrito pelo ressegurador. Essa forma de contabilização acarreta reconhecimento de prêmios e sinistros de uma safra ao longo de um tempo razoavelmente extenso. Um contrato entre seguradora e resseguradora com início de vigência no último trimestre de 2016, por exemplo, pode resultar em emissão de apólice apenas em 2017, com a maior parte do prêmio ganho reconhecido em 2018, sinistro avisado no fim de 2018 e pagamento efetuado em 2019. Nesse exemplo, todo o desenvolvimento da apólice é contabilizado como pertencente à safra de 2016, tanto na evolução dos prêmios como dos sinistros.

Considerando que nos interessa especialmente o período desde o IPO da Companhia, é fundamental entender quais foram as safras mais relevantes nos prêmios ganhos desde o início de 2017. Pelo gráfico a seguir, é notório que as safras de 2016 a 2018 são as que tiveram a maior participação, respondendo conjuntamente por 82% dos prêmios ganhos do período.

²⁶ Estimativas constantes na Bloomberg na data de 24/12/2019.56

Relevância por Ano de Subscrição nos Prêmios Ganhos acumulados desde 2017 (%)



Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Para o conjunto dessas safras, a sinistralidade estimada atualmente é de 76%, patamar muito superior ao observado na DRE da Companhia desde o seu IPO no critério comparável (60%).

Sinistralidade estimada por Ano de Subscrição	2016	2017	2018	Acumulado das Safras 2016-18
Estimada em 30/set/2019	77%	83%	68%	76%

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Essa disparidade de performance entre a sinistralidade gerencial na DRE do IRB e a verificada no estudo por safras parece contraintuitiva, já que os **anos de subscrição de 2016 a 2018 responderam conjuntamente por 82% dos prêmios ganhos no período.** Na sequência deste capítulo, veremos que reversões de provisões de anos de subscrição anteriores a 2014 e uma avaliação otimista dos riscos do *underwriting year* de 2019 foram elementos que contribuíram positivamente para os resultados, compensando a sinistralidade de 76% dos contratos do período destacado.

Ainda em relação aos anos de subscrição de 2016, 2017 e 2018, é válido observar que os dois primeiros, que apresentam sinistralidade estimada mais elevada em relação a 2018, se encontram em estágio mais avançado na curva de avisos e pagamentos de sinistros. Sendo assim, eles possuem intrinsecamente menor grau de incerteza na determinação da sinistralidade, devido à maior representatividade dos sinistros pagos (liquidados) no cálculo da sinistralidade.

3.5 Sinistralidade estimada de apenas 30% para o ano de subscrição de 2019

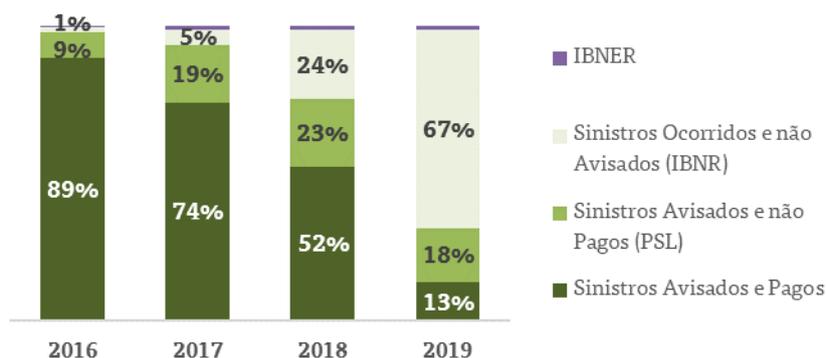
Embora os Triângulos de Prêmios e Sinistros do IRB apontem para uma sinistralidade de 76% para os anos de subscrição de 2016 a 2018, **a sinistralidade estimada nas demonstrações financeiras do 3T19 é de apenas 30% para os prêmios ganhos referentes ao ano de subscrição de 2019. Essa estimativa corresponde a menos da metade daquela observada em seus contratos referentes aos anos imediatamente anteriores.**

Prêmios e Sinistros Retidos do Ano de Subscrição de 2019 (R\$ milhões)	Data base: 30/set/2019
Prêmios Ganhos	1.115
Sinistros Pagos	43
PSL	61
IBNER	4
IBNR	223
Sinistros estimados totais	330
Sinistralidade estimada total	30%

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Para esses contratos do ano de 2019, o volume de sinistros avisados e, principalmente, de sinistros pagos ainda é ínfimo. A sinistralidade é, portanto, quase integralmente composta pelas provisões estimadas pela Companhia. No gráfico a seguir, é possível observar a diferença entre a composição dos sinistros para cada ano de subscrição. Para as safras mais antigas, o componente de sinistros já pagos é o mais relevante, chegando a responder por 89% dos sinistros totais nos contratos de 2016. Sendo assim, os componentes estimados pela Companhia nas provisões de sinistro (PSL e IBNR) são menos representativos para o cálculo da sinistralidade. Para o *underwriting year* de 2019, a situação é a extrema oposta, pois ainda se observa volume muito reduzido de sinistros efetivamente pagos.

Composição dos Sinistros por Ano de Subscrição (%)



Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Estimar sinistralidade muito inferior para o ano de subscrição mais recente e, portanto, menos desenvolvido é um ponto de atenção, tendo em vista o forte crescimento dos prêmios do IRB. Em uma análise puramente pelo *mix* de prêmios, tomando como base o histórico dos resultados contábeis da Companhia, nosso entendimento é que seria razoável esperar que o aumento da participação dos prêmios no exterior acabasse por pressionar (e não melhorar) a sinistralidade consolidada da safra de contratos recém-iniciada.

Na próxima seção, veremos que os últimos resultados apresentaram um padrão de estimativas de sinistralidades baixas e que se revelaram excessivamente otimistas para os anos de subscrição recentes.

3.6 Padrão de deterioração da sinistralidade inicialmente estimada

No decorrer dos últimos trimestres, observou-se um padrão de deteriorações consecutivas da sinistralidade estimada para os anos de subscrição que se encontram em fase mais pronunciada de aviso e pagamento de sinistros. O IRB acabou por subestimar consecutivamente a sinistralidade estimada para as safras de 2016 a 2018.

Sinistralidade estimada por Ano de Subscrição	2016	2017	2018	Acumulado das Safras 2016-18
Estimada em 31/dez/2018	69%	57%	51%	61%
Estimada em 31/mar/2019	69%	67%	57%	65%
Estimada em 30/jun/2019	77%	77%	58%	72%
Estimada em 30/set/2019	77%	83%	68%	76%

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Na tabela anterior, nota-se que **a sinistralidade estimada atualmente é consideravelmente maior do que se imaginava no início do ano para cada um dos anos de subscrição de 2016, 2017 e 2018, deterioração reconhecida trimestre após trimestre. No acumulado dessas três safras, que pode ser observado na última coluna à direita, a sinistralidade esperada era de 61% no fechamento de 2018, passou para 65% no 1T19,**

72% no 2T19 e chegou a 76% no 3T19. Novamente, entre esses três anos de subscrição, ainda se estima a menor sinistralidade para os contratos de 2018, que se encontram na fase menos avançada de seu desenvolvimento.

Essa deterioração destacada no parágrafo anterior se deveu exclusivamente ao aumento dos sinistros pagos, uma vez que as provisões para pagamento de sinistros (PSL + IBNR) em relação ao prêmio ganho acumulado se reduziram para cada uma dessas safras. Cumpre destacar que o pagamento de sinistros em volume muito superior ao estimado pelo IRB no fechamento de 2018 não parece ter feito o IRB revisar seus planos e expectativas de crescimento para os próximos anos.

3.7 Elevado volume de sinistros nos primeiros nove meses de 2019

“In a given year, it is possible for an insurer to show almost any profit number it wishes, particularly if it (1) writes “long-tail” business (coverage where current costs can be only estimated, because claim payments are long delayed), (2) has been adequately reserved in the past, or (3) is growing very rapidly.”

Fonte: Berkshire Hathaway Inc. 1982 Annual Report. Trechos grifados pela Squadra.

No ano de 2019, o IRB experimentou uma piora relevante em seus sinistros. A despeito disso, a sinistralidade gerencial foi de 53% e os resultados foram recordes, com crescimento de lucro de 34% ano contra ano. **A sinistralidade verificada nos prêmios provenientes dos anos de subscrição de 2014 a 2018 atingiu mais de 100%. Ela foi compensada por uma grande reversão, não caixa, de provisões de sinistros de safras antigas e por um otimismo na sinistralidade estimada para os contratos iniciados em 2019.**

Como vimos na seção anterior, no decorrer de 2019, os anos de subscrição recentes pioraram significativamente seu patamar estimado de sinistralidade. Ao compararmos a evolução do Triângulo de Prêmios e Sinistros entre os balanços de fechamento de 2018 e o do 3T19, para verificar como foi o desenvolvimento de prêmios e sinistros no período, chegamos a números que chamam atenção.

No cálculo da tabela a seguir, por conservadorismo, estamos considerando que as despesas financeiras relacionadas às provisões IBNR e PSL foram integralmente decorrentes das provisões dos anos de subscrição de 2014 a 2018. No “Apêndice C – Considerações adicionais sobre o desenvolvimento de prêmios e sinistros por ano de subscrição”, fazemos ponderações sobre as receitas e despesas financeiras decorrentes de provisões de sinistros e ativos de retrocessão.

Para os contratos subscritos nos cinco anos entre 2014 e 2018, foram R\$ 2,8 bilhões de prêmios ganhos no ano para R\$ 3,0 bilhões de despesas de sinistros. Os números informados pela Companhia em suas notas explicativas indicam que a sinistralidade teria sido superior a 100% para esses prêmios no período.

Total dos Anos de Subscrição 2014 a 2018 (R\$ milhões)	Data base: 31/12/2018	Data base: 30/09/2019	Despesas Financeiras relacionadas a provisões	Desenvolvimento ocorrido nos 9M19 estimado
Prêmios Ganhos	13.719	16.517		2.798
Sinistros Pagos	5.914	9.277		3.363
PSL	1.520	1.590	239	(168)
IBNER	75	93		18
IBNR	966	822	33	(177)
Sinistros estimados totais	8.475	11.782	272	3.035
Sinistralidade estimada total	62%	71%		108%

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros” e Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver “Apêndice C – Considerações adicionais sobre o desenvolvimento de prêmios e sinistros por ano de subscrição” para considerações adicionais sobre as despesas financeiras.

No entanto, a DRE do IRB apontou sinistralidade de 53% nos nove primeiros meses de 2019 de acordo com o critério adotado no *earnings release*. Para entender como os números conversam entre si, podemos comparar as linhas da DRE de prêmios ganhos e despesas de sinistro com os números obtidos através do Triângulo. Para isso, devemos considerar a sinistralidade contábil antes das reclassificações gerenciais feitas pela

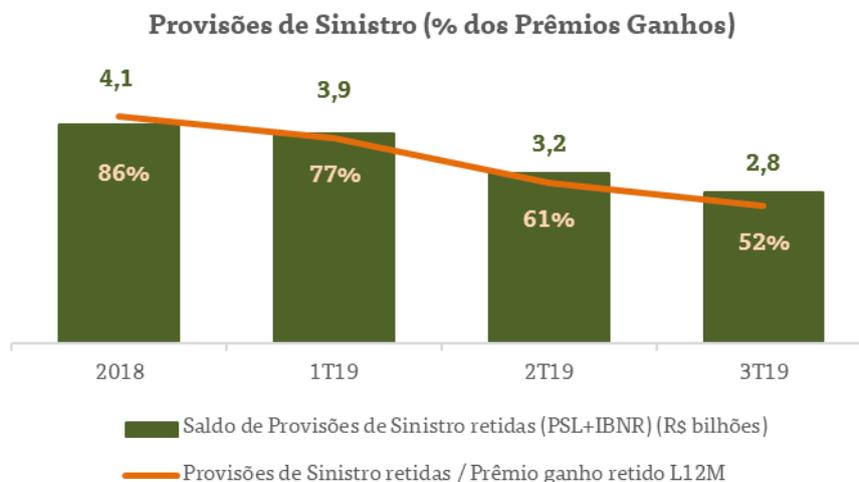
Companhia, as quais incluem juros de sinistros e participação de lucros em contratos de retrocessão. No acumulado dos 9M19, a sinistralidade contábil foi de 60%.

Nas informações provenientes do Triângulo, agregamos os componentes de sinistros pagos, PSL e IBNR dentro da despesa de “Sinistros Avisados”. A tabela a seguir mostra que, além da baixa constituição de IBNR para os contratos do ano de 2019, **houve uma reversão relevante (não caixa) de reservas de safras anteriores a 2014, contribuindo em mais de R\$ 800 milhões com o resultado do ano.** No próximo capítulo, comentamos ser possível que a constituição de expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL seja responsável por parte desse elevado montante de reversão de provisões.

Prêmios Ganhos e Sinistros nos 9M19 (R\$ milhões)	DRE Contábil 9M19	Desenvolvimento por ano de subscrição			Salvados e Ressarcidos
		Anos anteriores a 2014 e Demais componentes	Anos 2014 a 2018	Ano 2019	
Prêmios Ganhos	4.033	120	2.798	1.115	
Sinistros avisados	(2.710)	610	(3.212)	(107)	
IBNR	232	278	177	(223)	
Salvados e Ressarcidos	54				54
Despesa de sinistros	(2.425)	887	(3.035)	(330)	54
Sinistralidade	-60%	737%	-108%	-30%	
Resultado	1.608	1.007	(237)	785	54

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”, “3. Informações por segmento de negócios” e “25. Detalhamento das contas de resultado”.

Como consequência do contexto exposto acima, em apenas três trimestres, as reservas para pagamento de sinistros do IRB caíram de 86% para 52% do prêmio ganho acumulado nos últimos 12 meses.



Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)”, “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”, “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Com base nos elementos apresentados neste capítulo, acreditamos que **a baixa sinistralidade observada nos resultados recentes do IRB não condiz com a performance de seus contratos quando segregados por anos de subscrição. Resultados correntes parecem ter sido beneficiados por grande volume de reversão de provisões oriundas de contratos da época de estatal e por uma expectativa otimista sobre riscos recém-assumidos.**

4. Resultados de 2019

4.1 Principais conclusões

Desde que o IRB realizou sua abertura de capital em bolsa de valores, no ano de 2017, acreditamos ter encontrado fatores que, em nossa opinião, indicam lucros contábeis reportados nas demonstrações financeiras significativamente superiores aos lucros normalizados. Essa disparidade entre lucro reportado e lucro normalizado (recorrente) foi crescente durante esse período e atingiu sua maior diferença nos nove primeiros meses de 2019. Até o momento de envio deste relatório, o resultado do quarto trimestre não foi divulgado pelo IRB e, por essa razão, não é abordado em nossa análise.

De forma visual, apresentamos um gráfico com os itens não recorrentes discricionários que, em nossa avaliação, contribuíram favoravelmente para os resultados do ano. Partimos do lucro antes de imposto de renda (LAIR) divulgado pela Companhia para chegar ao que estimamos ser o LAIR normalizado do período acumulado de nove meses. **Segundo nossas estimativas, nos nove primeiros meses de 2019, o resultado normalizado do IRB foi um prejuízo antes de imposto de renda de R\$ 112 milhões. Os cinco itens extraordinários que destacamos contribuíram com mais de R\$ 1,5 bilhão em comparação a um LAIR de R\$ 1,390 bilhão.**



A seguir, descrevemos brevemente os principais itens não recorrentes discricionários que entendemos terem beneficiado os resultados de 2019, acompanhados de cada valor por nós estimado.

- **Reconhecimento de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL (R\$ 605 milhões).** Dados disponibilizados pela SUSEP mostram que, a partir de 2019, o IRB passou a constituir gradativamente essa expectativa, que é contabilizada como um redutor do saldo de Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL). Segundo a regulação, trata-se de uma estimativa, atuarial, de recebimentos de compensações futuras por sinistros que ainda não foram pagos pelo IRB. Seu reconhecimento gerou relevantes ganhos *one-off* nos resultados de 2019. Para comparação, 14 das 15 demais resseguradoras locais não reconhecem esse ajuste redutor de provisões e a única que o faz, contabiliza um montante equivalente a 2% de sua PSL retida. No IRB, essa estimativa atuarial de recebimentos futuros atingiu expressivos 30% da Provisão de Sinistros a Liquidar.
- **Reversão de provisões de sinistros referentes a anos de subscrição anteriores a 2014 (R\$ 282 milhões).** De acordo com as notas explicativas da Companhia, o saldo dessas "provisões antigas" se reduziu em R\$ 1,5 bilhão em apenas nove meses, de tal forma que julgamos a estimativa usada no gráfico

anterior como tendo sido calculada de forma conservadora. As reservas revertidas são relacionadas a contratos da época de estatal, portanto originados antes do “turnaround” promovido pela nova gestão²⁷. Contrariamente à prática adotada pelas principais resseguradoras globais, o IRB não divulga o efeito de reavaliações de reservas de anos anteriores em seu resultado (*reserve releases*).

- **Avaliação otimista da sinistralidade dos contratos subscritos em 2019 (R\$ 292 milhões)**. Segundo o triângulo de desenvolvimento de sinistros, a sinistralidade atualmente estimada pela Companhia é de apenas 30% para os prêmios ganhos dos contratos que se iniciaram no ano de 2019, ainda em fase embrionária de pagamento de indenizações. Como comparação, a sinistralidade estimada para o acumulado dos contratos dos cinco anos imediatamente anteriores é de 71%. Acreditamos que essa avaliação é excessivamente otimista e que, dado o estágio inicial desses riscos, seria recomendável uma maior constituição de provisão para sinistros ainda não avisados.
- **Venda de participação no Minas Shopping (R\$ 119 milhões)**. No segundo trimestre de 2019 (“2T19”), o IRB reconheceu o ganho de capital com a venda de sua participação no Minas Shopping, concluída em 10 de julho de 2019, de acordo com escritura pública de compra e venda. O ganho transitou como receita financeira na DRE e correspondeu a mais da metade do resultado financeiro do 2T19.
- **Remarcações de participações detidas em shopping centers (R\$ 204 milhões)**. O IRB está em processo de venda de seu portfólio de shoppings adquirido há cerca de 30 anos, conforme depreende-se de comunicados ao mercado de empresas e de fundos imobiliários. Nossa análise indica que parte relevante dos ganhos referentes a essas alienações em curso tenham sido reconhecidos no resultado do terceiro trimestre de 2019 (“3T19”).

Em consequência primordialmente do quadro exposto, as **reservas retidas para pagamento de sinistros foram reduzidas em R\$ 1,3 bilhão, o que representa uma queda de 31% em apenas três trimestres**²⁸. Dado que o *business* de resseguro se caracteriza pelo capital de giro positivo (*float*), levando-se em conta o alto crescimento e a magnitude do lucro reportado, o IRB deveria ter gerado cerca de R\$ 1,6 bilhão de caixa no período. **No entanto, o panorama que se observou foi bem diferente: o IRB consumiu mais de R\$ 300 milhões de caixa nos primeiros nove meses de 2019**²⁹.

Cumpramos ressaltar que não estamos afirmando que, em nossa avaliação, o *earnings power* do IRB seja de prejuízos consecutivos. A atividade de resseguro é conhecida por sua característica de resultados voláteis, impactados por sinistros de grandes riscos e eventos climáticos. No Brasil, onde há maior visibilidade sobre os negócios subscritos pelo IRB, por exemplo, o ano de 2019 foi impactado por maiores perdas no resseguro agrícola. A sinistralidade desse segmento tem por característica oscilar a cada ano, em decorrência de geadas, chuvas excessivas ou principalmente períodos secos prolongados que impactam a produtividade das plantações. Nesse tipo de negócio, haverá anos bons, anos não tão bons e anos ruins... 2019 acabou sendo um “ano ruim”, com perdas acima da média histórica nessa modalidade.

4.2 Resposta do IRB enviada à Squadra

Importante ressaltar que apenas no terceiro trimestre houve a remarcação a valor justo do portfólio de shoppings e a constatação da sinistralidade estimada de 30% para o ano de 2019. Portanto, dado que a carta enviada pela Squadra à Companhia foi elaborada antes da divulgação do resultado do terceiro trimestre, a resposta do IRB não teria como contemplar esses dois itens. Isto posto, a resposta do IRB é baseada em análise técnica e pareceres elaborados a pedido da Companhia por professores especialistas em contabilidade e escritórios de advocacia. Ela sustenta que o IRB Brasil RE não tem como prática a divulgação de outros índices não contábeis em seus comentários de desempenho (*non-gaap measures*), tais como itens não recorrentes ou lucro normalizado, não havendo requerimento legal, normativo ou regulatório que exija que o IRB divulgue *non-gaap measures*.

²⁷ Conforme slide 3 da Apresentação Institucional do IRB de agosto de 2019.

²⁸ Ver Apêndice A para memória de cálculo.

²⁹ Ver seção “6.3 Consumo de Caixa nos primeiros nove meses de 2019” para demonstração e memória de cálculo.

Sobre a constituição da expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL, o parecer formulado por consultores de contabilidade frisa que a PSL pode ser ajustada por uma expectativa de recuperação de salvados e ressarcimentos desde que estes não estejam ativados e na medida em que houver saldo a pagar de sinistro, defendendo a total adequação regulatória e contábil do procedimento adotado pelo IRB. Na seção que aborda essa estimativa atuarial, fazemos outros comentários específicos sobre a resposta enviada pela Companhia à Squadra sobre esse tema.

Quanto às reversões de provisões, o parecer avalia que constituições, baixas, complementos e reversões de PSL são todas de natureza operacional, não devendo nunca ser expostas como itens não recorrentes. Uma visão semelhante é exposta com relação a reversões de IBNR, citando que fazem parte do resultado operacional da Companhia e que não foi identificada nenhuma incorreção nas divulgações e procedimentos contábeis adotados pelo IRB.

A respeito da venda de participação no Minas Shopping, informa que ela foi contabilizada nas demonstrações financeiras em linha com o objeto social da controlada constituída com o propósito específico de operacionalizar as transações imobiliárias do grupo. A transação realizada estaria intimamente ligada às operações da Companhia, sendo mais apropriado classificá-la como recorrente, do ponto de vista de reflexo do desempenho econômico. Mais à frente neste documento, dedicamos a seção “7.3 Quão recorrentes são os ganhos do IRB com a venda de participações detidas em shopping centers?” para abordar o contexto histórico das participações em shoppings detidas pelo IRB, adquiridas há cerca de 30 anos.

4.3 Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL

No negócio de seguros e resseguros, os salvados e ressarcidos são os equivalentes das recuperações no *business* de crédito. Salvados e ressarcimentos (S&R) são os dois tipos mais comuns de recuperação para (res)seguradoras. Quando uma seguradora paga um segurado por um sinistro considerado uma perda total, a seguradora adquire os direitos sobre a propriedade danificada. Um salvado representa qualquer quantia que a seguradora possa cobrar da venda do bem danificado. Um ressarcimento se refere ao direito de uma seguradora de recuperar o valor do sinistro segurado junto a um terceiro que tenha sido responsável por causar o dano³⁰.

A SUSEP permite que as companhias sob sua regulação constituam estimativas de recebimentos provenientes de salvados e ressarcimentos como um ajuste redutor de sua provisão de sinistros a liquidar (PSL). Nesse caso, trata-se de uma expectativa de recebimento futuro de uma compensação por um sinistro que ainda não foi pago. Essa expectativa é uma estimativa atuarial, devendo ser suportada por nota técnica, e calculada com base no histórico de ressarcimentos da (res)seguradora.

Até o fechamento do ano de 2018, segundo informações reportadas pelo IRB à SUSEP, a Companhia não constituía esse ajuste redutor da PSL, passando a fazê-lo a partir do primeiro trimestre de 2019, conforme tabela a seguir:

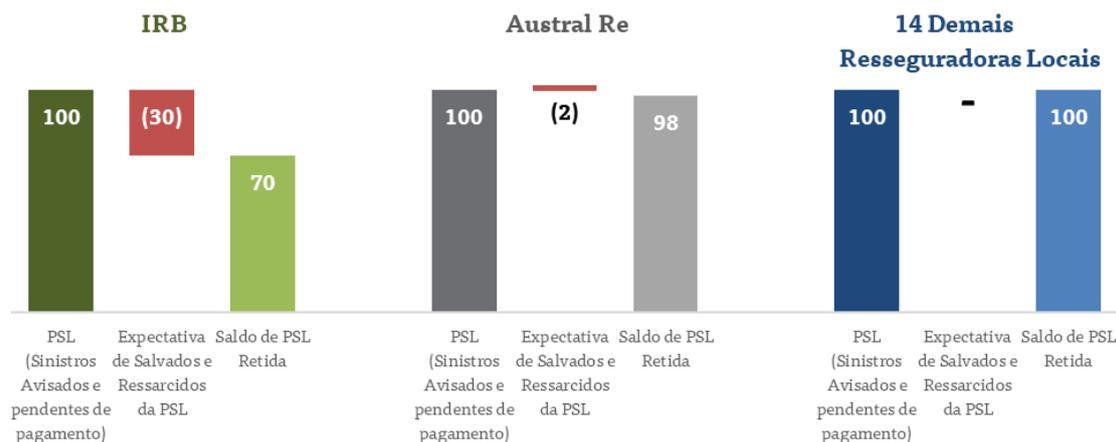
Saldo de PSL Retida (R\$ milhões)	2017	2018	1T19	2T19	3T19
PSL (Sinistros Avisados e pendentes de pagamento) + IBNER	2.459	2.515	2.429	2.402	2.049
Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	-	-	(139)	(466)	(605)
Saldo de PSL Retida	2.459	2.515	2.290	1.936	1.443
Expectativa de Salvados e Ressarcidos na PSL (%)	0%	0%	-6%	-19%	-30%

Fonte: Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

³⁰ Definição adaptada de “Estimating Unpaid Claims Using Basic Techniques”, Jacqueline Friedland.

Após iniciar o reconhecimento da expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL no 1T19, o IRB tem gradativamente aumentado o seu montante. No 3T19, esse ajuste redutor da PSL atingiu um saldo equivalente a 30% da PSL retida da Companhia.

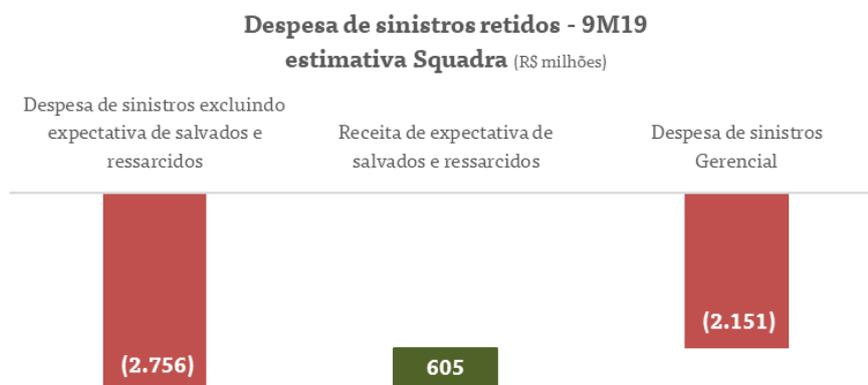
Cabe ressaltar que a constituição da expectativa de recebimento de salvados e ressarcidos da PSL é algo perfeitamente em linha com a regulação e as práticas contábeis. Para efeito de comparação, entre as outras resseguradoras locais, uma (Austral Re) atualmente reconhece expectativa de salvados e ressarcidos da PSL, computando um saldo equivalente a 2% de sua PSL retida, enquanto as demais 14 resseguradoras locais³¹ não constituem esse ajuste redutor da PSL.



Fonte: Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo

O reconhecimento desse ajuste redutor da PSL tem gerado ganhos extraordinários no resultado do IRB no momento de suas constituições, similares à ativação de um direito que previamente estava *off-balance*. **Considerando que a expectativa de salvado e ressarcimento foi de zero para R\$ 605 milhões nos primeiros nove meses de 2019, o equivalente a 30% do saldo de PSL ao final de setembro de 2019, fica claro que essa constituição não se origina apenas dos prêmios ganhos no ano corrente.**

Com base na variação do saldo do ajuste de salvados e ressarcidos, **estimamos um ganho one-off antes de impostos de aproximadamente R\$ 605 milhões no ano. Caso esse ajuste redutor da provisão não tivesse sido constituído, estimamos que** a despesa de sinistros gerencial da Companhia teria sido de R\$ 2,756 bilhões em vez dos R\$ 2,151 bilhões reportados, ou seja, **a sinistralidade seria 15 pontos percentuais maior.** Encontramos menção a essa constituição, de montante muito relevante para o resultado corrente e para as provisões, apenas através da base de dados da SUSEP.



Fonte: Nota explicativa “3.2 Demonstrações de resultados – Visão negócio” e Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

³¹ A Allianz Re também constituía a expectativa de salvados e ressarcidos da PSL, mas, desde junho de 2019, o saldo desse ajuste se encontra zerado.

Na análise apresentada no capítulo “1. Recuperação de sinistros reportada pelas seguradoras brasileiras”, a diferença apontada entre a recuperação de sinistros avisados pelas seguradoras junto ao IRB em relação à despesa correspondente na DRE da Companhia é menor nos 9M19, em relação ao verificado em 2017 e 2018. Entretanto, cumpre ressaltar que, nos 9M19, aquele número não considera a constituição de expectativa de salvados e ressarcidos da PSL, de tal forma que novamente a sinistralidade reconhecida pelo IRB no Brasil é significativamente inferior à informada pelas seguradoras. Nos 9M19, enquanto o IRB reconheceu R\$ 324 milhões de expectativa de salvados e ressarcidos da PSL no Brasil (bruta de retrocessão)³², o conjunto das seguradoras informou receita de R\$ 6 milhões pela variação da estimativa de salvados e ressarcidos da PSL em seu resultado com resseguro (junto a todas as resseguradoras, não apenas o IRB). Na teoria, essa receita apurada nas seguradoras se refletiria como despesa nas resseguradoras, mas a informação fundamental é que o impacto da expectativa de salvados e ressarcidos foi pouco substancial na sinistralidade dos prêmios cedidos pelas seguradoras em 2019. No IRB, reduziu seus sinistros brutos de retrocessão nos riscos domésticos em cerca de R\$ 324 milhões.

Tomamos ciência do reconhecimento, pela Companhia, da expectativa de salvados e ressarcimentos apenas através da base de dados da SUSEP, pelas informações disponíveis nos Quadros 329 e 330. No entanto, mesmo nas informações reportadas para a SUSEP, encontramos diferenças nos valores reconhecidos. Primeiramente, nas demonstrações de resultado (DRE) reportadas para a SUSEP através do quadro 23, a Companhia informa receita zero nos campos destinados à variação da estimativa de salvados e ressarcidos da PSL para os primeiros nove meses de 2019. Essa receita nula não é coerente com o saldo constituído como redutor da PSL reconhecida no balanço. Além disso, há diferenças entre o reconhecimento desse ajuste redutor nas receitas/despesas com sinistros (Quadro 329) e nas provisões (Quadro 330), o que impacta a contabilização dos resultados por segmento de negócio da Companhia. Esses pontos são demonstrados nas seções “11.3 Diferenças na receita de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL”, “11.4 Diferenças na alocação das receitas e despesas de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL por linha de negócio” e “11.5 Diferenças nas despesas de sinistro e saldos de balanço por linha de negócio”.

Sobre a constituição da expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL, na resposta do IRB enviada à Squadra, o parecer formulado por consultores de contabilidade defende a total adequação regulatória e contábil do procedimento adotado pelo IRB. Ao solicitar o parecer, a Companhia indagou os professores sobre a correção de “registro e apuração dos Salvados e Ressarcimentos”, os quais são contabilizados em outras rubricas tanto na DRE como no balanço em relação à “**expectativa** de salvados e ressarcimentos da PSL”. No balanço patrimonial, particularmente, são contabilizados no ativo, estando, dessa forma, totalmente apartados da PSL.

Possivelmente em função da formulação da pergunta, ao responderem o quesito, os consultores citam o artigo 13 da circular SUSEP 575, que trata do “Registro dos Direitos a Salvados e a Ressarcimentos”, direitos esses adquiridos “**após a liquidação de um sinistro**”. O artigo da circular mencionado, desta maneira, não guarda relação com o **ajuste redutor da Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL)** abordado no estudo da Squadra. As orientações da SUSEP ao mercado sobre provisões técnicas são explícitas sobre essa distinção:

“Por se tratar de um ajuste na PSL, devem ser consideradas apenas as estimativas de recebimento decorrentes de sinistros avisados e ainda não pagos. (...)

Não poderá ser considerada como ajuste de PSL a parcela da expectativa de recebimento de salvados e ressarcidos relativa aos sinistros já liquidados.”

Fonte: “Provisões Técnicas - Orientações da Susep ao Mercado”, versão de julho de 2019

³² Ver seção “11.3 Diferenças na receita de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL” para mais detalhes.

Na resposta encaminhada à Squadra, aparentemente se atribui o reconhecimento da expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL no exercício de 2019 a um impedimento normativo para que essa constituição fosse realizada anteriormente. O grifo (sublinhado) na data de 1º de janeiro de 2019 consta na resposta enviada pela Companhia:

“Ressalta-se ainda que a norma que autorizou o reconhecimento dos valores de salvados e ressarcimentos determinou que sua aplicação somente deveria ser realizada a partir de 1º de janeiro de 2019, vide abaixo (grifo nosso):

Art. 20. Os artigos 1, 2º, 12, 13, 14, 15, 16, 17 e 18 entram em vigor em 1º de janeiro de 2019.”

Novamente, o artigo mencionado não trata da constituição da expectativa de salvados e ressarcimentos como ajuste redutor da PSL. Portanto, não se aplica à análise realizada pela Squadra.

Para ilustrar o exposto acima, o estudo das informações disponibilizadas pela SUSEP sobre os pares do IRB permite constatar que o reconhecimento do ajuste redutor da PSL já era permitido anteriormente a 2019. Das demais 15 resseguradoras locais, apenas a Austral Re atualmente constitui expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL, enquanto a Allianz Re o fazia até maio de 2019. A Austral Re reconheceu inicialmente esse ajuste redutor da PSL ainda no exercício de 2017, enquanto a Allianz Re passou a fazer o mesmo no ano de 2018.

4.4 Reversão de Provisões de Sinistros de anos de subscrição anteriores a 2014

Nesta seção, fazemos referência ao Triângulo de Sinistros, onde é apresentado o desenvolvimento dos sinistros incorridos abertos por ano de subscrição. Para os anos de subscrição anteriores a 2014, encontramos os seguintes valores de provisões de sinistros líquidas de ativos de retrocessão:

Provisões de Sinistros retidas de safras anteriores a 2014 (R\$ milhões)	4T18	3T19
PSL	877	
IBNER	43	
IBNR	623	
Saldo total das provisões	1.543	42

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Observamos que as provisões de sinistros relativas a anos de subscrição anteriores a 2014 caíram R\$ 1,5 bilhão nos primeiros nove meses de 2019, reduzindo-se para um saldo próximo a zero, potencialmente beneficiando a despesa com sinistros no período.

As duas principais razões que enxergamos para alteração no saldo de reservas relativas a anos de subscrição datados de mais de cinco anos são: (1) reavaliação de provisões e (2) eventuais pagamentos que tenham sido realizados.

Nos *earnings releases* das principais seguradoras e resseguradoras globais, é prática corrente divulgar o valor de reavaliação de provisões relativas a sinistros de anos anteriores ao corrente, comumente referida como “*reserve releases*” ou “*prior year developments*” ou “*prior year reserve movements*”. No Anexo A, constam exemplos da comunicação ao mercado feita por essas empresas sobre o efeito de “*prior year developments*” na sinistralidade. É a prática realizada por Lloyds, Swiss Re, Munich Re e Berkshire Hathaway, entre outras. O IRB, porém, não divulga essa informação aos participantes do mercado.

A principal razão pela qual há um grande enfoque sobre esse componente de reavaliação de reservas é simples: alterações de reservas impactam diretamente o resultado de uma empresa – cada R\$ 1 de redução nas reservas aumenta o lucro antes de impostos em R\$ 1.

Como fica aparente na tabela anterior, houve uma redução na abertura de informações sobre as reservas anteriores a 5 anos no último resultado. Nos trimestres anteriores, o IRB havia reportado o detalhamento de suas provisões relacionadas a anos anteriores a 2014 por tipo de provisão (PSL, IBNER e IBNR). No 3T19, entretanto, o IRB aparentemente aglutinou essas três linhas em uma, informando somente o saldo agregado dessas provisões. Felizmente, com o auxílio das notas explicativas 9.1 e 19.2, assim como do Quadro 330 da base de dados SES da SUSEP, ainda é possível determinar a composição por tipo de provisão do saldo de anos anteriores a 2014.

Provisões de Sinistros retidas de safras anteriores a 2014 (R\$ milhões)	3T19
PSL	(293)
IBNER	(11)
IBNR	346
Saldo total das provisões	42

Fonte: Notas explicativas “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”, “9. Ativos de retrocessão – provisões técnicas”, “19. Provisões Técnicas” e Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Através dessa reconciliação, verificamos que o saldo de PSL retida relativa a anos anteriores a 2014 atingiu um valor negativo de R\$ 293 milhões no encerramento do 3T19.



Fonte: Notas explicativas “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”, “9. Ativos de retrocessão – provisões técnicas”, “19. Provisões Técnicas” e Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019. Obs.: Para facilitar o entendimento, os números acima não consideram o componente IBNER da PSL, que é destacado de forma apartada no Triângulo de Sinistros.

Como mencionado, o IRB não detalha o montante de *reserve releases* que transitou em seus resultados. Além disso, em suas notas explicativas, o IRB não faz qualquer menção ao saldo de expectativa de salvados e ressarcidos da PSL, que tratamos na seção anterior. Dessa forma, não há como saber como esse ajuste redutor da PSL é considerado na contabilização do desenvolvimento de sinistros por *underwriting year*.

No gráfico que compara o resultado gerencial da Companhia com o resultado normalizado estimado pela Squadra no início deste capítulo, **estimamos em R\$ 282 milhões o valor de reversão de provisões de sinistro referentes a anos anteriores a 2014. Como o saldo dessas provisões de sinistro se reduziu em R\$ 1,5 bilhão, essa é uma estimativa que acreditamos ser conservadora.** Para evitar riscos de dupla contagem, partimos do valor de R\$ 887 milhões de reversão de provisões anteriores a 2014 calculado a partir do Triângulo de Sinistros e optamos por excluir integralmente o valor reconhecido de expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL.

Reversão de provisões de sinistros de safras anteriores a 2014 (R\$ milhões)	9M19
PSL	610
IBNR	278
Reversão de provisões de sinistros de anos anteriores a 2014 - de acordo com Triângulo de Sinistros do IRB	887
(-) Ativação de expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL	(605)
Reversão de provisões de sinistros de anos anteriores a 2014 - estimativa Squadra	282

Fonte: Notas explicativas “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”, “25.2 Sinistros ocorridos – principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”, “25.4 Resultado com retrocessão” e Quadro 330 (tabela ses_valoresresmov grupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

Ainda que se possa argumentar que reavaliações de provisões fazem parte do dia a dia de uma resseguradora, cabe destacar o contexto histórico do IRB. As provisões que foram revertidas em 2019 são de grande montante e provenientes de contratos subscritos há mais de cinco anos, quando o IRB ainda era uma empresa estatal e antes do início da nova gestão como destacado na apresentação institucional da Companhia.

4.5 Avaliação otimista da sinistralidade dos contratos subscritos em 2019

Como anteriormente demonstrado na seção “3.5 Sinistralidade estimada de apenas 30% para o ano de subscrição de 2019”, **a sinistralidade estimada nas demonstrações financeiras do 3T19 é de apenas 30% para os prêmios ganhos referentes ao ano de subscrição de 2019. Para o acumulado dos cinco anos de subscrição anteriores, a sinistralidade estimada é de 71%.**



Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Nesse período entre 2014 e 2018, de acordo com as informações dos Triângulos de Prêmios e Sinistros, o melhor ano de subscrição foi o de 2014, para o qual a sinistralidade atualmente estimada é de 56%.

A avaliação atual da Companhia para os contratos recém-subscritos difere do seu histórico. **Caso fosse estimada uma sinistralidade semelhante à observada no seu melhor *underwriting year* dos últimos cinco anos, ainda assim seria necessária a constituição de provisão IBNR em um montante adicional de R\$ 292 milhões.**

Avaliação otimista dos contratos do ano de subscrição de 2019 (R\$ milhões)	3T19
Prêmios Ganhos	1.115
Sinistros totais estimados pelo IRB (a)	330
Sinistralidade estimada pelo IRB para o ano de 2019	30%
Sinistralidade estimada pelo IRB para o ano de 2014	56%
Sinistros totais adotando premissa de sinistralidade igual a do ano de 2014 (b)	623
Delta de sinistros estimados (c) = (b) - (a)	292

Fonte: Squadra com base na nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Naturalmente, a real sinistralidade dos prêmios dos contratos de resseguro assinados em 2019 será conhecida somente dentro de alguns anos. Acreditamos que a avaliação atual da Companhia é otimista e que, dado o estágio inicial desses riscos, seria razoável uma constituição de provisão maior para sinistros ainda não avisados (IBNR). Consideramos provável que, com o passar do tempo e o efetivo pagamento dos sinistros, a avaliação atual sobre os prêmios ganhos dos contratos de 2019 acabe por ser reavaliada e a sinistralidade desse ano de subscrição se revele mais próxima ao histórico da Companhia.

4.6 Venda de participação no Minas Shopping (2T19)

Em 10 de julho de 2019, o IRB assinou a escritura de compra e venda da alienação de sua participação de 19,1393% no Minas Shopping para o fundo imobiliário Vinci Shopping Centers FII por R\$ 137,1 milhões. Em suas demonstrações financeiras do segundo trimestre de 2019 (2T19), o IRB reconheceu um ganho de capital no valor, por nós estimado, de R\$ 119 milhões. Esse ganho foi registrado como receita financeira, contribuindo para um resultado financeiro substancialmente superior ao que, na nossa opinião, deveria se esperar como normalizado, dado o tamanho e composição de sua carteira de investimentos.

Apresentamos a seguir trecho da escritura de compra e venda da operação a que nos referimos acima. As principais páginas do documento se encontram no Anexo B:

Substituto do Tabelião, compareceu como **OUTORGANTE VENDEDOR**, doravante denominado simplesmente "**OUTORGANTE**": **IRB INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A.**, sociedade anônima de capital fechado, sediada nesta Cidade e Estado do Rio de Janeiro, à Avenida Franklin Roosevelt, 115, Sala 502, Centro, CEP 20.021-120, devidamente inscrita no CNPJ sob o nº 24.292.813/0001-60, com seus atos societários devidamente arquivados na Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro – JUCERJA, sob o NIRE 33300319514, com seu Estatuto Social 26.02.2016, devidamente registrado em 29.02.2016, neste ato representada nos termos de seu estatuto social, por seus diretores, Sr. Paulo Daniel Araújo da Rocha, brasileiro, casado, contador, portador da carteira de identidade nº RJ 095001/O-5 expedida pelo Conselho Regional de Contabilidade do Estado do Rio de Janeiro e inscrito no CPF/ME sob o nº 076.969.957-07, e o Sr. Mario Patricio da Silva Maia, brasileiro, solteiro, engenheiro, portador da carteira de identidade nº 1.990.687 expedida pelo SSP/RN, e inscrito no CPF/ME sob o nº 068.737.604-12, ambos com domicílio profissional na sede do **OUTORGANTE VENDEDOR**, devidamente confirmado por este escrevente, como determina a Consolidação Normativa da CGJ/RJ. De outro lado, como **OUTORGADA COMPRADORA**, doravante denominada simplesmente "**OUTORGADA**": **BRL TRUST DISTRIBUIDORES TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.**, sociedade anônima, com sede na Cidade e Estado de São Paulo, à Rua Iguatemi, 151, 19º Andar (parte), Itaim Bibi, CEP 01451-011, devidamente inscrita no CNPJ sob o nº 13.486.793/0001 42, com seus atos societários devidamente arquivados na Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP, sob o NIRE 35300392655, com seu Estatuto Social de 22.01.2018, devidamente registrado em 18.05.2018, devidamente credenciada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") para o exercício da atividade de administração de carteiras de títulos e valores mobiliários, nos termos do Ato Declaratório Executivo nº 11.784, expedido em 30 de junho de 2011 e Ato Declaratório de Custódia nº 13.244, expedido em 21 de agosto de 2013, na qualidade de Administradora do **VINCI SHOPPING CENTER FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII**, fundo de investimento imobiliário, constituído sob a forma de condomínio fechado nos termos do artigo 2º da Lei 8.668, de 25.06.1993, e do § 1º do artigo 2º da instrução CVM nº 472, de 31.10.2008, devidamente inscrito no CNPJ sob o nº 17.554.274/0001-25

Fonte: Certidão de Escritura Pública de Compra e Venda expedida pelo 4º Tabelionato de Notas do Rio de Janeiro – RJ, extraída por processo de cópia reprográfica do Livro 4369, Folhas 123/130, Ato 076, datado de 10/07/2019. Escritura tratando-se de cópia fiel do original, conforme autoriza a Consolidação Normativa da Corregedoria Geral da Justiça do Estado do Rio de Janeiro.

Para calcularmos o resultado auferido pelo IRB nessa operação, estimamos o saldo contábil do Minas Shopping em R\$ 18 milhões, correspondente ao valor contábil de alienação de Imóveis destinados à renda no segundo trimestre de 2019, chegando assim a um **ganho de capital de R\$ 119 milhões no resultado do 2T19**.

Venda de participação no Minas Shopping (R\$ milhões)	2T19
Valor na escritura de compra e venda	137
(-) Valor contábil estimado	(18)
Ganho de capital estimado	119

Fonte: Certidão de Escritura Pública de Compra e Venda expedida pelo 4º Tabelionato de Notas do Rio de Janeiro – RJ, extraída por processo de cópia reprográfica do Livro 4369, Folhas 123/130, Ato 076, datado de 10/07/2019; nota explicativa "13. Imóveis destinados à renda". Ver Apêndice A para memória de cálculo do valor contábil estimado do ativo. Obs.: A estimativa de ganho de capital acima não considera a incidência de impostos.

Nas demonstrações contábeis intermediárias de 30 de abril de 2019, divulgadas excepcionalmente em função da oferta pública realizada pela Companhia em julho de 2019, vemos um lucro líquido de R\$ 112 milhões no mês de abril na IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A., empresa controlada que detinha a participação no Minas Shopping.

IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A. (R\$ milhões)	31/03/2019	30/04/2019
Lucro Líquido acumulado no ano	10	122
Lucro Líquido no mês de abril		112

Fonte: Nota explicativa “1.3 Consolidação (Seção A)” das demonstrações financeiras do 1T19 e de 30 de abril de 2019.

Acreditamos que o lucro excepcional da controlada no mês de abril se deu majoritariamente graças ao reconhecimento do ganho de capital pela remarcação do Minas Shopping ao seu valor de venda (naquele momento, ainda não concretizada). Naquele mês, o ganho tinha sido reconhecido através de um Resultado Patrimonial expressivo para o mês de abril. Seguem os valores pormenorizados:

Resultado Patrimonial (R\$ milhões)	31/03/2019	30/04/2019
Demais Resultados Patrimoniais acumulados no ano	26	148
Demais Resultados Patrimoniais no mês de abril		121

Fonte: Nota explicativa “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação” das demonstrações financeiras do 1T19 e de 30 de abril de 2019.

No entanto, no ITR de 30 de junho de 2019, o componente “Demais resultados patrimoniais” do Resultado Patrimonial foi de apenas R\$ 13 milhões na visão consolidada. O ganho com a venda do Minas Shopping foi reclassificado contabilmente para a linha de Resultados Financeiros. Tal movimentação fica evidente pelos Resultados Financeiros do Consolidado terem sido de R\$ 208 milhões contra apenas R\$ 67 milhões na Controladora, sendo que esta concentra a quase totalidade das aplicações financeiras da Companhia.

Adicionalmente, na nota explicativa “10. Títulos e créditos a receber”, vemos que os “Valores a receber de participação acionária” aumentaram de R\$ 37 milhões, em 31 de março de 2019, para R\$ 211 milhões, em 30 de junho de 2019. Esse incremento dos valores a receber é mais uma evidência de como a operação já tinha sido contabilizada no 2T19, apesar de o anúncio da transação pelo Vinci Shopping Centers FII e a assinatura do contrato de compra e venda terem sido realizados apenas em julho.

Ao compararmos o ganho proveniente dessa transação com a DRE divulgada pelo IRB em seu *earnings release*, **estimamos que a venda do Minas Shopping foi responsável por cerca de 64% do resultado financeiro gerencial** de R\$ 184 milhões no trimestre.

4.7 Remarcação a valor justo de shopping centers (3T19)

No resultado do terceiro trimestre de 2019, observou-se um episódio semelhante ao descrito na seção anterior, porém em escala ainda mais relevante. **Em uma estimativa conservadora, acreditamos que a remarcação do portfólio de shopping centers do IRB tenha gerado resultado de R\$ 204 milhões, respondendo por 85% do resultado financeiro e por 42% do LAIR do trimestre.**

Na tabela a seguir, detalhamos a composição da linha “resultados financeiros”, principal componente do resultado financeiro contábil entre Controladora e Controladas. Pode-se observar que, até o 1T19, o resultado financeiro da Controladora explicava a quase totalidade do resultado financeiro gerencial.

Resultado Financeiro (R\$ milhões)	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Resultado Financeiro gerencial	139	177	178	135	197	184	239
Resultados Financeiros - Consolidado (contábil)	136	177	165	115	184	208	220
(-) Resultados Financeiros - Controladora	90	136	156	77	166	67	(90)
Resultados Financeiros - Controladas	45	41	9	38	18	141	311

Fonte: Nota explicativa “3. Informações por segmento de negócios”.

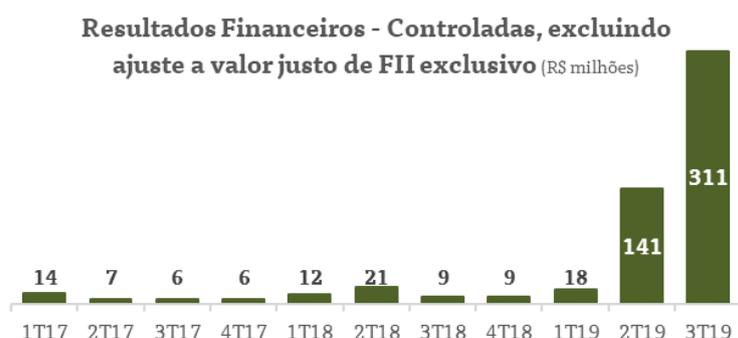
Nos trimestres em que o resultado financeiro das Controladas foi mais relevante, houve a reavaliação a valor justo do Fundo de Investimento Imobiliário IRB Internacional, conforme será detalhado na seção “7.4 Reavaliação a valor justo de Fundo de Investimento Imobiliário (FII) exclusivo”.

Resultado Financeiro (R\$ milhões)	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Resultados Financeiros - Controladas	45	41	9	38	18	141	311
(-) Ajuste a valor justo do FII IRB Internacional (fundo exclusivo)	33	20	-	29	-	-	-
Controladas, excluindo ajuste a valor justo de FII exclusivo	12	21	9	9	18	141	311
% Resultado Financeiro gerencial	8%	12%	5%	6%	9%	77%	130%

Fonte: Nota explicativa “3. Informações por segmento de negócios”, Demonstrações Financeiras e Informes Trimestrais do IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário – FII.

Essa predominância do resultado financeiro da Controladora era natural de se esperar, uma vez que ela concentra praticamente a integralidade das aplicações financeiras do IRB. No fechamento do 2T19, por exemplo, as aplicações financeiras da Controladora correspondiam a 98,9% do saldo do Consolidado.

O gráfico a seguir mostra como o resultado financeiro obtido nos últimos trimestres das Controladas foram em patamar absolutamente distinto do histórico. Evidentemente, esse alto resultado financeiro gerou lucros nas Controladas bastante acima do nível que vinha sendo observado anteriormente.



Fonte: Nota explicativa “3. Informações por segmento de negócios”, Demonstrações Financeiras e Informes Trimestrais do Internacional Shopping Fundo de Investimento Imobiliário.

Buscando entender a origem desse resultado financeiro tão acima do histórico, vemos que a Companhia reconheceu R\$ 204 milhões em “Resultado Patrimonial (fundos de investimentos exclusivos sob gestão de controladas)”. Tal ganho foi reconhecido como resultado patrimonial apenas na visão Controladora, sendo reclassificado para outras linhas da DRE na visão Consolidada, principalmente para o componente de resultado financeiro. Adicionalmente, vemos que o ganho referido foi contabilizado como um ativo em imóveis destinados à renda.

13 Imóveis destinados à renda e ativos com natureza operacional na IRB Investimentos e Participações Imobiliárias

	Consolidado			Total
	Terrenos	Edificações	Ativos com natureza operacional na IRB Investimentos e Participações Imobiliárias	
Custo dos imóveis de renda bruto				
Saldo em 31 de dezembro de 2018	16.447	16.675	567.970	601.092
Aquisição	-	-	11.040	11.040
Alienação	-	-	(30.496)	(30.496)
Ativos financeiros da IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A.	-	-	203.863	203.863
Saldos em 30 de setembro de 2019	16.447	16.675	752.377	785.499

Fonte: Nota explicativa “13. Imóveis destinados à renda e ativos com natureza operacional na IRB Investimentos e Participações Imobiliárias”.

Finalmente, constatamos também que o saldo de “Valores a receber de participação acionária” aumentou de R\$ 211 milhões para R\$ 234 milhões³³, mesmo com a IRB Investimentos e Participações Imobiliárias tendo recebido o valor de R\$ 137 milhões pela venda da participação no Minas Shopping à vista no dia 10 de julho de 2019, segundo consta na escritura pública de compra e venda. Com base nisso, é provável que a Companhia já tenha reconhecido vendas de participações em imóveis posteriores à do Minas Shopping em seus valores a receber.

Acreditamos que o alto resultado financeiro gerado pelas Controladas seja majoritariamente composto pela IRB Investimentos e Participações Imobiliárias e decorrente de ganhos na venda e remarcações de participações detidas em imóveis destinados à renda, principalmente Shopping Centers. Há indicativos de que o IRB esteja realizando a venda da maior parte de seus ativos imobiliários.

Com base nos comunicados ao mercado divulgados por empresas abertas e fundos imobiliários, bem como documentação disponível no *website* do CADE, é provável que o IRB tenha assinado memorando de entendimentos com o XP Malls Fundo de Investimento Imobiliário – FII (“FII XP Malls”) para aquisição de quatro ativos em setembro de 2019, ainda durante o resultado do terceiro trimestre. Os quatro ativos objeto do acordo seriam os shoppings Esplanada, Praia de Belas, ParkShopping Brasília e Internacional Guarulhos. Após a assinatura desse memorando de entendimento, as empresas Multiplan e Iguatemi optaram por exercer seus direitos de preferência para aquisição de três dos quatro ativos objetos do acordo. Finalmente, o FII XP Malls adquiriu a maior parte da participação no Shopping Internacional Guarulhos, detida pelo IRB através do IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário – FII (“FII IRB Internacional”). Essas transações foram anunciadas, sendo algumas concluídas, ao longo do quarto trimestre de 2019 e começo de 2020.

Além disso, é possível que a participação detida pelo IRB no Shopping Barra, na cidade de Salvador, tenha sido objeto de assinatura de instrumento vinculante de venda para o Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário (“FII Malls Brasil Plural”) em transação que acabou rescindida após não serem cumpridas condições precedentes.

A seguir, listamos os comunicados ao mercado e atos de concentração aprovados pelo CADE que nos levam às conclusões apontadas acima:

- No dia 6 de setembro de 2019, o FII XP Malls divulgou comunicado ao mercado sobre a celebração de memorando de entendimento para aquisição de participações em shoppings que se enquadram nas características e valores de mercado dos ativos detidos pelo IRB.

“(…) comunica aos seus cotistas e ao mercado em geral, (sic) que celebrou nesta data memorando de entendimentos tendo como objeto a aquisição de ativos (“Memorando de Entendimentos”) para aquisição de participação minoritária em 4 shopping centers de propriedade direta ou indireta do vendedor (“Transação”). Os 4 shopping centers (“Ativos”) são localizados em capitais ou cidades relevantes do país e são administrados por empresas renomadas do setor, sendo estas também sócias dos respectivos empreendimentos, gerando comprometimento e alinhamento de longo prazo. (...)

O montante da Transação será de até R\$ 808.500.000,00 (oitocentos e oito milhões e quinhentos mil reais), sendo que haverá pagamento de sinal pelo Fundo ao vendedor, no montante de R\$64.680.000,00

³³ Valores encontrados na Nota explicativa “10. Títulos e créditos a receber”

(sessenta e quatro milhões, seiscentos e oitenta mil reais) mediante assinatura do Memorando de Entendimentos (“Sinal”). **A Transação está sujeita à implementação de condições precedentes usuais em transações desta natureza, incluindo a captação pelo Fundo de recursos necessários.**”

Fonte: Comunicado ao Mercado divulgado pela XP Malls Fundo de Investimento Imobiliário – FII em 6 de setembro de 2019.

- No dia 25 de outubro de 2019, o FII XP Malls submete ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”) ato de concentração³⁴ com pedido de análise para aquisição da participação detida pela IRB Investimentos e Participações Imobiliárias no Shopping Praia de Belas.
- No dia 19 de novembro de 2019, a Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A. (“Multiplan”) comunica ao mercado o exercício de preferência para aquisição de participação no empreendimento ParkShopping Brasília³⁵. Posteriormente, no dia 23 dezembro de 2019, a Iguatemi submete ao CADE ato de concentração³⁶ com pedido de análise para aquisição dessa participação, confirmando o IRB Investimentos e Participações Imobiliárias como o vendedor.
- No dia 28 de novembro de 2019, a Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. (“Iguatemi”) comunica ao mercado o exercício de preferência para aquisição de participação nos empreendimentos Praia de Belas e Esplanada³⁷. Posteriormente, no dia 2 dezembro de 2019, a Iguatemi submete ao CADE dois atos de concentração³⁸ com pedido de análise para aquisição dessas participações, confirmando o IRB Investimentos e Participações Imobiliárias como a parte vendedora.
- No dia 3 de janeiro de 2020, o IRB comunica ao mercado a venda de cotas detidas pelo IRB Investimentos e Participações Imobiliárias no FII IRB Internacional para o FII XP Malls³⁹.
- Adicionalmente, no dia 25 de outubro de 2019, o Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário (“FII Malls Brasil Plural”) divulgou fato relevante informando a celebração de instrumento vinculante para a aquisição de participação no Shopping Barra⁴⁰, situado na cidade de Salvador, outro empreendimento em que o IRB Investimentos e Participações Imobiliárias detém participação. Posteriormente, em 30 de dezembro de 2019, o FII Malls Brasil Plural informou a rescisão do instrumento vinculante pela não implementação das condições precedentes.

Com base nos comunicados e fatos relevantes divulgados e documentos disponíveis no *website* do CADE, os elementos indicam que o IRB tenha negociado a parcela mais relevante de seus ativos imobiliários. Na data da divulgação dos resultados referentes ao terceiro trimestre de 2019, a Companhia inclusive já teria assinado memorando de entendimentos para venda das participações na maior parte dos empreendimentos, ainda que a concretização dos negócios dependesse de condições precedentes. **Mais importante, é possível que o IRB já tenha reconhecido parcela relevante dos ganhos decorrentes das referidas transações em seu resultado do 3T19.**

Com base no incremento do resultado financeiro das Controladas e no saldo de aplicações financeiras detidas pelas mesmas, enxergamos um ganho extraordinário de R\$ 301 milhões no 3T19 vindo de remarcação do portfólio de shopping centers do IRB.

Resultados Financeiros (R\$ milhões)	3T19
Controladas - reportado	311
(-) Rendimento estimado das Aplicações e FIIs exclusivos detidos por Controladas	10
Ganho estimado com remarcação de participações em Shopping Centers	301

Fonte: Squadra com base na nota explicativa “3. Informações por segmento de negócios”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

³⁴ Ato de concentração nº 08700.005228/2019-29.

³⁵ Fonte: Comunicado ao Mercado “Multiplan aumentará sua participação no ParkShopping”, divulgado pela Multiplan em 19 de novembro de 2019.

³⁶ Ato de concentração 08700.006157/2019-81.

³⁷ Fonte: Comunicado ao Mercado “Iguatemi anuncia o exercício do direito de preferência para a aquisição de 20% do Praia de Belas Shopping Center e de 15% do Shopping Center Esplanada”, divulgado pela Iguatemi em 28 de novembro de 2019.

³⁸ Atos de concentração 08700.005808/2019-18 e 08700.005815/2019-18.

³⁹ Fonte: Comunicado ao Mercado “Venda Shopping Guarulhos”, divulgado pelo IRB em 3 de janeiro de 2020.

⁴⁰ Fonte: Fato Relevante “Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário celebra instrumento vinculante para aquisição de participação no Shopping Barra, divulgado em 25 de outubro de 2019.

Todavia, no intuito de adotarmos uma estimativa conservadora, utilizamos como ganho não recorrente para cálculo do resultado patrimonial apenas o valor de R\$ 204 milhões, que foi contabilizado como “imóveis destinados à renda e ativo com natureza operacional” no 3T19.

Na análise sobre o resultado do terceiro trimestre de 2019, listamos abaixo alguns comentários publicados por analistas *sell-side* especificamente sobre o resultado financeiro da Companhia no trimestre.

Citibank:

“Top and bottom line this quarter were in line with expectations, although we observed some variations vs. our estimates at some specific lines of the P&L. (...) This was offset by stronger than expected financial income due to FX hedge contracts the company holds against retrocession costs. (...)”

Financial income amounted to R\$240 million, up 34% y/y and 50% above our estimate. The yield on financial assets amounted to 131% of the benchmark rate. The upside surprise vs. our estimate came from the FX hedge contracts IRB holds to hedge dollar denominated retrocession costs at an FX rate of \$3.36.”

Fonte: Relatório “IRB Brasil Resseguros SA (IRBR3.SA): Top and bottom line in line with expectations”, publicado pelo Citibank em 6 de novembro de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

Morgan Stanley:

“Surprisingly, investment income was very strong (+24% q/q and 33% above our estimate), with the investment yield reaching a 3-year high. (...)”

Investment income was R\$244 million, up 24% q/q and 22% y/y. The investment yield reached an impressive 20.6% this quarter, representing a 3-year high and ~5x the level of overnight risk-free rates.”

Fonte: Relatório “IRB Brasil RE -- 3Q19 Results”, publicado pelo Morgan Stanley em 7 de novembro de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

Merrill Lynch:

“Strong financial income: Financial income of R\$244mn (131% of CDI) increased 22% YoY supported by better performance of inflation-linked bonds, good performance of FX operations and also equities investments.”

Fonte: Relatório “IRB Brasil Re - In-line 3Q19 net income, with better loss ratio offsetting slower premium growth - BUY – Brazil”, publicado pelo Bank of America Merrill Lynch em 6 de novembro de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

JP Morgan:

“Strong financial income despite lower rates. Yield on own financial securities came in at 131% of CDI and on exclusive investment fund at sound 348% of CDI, driving financial income to R\$239mn. Combined with real estate R\$5mn return in the quarter, total financial results totaled R\$244mn, ~43% above JPMe.”

Fonte: Relatório “3Q19: Soft Quarter - Timid WP Growth, Some Help on Claims, But Retrocession to Improve in 2020”, publicado pelo JP Morgan em 6 de novembro de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

Nota-se que o resultado financeiro foi visto como um aspecto positivo do trimestre e que a atribuição para tal performance favorável foi dada a fatores bastante distintos de resultado excepcional auferido por controlada detentora de participações imobiliárias ou ganho gerado por remarcação de imóveis destinados à renda.

Em seu *earnings release*, a Companhia, ao comentar o resultado financeiro, forneceu a seguinte explicação para o desempenho do trimestre:

“No terceiro trimestre de 2019, o resultado financeiro consolidado da controladora e de suas subsidiárias/sucursais totalizou R\$239,4 milhões, em comparação a R\$178,2 milhões no terceiro trimestre de 2018.

A performance da gestão dos referidos ativos financeiros consolidados da controladora e de suas subsidiárias/sucursais foi de 131% do CDI no terceiro trimestre de 2019.

O fundo de investimento exclusivo IRB Brasil RE multimercado, em 30 de setembro de 2019, concentrava um volume de ativos totais no montante de aproximadamente R\$1,0 bilhão e atingiu rentabilidade de 348% do CDI. Esse fundo concentrou os investimentos da Companhia em operações cambiais, renda

variável e em títulos públicos indexados (pré-fixados e ligados a inflação+cupom). Os demais recursos financeiros da Companhia estavam investidos majoritariamente, em ativos que no seu conjunto apresentaram rendimento próximo à Selic.”

Fonte: Comentário de Desempenho do terceiro trimestre de 2019. Trecho grifado pela Squadra.

O fundo citado pela Companhia gerou receita financeira de R\$ 44 milhões no trimestre, portanto bem menos relevante que o resultado financeiro das Controladas. Além disso, segundo informações disponíveis na CVM, esse fundo possui grande parte do seu patrimônio em ativos denominados em dólares, quais sejam *Bonds* soberanos emitidos pelo governo brasileiro com vencimento em 2021. No trimestre, o dólar apresentou valorização de 8% contra o real.

Pelos cálculos realizados abaixo, estimamos que a exposição cambial tenha respondido por cerca de R\$ 33 milhões do resultado do fundo, sendo responsável por praticamente toda a rentabilidade acima do CDI (*alpha*).

IRB Brasil RE Multimercado (R\$ milhões)	jun/19	jul/19	ago/19	set/19	3T19
Saldo de investimentos no exterior no encerramento do mês	434	415	454	848	
% Variação BRL/USD		-1%	9%	0%	
Ganho/(perda) com exposição cambial - estimada		(4,0)	36,0	1,2	33,2

Fonte: CVM e Bloomberg.

Ainda que tal exposição cambial tenha gerado resultado para o fundo multimercado isoladamente, a Companhia possui passivos em moeda estrangeira, de tal forma que a exposição cambial do fundo pode não refletir a posição da Companhia. No fechamento do 3T19, ainda que o Fundo tivesse uma posição de R\$ 848 milhões em “Investimento no Exterior”, por exemplo, a Companhia informava em sua análise de sensibilidade uma exposição ativa de apenas R\$ 60 milhões em moeda estrangeira.

A tabela abaixo apresenta o impacto da variação da taxa de câmbio no total de ativos e passivos:

Grupo	30 de setembro de 2019	Cenários para 31 de dezembro de 2019		
	Base	Impacto (R\$ mil)		
		Provável	Cenário I	Cenário II
Total de ativos em moeda estrangeira (*)	6.668.709	(327.318)	(1.912.666)	(3.498.014)
Total de passivos em moeda estrangeira	(6.609.145)	324.395	1.895.582	3.466.770
Impacto no resultado antes dos impostos		(2.924)	(17.084)	(31.244)
Impacto no patrimônio líquido (%)		(0,1)	(0,4)	(0,7)
Impacto sobre o lucro líquido (%)		(0,2)	(1,4)	(2,6)

(*) Valores contemplam parcela de ativos em moeda estrangeira de fundos de investimentos em moeda local.

Fonte: Nota explicativa “2.5.2 Análise de sensibilidade de moeda estrangeira”

As análises de sensibilidade feitas pela Companhia também informavam impactos pouco substanciais para cenários de variação do dólar. A observação em asterisco evidencia o ponto mencionado de que os ativos em dólar detidos pelo fundo multimercado são contemplados nos ativos em moeda estrangeira da tabela acima. No balanço de fechamento do trimestre anterior, a exposição líquida em moeda estrangeira da Companhia era de R\$ 174 milhões, portanto inferior à posição do fundo em investimentos no exterior de R\$ 434 milhões.

Diante do exposto, é provável que parte da receita financeira obtida pelo fundo destacado no *earnings release* tenha sido compensada por despesas financeiras de passivos em moeda estrangeira, para os quais o referido fundo exercia o papel de *hedge* de exposição cambial.

No dia 21 de janeiro de 2020, o IRB divulgou comunicado ao mercado informando a alienação da totalidade das participações nos shoppings Praia de Belas e Esplanada pelo valor de R\$ 260 milhões. No mesmo comunicado, informou que a transação representa um ganho de capital antes de impostos de R\$ 84 milhões, de onde depreende-se que os referidos ativos imobiliários estavam contabilizados por R\$ 176 milhões.

Cerca de quatro anos atrás, no dia 26 de fevereiro de 2016, quando o IRB Investimentos e Participações Imobiliárias foi constituído, as participações nos shoppings Praia de Belas e Esplanada foram integralizadas na nova empresa por R\$ 45 milhões.

Ativo	Valor Integralizado (R\$ milhões)
Praia de Belas	29
ShoppingCenter Esplanada	17
Total	45

Fonte: Escritura Pública de Constituição da Sociedade IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A., de 26 de fevereiro de 2016 (Cartório do 8º Ofício de Notas da Cidade e Estado do Rio de Janeiro - Livro nº 2918, Folha nº 111 a 119, Ato nº 043).

Desde então, as benfeitorias e a depreciação nesses ativos foram em baixos montantes, enquanto os investimentos em shopping centers seguiram sendo “registrados a custo” de acordo com as notas explicativas. **Tomando-se como referência o valor contábil aproximado de R\$ 45 milhões, pelo qual os ativos foram integralizados, é provável que a remarcação das participações nos shoppings Praia de Belas e Esplanada tenha gerado ganho de capital de cerca de R\$ 130 milhões no resultado do terceiro trimestre de 2019.** Esse valor está incluído na nossa estimativa de resultado excepcional de R\$ 204 milhões decorrente de remarcação de participações imobiliárias no trimestre. Como comparação, o fundo destacado na comunicação da Companhia gerou receita financeira de R\$ 44 milhões no trimestre.

5. Reclassificações no *earnings release*

5.1 Resposta do IRB enviada à Squadra

Em sua resposta, o IRB obteve parecer confirmando que as constituições e reversões de IBNR foram realizadas considerando o plano de contas estabelecido pelo regulador. Ainda afirma que as constituições/reversões de IBNR devem ser realizadas no mesmo grupo contábil, tanto no balanço patrimonial quanto na demonstração de resultado, além de fazerem parte do resultado operacional. Por último, é mencionado que não foi identificada nenhuma incorreção nas divulgações e procedimentos contábeis adotados pelo IRB.

5.2 Reversão de provisão IBNR no 2T19

A Companhia faz reclassificações gerenciais na demonstração de resultados divulgada em seu *earnings release*. A despesa com sinistros é impactada por essas reclassificações gerenciais, alterando tanto o componente do sinistro avisado (PSL) como a despesa com a provisão IBNR.

Nessa reclassificação gerencial, houve majoração da despesa de IBNR e redução da despesa de sinistros avisados (PSL) no *earnings release* em comparação ao padrão contábil. Nos trimestres em que há constituição de IBNR, a despesa gerencial é maior que a contábil. Já quando há reversão de IBNR, o benefício dessa reversão é menor no critério gerencial do que o indicado na contabilidade. Os documentos publicados pela Companhia não mencionam os critérios e razões para essa reclassificação. Na tabela a seguir, temos o histórico das constituições e reversões de IBNR retida desde o início de 2017.

DRE - IBNR Retida (R\$ milhões)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
IBNR Gerencial	(70)	34	(234)	(65)	1	(44)	(184)	(196)	(67)	158	(87)
IBNR Contábil	(63)	48	(228)	(57)	11	(29)	(166)	(170)	(54)	346	(60)
diferença	(7)	(14)	(6)	(8)	(10)	(15)	(18)	(25)	(13)	(188)	(27)

Fonte: Notas explicativas “3.2 Demonstrações de resultados – Visão negócio”, “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”⁴¹.

No 2T19, especialmente, a receita com reversão de provisão IBNR foi R\$ 188 milhões menor no critério gerencial do que o indicado na contabilidade. No entanto, a variação do estoque de IBNR no balanço evidentemente acompanhou a despesa contábil. Em um trimestre, é razoável esperar que a variação do saldo no balanço seja próxima à despesa contábil, ainda que não idêntica devido a despesas e receitas financeiras, principalmente aquelas provenientes de variações cambiais. O saldo de IBNR retida reduziu R\$ 377 milhões, enquanto a receita de reversão de IBNR foi de R\$ 346 milhões de acordo com o padrão contábil.



Fonte: Notas explicativas “3.2 Demonstrações de resultados – Visão negócio”, “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

⁴¹ Há uma discordância nas demonstrações financeiras das informações trimestrais da companhia no 2º trimestre de 2019. Na nota explicativa 3.3, o componente “Recuperação de IBNR” do Resultado com Retrocessão está em R\$ 4.712 mil. Já na nota 25.4, consta o valor de R\$ 6.594 mil para a “Recuperação de IBNR”. Em nossos cálculos, estamos usando o valor de R\$ 4.712 mil, pois ele coincide com os dados informados no Quadro 329 da base de dados SES da Susep. Ver Apêndice A para detalhamento.

Movimentações de IBNR são de vital importância para a correta análise da composição e qualidade dos resultados. Sendo assim, é natural que a reversão de IBNR tenha sido um dos pontos mais destacados pela própria empresa e pelos analistas, conforme podemos ver no comentário sobre os resultados elaborado pelos analistas da corretora BTG Pactual:

“Big INBR (sic) reversal helped Q2; positive announcements: guidance, C6, blockchain

(...) The big INBR provision reversal (delta of R\$225mn⁴² q/q), which in Q2 more than offset the 12p.p. y/y increase in actual claims (PSL), could be seen by many as the main reason why we didn't see a big EPS miss.”

Fonte: Relatório do BTG Pactual “Big INBR (sic) reversal helped Q2; positive announcements: guidance, C6, blockchain”, publicado em 06 de agosto de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

Observa-se que a “grande reversão” comentada acima considera o número divulgado no *earnings release*, que foi menos da metade do valor contábil. A reclassificação gerencial feita pela Companhia acabou por favorecer também a percepção sobre o sinistro avisado (PSL), reduzindo seu montante. Acreditamos que essa mesma leitura sobre os resultados poderia ter sido diferente caso os mesmos tivessem sido apresentados de acordo com a segunda coluna exposta na tabela abaixo:

Sinistralidade - 2T19 (R\$ milhões)	Gerencial	Gerencial sem reclassificação do IBNR
Sinistros retidos	(742)	(742)
PSL	(900)	(1.088)
IBNR	158	346
Sinistralidade	-53%	-53%
PSL Ratio	-65%	-78%
IBNR Ratio	11%	25%

Fonte: Notas explicativas “3.2 Demonstrações de resultados – Visão negócio”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Quanto à justificativa para a reversão de IBNR no trimestre, formou-se uma percepção de que ela estaria relacionada ao segmento Rural, conforme atestam algumas análises realizadas pelo mercado:

Merrill Lynch:

“The combined ratio improved 290bp YoY to 80.8% as a better loss ratio offset higher commissions and expenses. The loss ratio improved 330bp YoY, to 53.2%, reflecting a R\$158mn IBNR reserve reversal related to the agribusiness segment.”

Fonte: Relatório “Strong earnings growth; Premium guidance raised”, publicado pelo Bank of America Merrill Lynch em 05 de agosto de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

UBS:

“The loss ratio improved to 53.2% from 56.6% in 2Q18 – while OCR was up due to rural segment, there was a R\$158mn reversion in INBR previously constituted in 4Q18 and 1Q19 related to the segment.”

Fonte: Relatório “2Q19 in line; written premium guidance revised up”, publicado pelo UBS em 05 de agosto de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

Morgan Stanley:

“The loss ratio was 53.2%, down 0.9 p.p. q/q and 3.4 p.p. y/y. The improvement in the loss ratio was due to a reversal of R\$158 million using the IBNR losses booked in 1Q19 for future claims in the agribusiness segment, and because of R\$515 million claims recovered from retrocessionaires (compared to R\$156 million recovered in 2Q18).”

Fonte: Relatório “IRB Brasil RE – 2Q19 Results”, publicado pelo Morgan Stanley em 06 de agosto de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

⁴² O número de R\$ 225 milhões se refere à variação em relação ao trimestre anterior (“q/q”). No critério gerencial da DRE, a IBNR passou de R\$ -67 milhões no 1T19 para R\$ 158 milhões no 2T19, portanto uma variação de R\$ 225 milhões entre os trimestres.

No *conference call* de resultados, a Companhia inclusive forneceu explicações sobre a dinâmica de como ocorre a reversão de IBNR no segmento Rural:

“O que aconteceu neste ano é que, como era sabido, nós estávamos diante de um ano de El Niño e a constituição de IBNR teve que acontecer de forma agravada, tanto no 4º trimestre do ano passado quanto no 1º trimestre desse ano, como nós vínhamos indicando aí ao longo do período, especialmente no último call de resultados. Naturalmente, essa provisão é feita justamente para se preparar para os avisos de sinistros que virão no futuro. O período dos avisos de sinistros relativos às safras de Agro no Brasil deles acontecerem é justamente/basicamente aí, para a nossa visão de resseguro aqui, no 2º trimestre do ano. Quando os avisos de sinistro chegam, obviamente você baixa aquela provisão originalmente feita, o efeito de baixar o IBNR acontece naturalmente pelo desenvolvimento do contrato. O IBNR é baixado e a PSL constituída de imediato. Você não tem uma mera liberação de provisão. O que há é, você baixa o componente que é preventivo e troca pelo componente que é o real, efetivo. É mais ou menos essa a dinâmica de constituição e reversão dessas provisões.”

Fonte: Conferência de resultados do segundo trimestre de 2019.

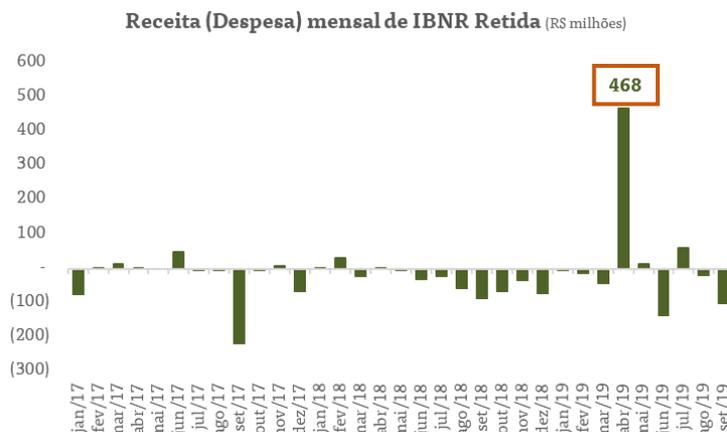
No entanto, de acordo com as demonstrações financeiras, o segmento Rural foi o único no qual houve constituição (e não reversão) de IBNR. Quando olhamos a despesa contábil de IBNR retida, houve constituição de provisão de R\$ 13 milhões no segmento rural e reversão de R\$ 359 milhões no agregado dos demais grupos de ramos.

Receita (Despesa) de IBNR Retida no 2T19 (R\$ milhões)			
Aceitações do exterior	149	Transportes	9
Patrimonial	76	Sucursais no exterior	6
Riscos Financeiros	52	Marítimo	4
Aeronáutico	28	Habitacional	2
Responsabilidade	11	Petróleo	1
Automóvel	11	Nucleares	-
Pessoas	10	Rural	(13)
Total			346
Total ex-Rural			359

Fonte: Notas explicativas “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Dos 14 tipos de risco segregados pela Companhia, Nucleares apresentou valor zerado, houve constituição de IBNR no Rural e reversão de IBNR retida nas demais 12 modalidades.

Observando as demonstrações de resultado mensais disponibilizadas pela SUSEP, percebe-se que, no mês de abril, foi contabilizada reversão de provisão IBNR no valor de R\$ 468 milhões, que saibamos sem precedentes no histórico da Companhia.



Fonte: Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Os resultados referentes especificamente a esse mês podem ser confirmados nas demonstrações contábeis por ter sido necessária a divulgação de demonstrações intermediárias com data-base de 30 de abril de 2019, em virtude da oferta secundária realizada no mês de julho de 2019. Por se tratar de um cálculo estatístico, não esperávamos encontrar uma variação tão acentuada em apenas um mês.

6. Float, Geração de Caixa e Recebíveis

6.1 Resposta do IRB enviada à Squadra

Em sua resposta, o IRB afirma que divulga suas aplicações financeiras e movimentações de caixa em suas demonstrações financeiras. Também menciona que está em total conformidade com as práticas de resseguro, bem como com suas gerações de caixa e seus devidos pagamentos operacionais/administrativos.

Com relação ao reconhecimento de prêmios e da PPNG, há parecer afirmando que existem diferentes metodologias e fórmulas a serem seguidas pelas seguradoras e resseguradoras devido ao distinto nível de informação de cada empresa. De forma clara, aponta que a análise mais robusta a ser feita deve comparar o prêmio ganho e o prêmio emitido, e que o IRB possui índices semelhantes tanto ao das demais resseguradoras locais quanto ao das seguradoras. Diz ainda que períodos de maior crescimento são períodos de menores índices de prêmio ganho sobre prêmio emitido. Conclui com a constatação de que não encontrou nenhum aspecto material que mereça reparo nas demonstrações do IRB.

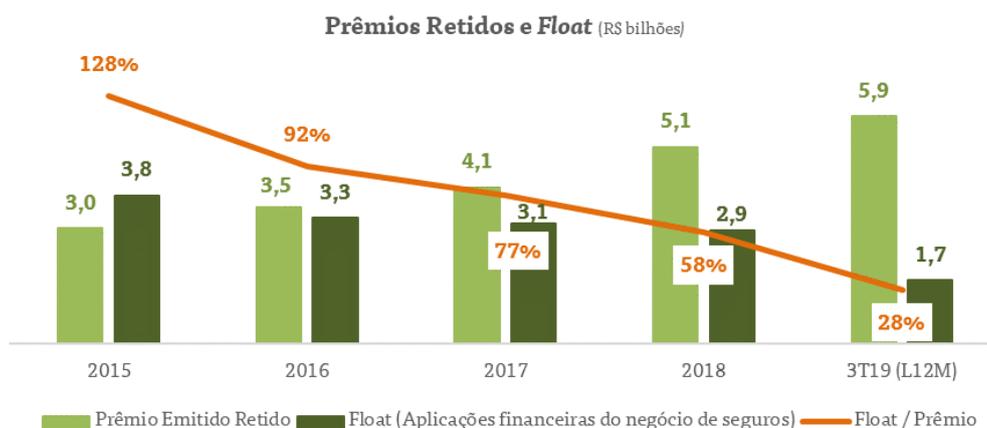
6.2 Princípio de Warren Buffett sobre prêmios e float

“This collect-now, pay-later model leaves P/C⁴³ companies holding large sums – money we call “float” – that will eventually go to others. Meanwhile, insurers get to invest this float for their own benefit. Though individual policies and claims come and go, the amount of float an insurer holds usually remains fairly stable in relation to premium volume. Consequently, as our business grows, so does our float.”

Fonte: Berkshire Hathaway Inc. 2018 Annual Report. Trechos grifados pela Squadra.

O trecho acima, retirado do *Annual Report* escrito por Warren Buffett, explicita o comportamento típico do float, uma característica conhecida do setor de (res)seguros. **No IRB, entretanto, essa relação não tem sido observada. Enquanto os prêmios cresceram de forma relevante, o float decaiu em termos nominais, totalizando uma redução de R\$ 2,1 bilhões desde o encerramento de 2015.**

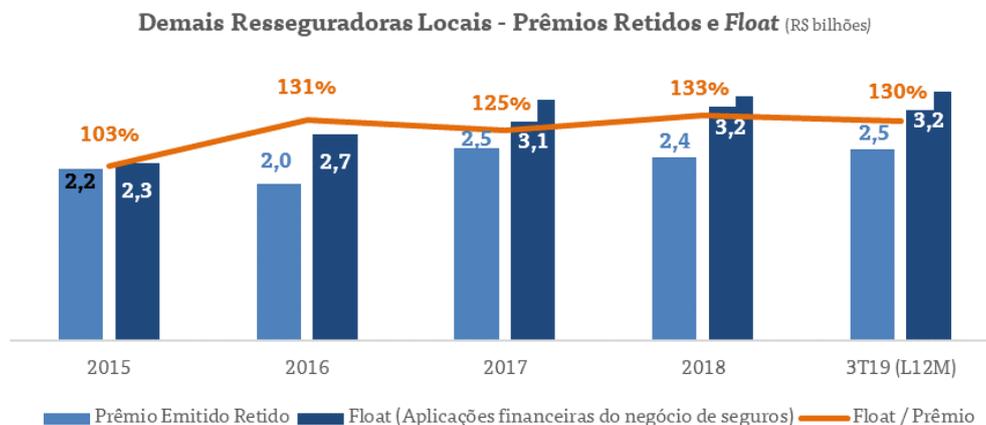
Entre o final de 2015 e o encerramento do terceiro trimestre de 2019, os **prêmios emitidos retidos cresceram 97%, enquanto o float se reduziu em 57%**, como pode ser visto no gráfico abaixo. Em um exercício hipotético no qual a relação tivesse se mantido constante desde 2015, como mencionado na citação que abre esta seção, a Companhia teria mais R\$ 5,9 bilhões em aplicações financeiras.



Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “6. Aplicações Financeiras”, “13. Imóveis destinados a renda”, “24. Patrimônio Líquido” e “25. Detalhamento das contas de resultado”. Ver Apêndice A para metodologia e memória de cálculo.

⁴³ Property and Casualty.

No gráfico a seguir, verificamos como foi a mesma relação do *float* em relação aos prêmios retidos para o conjunto das demais resseguradoras locais. Nota-se que a característica de *float* declinante em relação aos prêmios não se observa, o que mostra que o comportamento demonstrado pelo IRB não se configura como um aspecto inerente ao mercado brasileiro.



Fonte: Quadros 22A, 22P e 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para metodologia e memória de cálculo.

O *float* característico das seguradoras deve ser interpretado como um capital de giro positivo da operação. Sendo assim, **devido ao benéfico ciclo de capital de giro durante o crescimento na emissão de prêmios, se espera encontrar uma geração de caixa consideravelmente acima do lucro em seguradoras e resseguradoras em alto crescimento, o que não aconteceu no caso do IRB nos períodos recentes.**

6.3 Consumo de Caixa nos primeiros nove meses de 2019

Quando observamos o ocorrido no ano de 2019, percebemos um agravamento do quadro descrito na seção anterior. **Nos 9M19, houve um consumo de caixa de R\$ 317 milhões a despeito do crescimento nos prêmios ganhos retidos e do lucro recorde.** Calculamos esse valor com base na variação das disponibilidades e aplicações financeiras da Companhia.

Geração de caixa (R\$ milhões)	4T18	9M19
Caixa e equivalentes de Caixa	43	58
Aplicações Financeiras	5.962	4.903
Caixa e Aplicações Financeiras	6.005	4.961
Geração / (consumo) de caixa no período		(1.044)
(+) Dividendos e JCP pagos		727
Geração / (consumo) de caixa no período excluindo dividendos e JCP pagos		(317)

Fonte: Notas explicativas “DFs Consolidadas / Demonstração do Fluxo de Caixa – Método Direto” e “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Ativo”.

Na nossa estimativa, caso o *float* tivesse se mantido como proporção dos prêmios retidos, como sugerido pelo texto de Warren Buffett, **o IRB deveria ter apresentado uma geração de caixa próxima a R\$ 1,6 bilhão nos nove primeiros meses de 2019.**

Geração de caixa esperada (R\$ milhões)	4T18	9M19
	Contábil	Esperado
Prêmio emitido retido L12M	5.092	5.882
Float	2.944	3.401
Float (% Prêmio emitido retido L12M)	58%	58%
Aumento esperado do float pelo crescimento de prêmios		456
(+) Lucro líquido do período		1.132
Geração de caixa total esperada		1.588

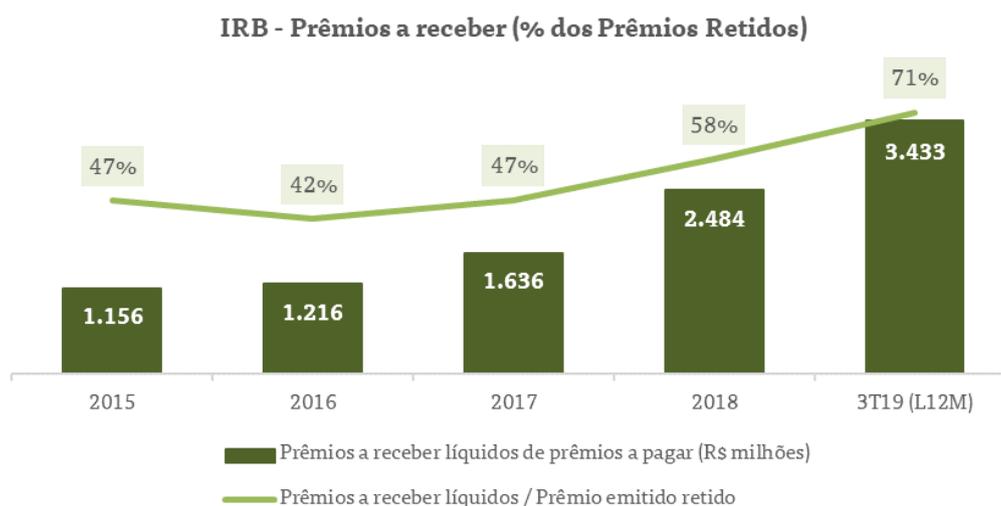
Fonte: Squadra, com base nas notas Explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “5. Caixa e equivalente de caixa” e “6. Aplicações Financeiras”.

Na tabela acima, iniciamos pelo fato de que o prêmio emitido retido pelo IRB cresceu de R\$ 5,092 bilhões no 4T18 para R\$ 5,882 bilhões no 3T19, no critério de últimos 12 meses. Caso a relação entre *float* e prêmio tivesse se mantido constante em 58%, seria esperada uma geração de caixa de R\$ 456 milhões devido exclusivamente a esse crescimento verificado. Somamos, então, o lucro líquido de R\$ 1,132 bilhão apurado pela Companhia nos 9M19 e chegamos a uma geração de caixa esperada de R\$ 1,588 bilhão. Os números em azul na tabela refletem as premissas e números calculados pela Squadra.

6.4 Recebíveis e sua comparação com a PPNG

Com o intuito de entender o comportamento do fluxo de caixa do IRB, tratamos nesta seção de prêmios, recebíveis e PPNG retidos, isto é, líquidos de ativos e passivos de retrocessão. Desse modo, os recebíveis de prêmios contabilizados no ativo da Companhia são apresentados líquidos dos prêmios a pagar para retrocessionários que constam no passivo. Além disso, todas as variáveis consideradas nessa análise estão deduzidas de comissão, pois é a forma como a Companhia apresenta seus saldos de prêmios a receber e prêmios a pagar no balanço.

Ao analisarmos o balanço do IRB nos últimos anos, percebemos que os recebíveis cresceram de forma importante, acima da expansão dos prêmios emitidos.



Fonte: Notas Explicativas “7. Créditos das operações com resseguros e retrocessões”, “8. Depósitos de Terceiros”, “18. Débito de operações de resseguro e retrocessão”, “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”. Ver Apêndice A para memória de cálculo. Obs.: Os recebíveis estão líquidos dos “Depósitos de Terceiros”, pois os mesmos são constituídos por pagamento antecipado de prêmios pelas cedentes.

Novamente, no gráfico a seguir, constata-se que, para as demais resseguradoras locais, os recebíveis têm mostrado um comportamento bastante constante em relação aos prêmios.

**Demais Resseguradoras Locais -
Prêmios a receber (% dos Prêmios Retidos)**



Fonte: Quadros 22A, 22P e 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.. Ver Apêndice A para metodologia e memória de cálculo.

Quando verificamos a composição desses recebíveis no IRB, percebemos que parte da elevação observada desde o encerramento de 2016 pode ser atribuída ao aumento do componente de prêmios estimados⁴⁴. Prêmios estimados são aqueles para os quais o IRB ainda não recebeu confirmação por parte da seguradora cedente sobre a sua efetiva emissão.

No negócio de seguro, é praxe que o segurado arque com o valor do prêmio no período inicial da vigência do risco, sendo comum que as cláusulas do contrato prevejam o pagamento da primeira parcela do prêmio como condição obrigatória para o início de cobertura.

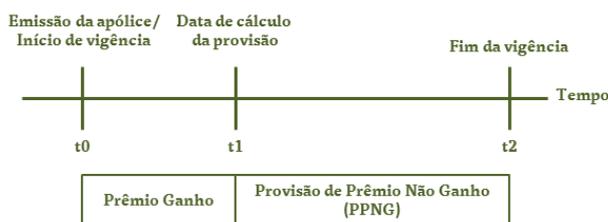
Esse arranjo é do interesse tanto de segurado como de seguradora. Ele favorece que, em caso de ocorrência de um sinistro, as partes honrem os termos acordados. Uma seguradora certamente não gostaria de cobrir o sinistro de um cliente que não tenha pago o prêmio previsto em sua apólice. Isso geraria um incentivo perverso, pois os segurados poderiam passar a não pagar o prêmio, deixando para realizar o pagamento apenas em caso de ocorrência de um sinistro, já que teriam interesse em receber a indenização. De modo análogo, sob a ótica do segurado, sem o pagamento do prêmio, ele não possui a segurança de que o seu risco está de fato coberto.

A consequência desse arranjo é a dinâmica descrita por Warren Buffett em que a seguradora “recebe o prêmio antes e paga o sinistro depois”. Ao embolsar o prêmio no período inicial da vigência do risco, a seguradora tem a garantia de que está recebendo o prêmio antes de se ver compelida a arcar com eventual sinistro.

Nas resseguradoras, como instituições que recebem o repasse do risco das apólices, o comportamento típico segue a lógica acima, mas com um descasamento temporal em decorrência dos prazos de notificação e de pagamento. Um prêmio pago pelo segurado à sua seguradora pode levar algum tempo até ser repassado para a resseguradora, do mesmo modo que uma seguradora que arcou com uma indenização de sinistro leva alguns meses até ser reembolsada pela resseguradora.

Com base nessa dinâmica, analisamos, então, como os recebíveis se comportaram em relação às Provisões de Prêmios não Ganhos (PPNG). O prêmio não ganho é o prêmio correspondente ao período remanescente de vigência de uma apólice de seguro. Sendo assim, a PPNG tem como função diferir o reconhecimento de receita ao longo de todo o período de vigência do risco. Em um contrato padrão com vigência de um ano, no momento de emissão de uma apólice de seguro, seu valor é contabilizado integralmente como prêmio emitido e 100% provisionado como PPNG. A partir do início da vigência de contrato, a PPNG é revertida diariamente, de forma linear, na razão de 1/365. Dessa forma, o prêmio recebido pela seguradora é reconhecido como receita (prêmio ganho) na DRE pari passu com o período de vigência do risco.

⁴⁴ A análise da composição dos recebíveis entre efetivos e estimados se aplica apenas para os prêmios brutos de retrocessão. No Apêndice A, apresentamos a evolução dos componentes dos recebíveis.



A comparação dos recebíveis com a PPNG é, portanto, bastante natural, pois o recebível mede quanto do prêmio emitido pela Companhia ainda vai ser recebido (regime caixa) e a PPNG mede quanto do prêmio emitido ainda vai ser ganho (regime competência).

IRB - Prêmios a receber e PPNG Retida (R\$ milhões)



Fonte: Notas Explicativas “7. Créditos das operações com resseguros e retrocessões”, “8. Depósitos de Terceiros”, “9. Ativos de retrocessão - provisões técnicas”, “18. Débito de operações de resseguro e retrocessão” e “19. Provisões técnicas”. Ver Apêndice A para memória de cálculo. Obs.: Os recebíveis estão líquidos dos “Depósitos de Terceiros”.

Essa análise mostra que, para o IRB, a velocidade de recebimento do caixa referente aos prêmios tem se tornado mais lenta, o que não ocorreu com a velocidade do reconhecimento do prêmio como receita. Ao compararmos a diferença entre os saldos retidos de recebíveis e de PPNG, podemos dizer que o IRB acumulou um saldo de “prêmios ganhos não caixa” de R\$ 1,3 bilhão. São prêmios retidos que já foram reconhecidos como receita nos resultados (transitaram como prêmios ganhos na DRE), porém ainda não foram embolsados pela Companhia.

No conjunto das demais resseguradoras locais, o comportamento observado é de que recebíveis e PPNG crescem no mesmo compasso entre si e em relação aos prêmios. Para esse grupo, os prêmios a receber líquidos de retrocessão são inferiores à PPNG retida, não havendo o acúmulo de um estoque de prêmios ganhos não caixa como ocorrido no IRB.

Demais Resseguradoras Locais - Prêmios a receber e PPNG Retida
(R\$ milhões)



Fonte: Quadros 22A e 22P (tabela SES_Balanco) e Quadro 328 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para metodologia e memória de cálculo.

Como o IRB cresceu no exterior e em contratos de retrocessão, em que faz resseguro de resseguradoras, havendo mais um intermediário na cadeia, uma hipótese possível seria que os prazos para envios de relatórios e liquidações de obrigações tenham se dilatado.

No caso do IRB, percebe-se que houve aumento do prazo para que a Companhia receba o valor do prêmio. Caso a razão seja a expansão em negócios cujos prazos de notificação e/ou recebimento sejam mais longos, seria razoável esperar que o mesmo comportamento observado nos prêmios ocorra nos sinistros, o que significaria períodos maiores até que se receba o aviso e se pague por sinistros ocorridos. Isso demandaria, por consequência, maiores provisões para pagamentos de sinistros, sobretudo para sinistros ocorridos e ainda não avisados (IBNR). Entretanto, como anteriormente visto, o saldo de provisões para pagamentos de sinistro se reduziu ao longo dos últimos anos.

6.5 Velocidade de reconhecimento de prêmios ganhos no segmento Rural

O segmento Rural constitui uma das principais linhas de negócio do IRB. Nessa modalidade, a sua principal seguradora cedente é a Brasilseg Companhia de Seguros (“Brasilseg”), controlada conjuntamente pela BB Seguridade e pelo grupo espanhol MAPFRE. Por ser o IRB considerado como parte relacionada até a rescisão do acordo de acionistas ocorrida em julho de 2019, os saldos e resultados contábeis das transações com o IRB eram detalhados nas demonstrações financeiras da Brasilseg. Com base nessas informações fornecidas sobre partes relacionadas, nossas estimativas apontam que os **prêmios cedidos pela Brasilseg representaram mais de 80% dos prêmios rurais do IRB entre 2017 e junho de 2019.** A demonstração da comparação efetuada entre as demonstrações do IRB e Brasilseg estão na seção “10.3 Parte relacionada com a Brasilseg, principal cedente do segmento Rural”.

Apesar da grande relevância apontada, as Provisões de Prêmios não Ganhos (PPNG) do segmento Rural são sistematicamente inferiores no IRB em relação ao verificado na Brasilseg. Tal comportamento sugere um padrão de reconhecimento de prêmios mais acelerado pelo IRB em relação à sua principal cedente no segmento.

Primeiramente, na tabela a seguir, vemos que os prêmios do segmento Rural cedidos pela Brasilseg são basicamente dos ramos “1102 - Seguro Agrícola com cobertura do FESR” e “1101 - Seguro Agrícola sem cobertura do FESR”. Neste documento, definimos esses ramos conjuntamente como seguro “Agrícola”. Até o mês de junho de 2018, a Brasilseg também cedia prêmios de forma proporcional do ramo “1162 – Penhor Rural”, cuja sinistralidade era historicamente baixa, mas essa cessão foi reduzida praticamente a zero a partir do segundo semestre de 2018, realidade que se manteve em 2019.

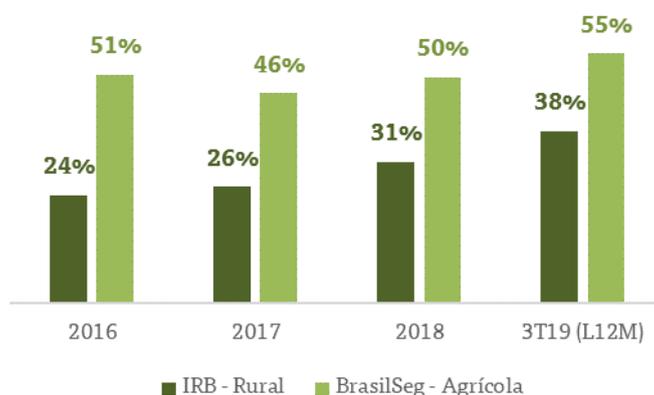
Brasilseg - Prêmio Rural Cedido (R\$ milhões)	2017	2018	9M19
Agrícola com FESR (ramo 1102)	679	592	501
Agrícola sem FESR (ramo 1101)	234	369	315
Penhor Rural (ramo 1162)	140	72	5
Demais	4	6	10
Rural - Total	1.057	1.038	831
Agrícola (ramos 1101 e 1102)	913	960	816
Agrícola (% Prêmio Rural)	86%	93%	98%

Fonte: Quadro 2 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Com base nessas constatações, analisamos como se comporta a PPNG do seguro Agrícola da Brasilseg em relação aos prêmios emitidos e como essa relação se compara com o observado no segmento Rural do IRB. Vemos que o saldo de PPNG do IRB é sistematicamente inferior àquele observado na Brasilseg⁴⁵.

⁴⁵ Como observação, na Brasilseg, o Agrícola é o ramo do segmento Rural com menor PPNG relativa. Logo, apesar do ramo Penhor Rural ser pequeno dentro do mix ressegurado, considerá-lo nesse cálculo aumentaria a relação PPNG / Prêmio Emitido.

Saldo de PPNG / Prêmio Emitido



Fonte: Notas explicativas “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação” e “19.1 Provisão de prêmios não ganhos e custos de aquisição”, Quadro 2 (tabela SES_ValoresMovRamos) e Quadro 3 (tabela ses_provrmos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

A SUSEP, no capítulo dedicado a “Perguntas e Respostas” de suas orientações ao mercado referente a provisões técnicas, explica:

“17. Nos cálculos de PPNG dos resseguradores, assim como dos ativos de resseguro de PPNG que dependam da vigência média dos riscos, é possível, ao invés de utilizar uma única vigência média, utilizar um conjunto de vigências médias, de forma a refletir de forma mais adequada o comportamento dos sinistros futuros?”

Sim. Os exemplos apresentados no documento pressupõem um comportamento homogêneo, inclusive em relação à vigência dos riscos. Se a vigência dos riscos inseridos no contrato tiver uma variância muito grande, se torna mais adequado ponderar a vigência em duas ou mais partes, de forma a refletir de forma mais precisa o comportamento dos sinistros a ocorrer.”

Fonte: “Provisões Técnicas - Orientações da Susep ao Mercado”, versão de julho de 2019

Em nosso estudo, ao pensarmos as razões para a menor PPNG observada no IRB em relação à da Brasilseg, o uso da prática explicada acima pelo regulador surgiu como uma justificativa. Contudo, essa explicação não parece compatível com a compreensão do assunto pelos analistas do BTG, em razão de apresentação da Companhia intitulada “Evolução das Reservas 2016-2018”, realizada no dia 7 de maio de 2019. Sobre as explicações fornecidas na reunião em que foi feita a apresentação, os analistas do BTG escreveram:

“We received IRB’s deputy CEO Fernando Passos for a meeting with local investors at our HQ. Besides answering all types of questions, he also gave a very interesting presentation. In a very didactic way, he showed how the company’s technical reserves and loss ratios evolved from 2016-2018, explaining in detail how claims/reserves are recognized and in which ones management has discretion. The idea of the meeting was to “educate” the market on how to look at a reinsurer’s balance sheet and income statement, and also to demystify some investor concerns.

(...) In reinsurance, there are three types of provisions of prudential nature:

1. The first type is PPNG, which is a provision deferring the recognition of earned premiums. Basically, it means that earned premiums are recognized at a proportion of 1/365 of written premiums per day. For the constitution of the PPNG, there’s no interpretation, it’s merely a math procedure for premium recognition.”

Fonte: Relatório “Reinsurance 101 - Demystifying the reinsurer’s balance sheet; New TP of R\$101”, publicado pelo BTG em 8 de maio de 2019. Trechos grifados pela Squadra.

Apesar de, segundo relatório apresentado por analistas *sell-side*, a Companhia afirmar que não há subjetividade na constituição da PPNG e que a mesma é diferida linearmente, os cálculos apresentados nesta seção sugerem que o IRB reconhece os prêmios ganhos do segmento Rural de forma mais acelerada do que a Brasilseg, sua principal cedente nessa modalidade.

Por outro lado, no capítulo “10. Segmento Rural” deste relatório, veremos que a contabilização dos sinistros incorridos pelo IRB apresentou importante defasagem temporal em relação ao reconhecido pela Brasilseg, que foi sanada apenas no momento da liquidação dos sinistros. **Reconhecer o prêmio ganho antes e o sinistro depois, evidentemente, gera um resultado superior nas demonstrações de resultado da cessionária em relação ao contabilizado na cedente.**

7. Resultado Financeiro

7.1 Principais conclusões

Desde a sua abertura de capital, em 2017, o IRB apresentou resultados financeiros que foram frequentemente acima do esperado. Neste capítulo, analisamos alguns aspectos que acreditamos tenham contribuído para essa performance positiva no período.

No capítulo dedicado à análise do resultado do ano de 2019, já discorremos sobre os ganhos estimados de R\$ 119 milhões com o ganho de capital na venda de participação no Minas Shopping e de R\$ 204 milhões, em uma estimativa conservadora, com a remarcação do portfólio de participações em shopping centers (seções “4.6 Venda de participação no Minas Shopping (2T19)” e “4.7 Remarcação a valor justo de shopping centers (3T19)”), respectivamente.

Iniciamos este capítulo com uma seção em que analisamos o contexto histórico das participações em shopping centers detidas pelo IRB, adquiridas há cerca de 30 anos, e por que razões julgamos que tais ganhos são extraordinários.

Nas seções seguintes, discorremos sobre algumas outras movimentações que identificamos como tendo gerado benefícios para o resultado financeiro da Companhia, quais sejam:

- reavaliações a valor justo de Fundos de Investimento Imobiliários (FII) exclusivo;
- monetização de *time deposit* do Banco Econômico, datado do ano de 1995;
- reconhecimento de ganhos cambiais e juros sobre ativos na Argentina.

Para uma visualização simplificada dessas movimentações e seus respectivos valores, resumimos os itens identificados na tabela abaixo.

Resultado Financeiro (R\$ milhões)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Venda de participação no Minas Shopping	-	-	-	-	-	-	-	-	-	119	-
Remarcação do portfólio de Shoppings	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	204
Ajuste a Valor Justo de FII exclusivo	-	-	-	6	33	20	-	29	-	-	-
Monetização de <i>Time Deposit</i> do Banco Econômico	-	16	-	31	-	-	-	-	-	-	-
Sucursal Argentina	-	-	-	-	10	27	44	(4)	19	2	36
Itens extraordinários ou não caixa identificados pela Squadra - estimativa	-	16	-	37	43	47	44	25	19	121	240
Resultado Financeiro	198	218	184	155	139	177	178	135	197	184	239
% Resultado Financeiro	0%	7%	0%	24%	31%	27%	25%	19%	10%	66%	100%

Fonte: As fontes para cada um dos itens podem ser encontradas em seus respectivos tópicos: “4.6 Venda de participação no Minas Shopping (2T19)”, “4.7 Remarcação a valor justo de shopping centers (3T19)”, “4.7 Remarcação a valor justo de shopping centers (3T19)”, “7.4 Reavaliação a valor justo de Fundo de Investimento Imobiliário (FII) exclusivo”, “7.5 *Time deposit* do Banco Econômico” e “7.6 Resultado financeiro da sucursal argentina”.

Desde o ano de 2017, quando a Companhia realizou seu IPO, identificamos ganhos estimados em R\$ 592 milhões, o equivalente a 30% do resultado financeiro do período. Essa relevância foi acentuada no ano de 2019 com as remarcações e ganhos de capital do portfólio de shopping centers.

Com base no quadro observado, acreditamos que o resultado financeiro foi beneficiado por ganhos pontuais, sendo alguns não caixa e outros relativos a remarcações de ativos adquiridos há décadas, para os quais os valores contábeis se encontravam bastante depreciados. No negócio de (res)seguros, a capacidade de uma empresa de rentabilizar o caixa proveniente de suas reservas pode ser um importante fator de diferenciação na indústria. Aparentemente, há no mercado uma percepção indevida sobre a real capacidade da Companhia em desempenhar essa função fundamental para a rentabilidade do negócio.

7.2 Resposta do IRB enviada à Squadra

A resposta do IRB enviada à Squadra é baseada em pareceres elaborados a pedido da Companhia por professores especialistas em contabilidade. Ela sustenta que o IRB Brasil RE não tem como prática a divulgação de outros índices não contábeis em seus comentários de desempenho (*non-gAAP measures*), tais como itens não recorrentes, não havendo normativo legal ou regulamentar que exija que o IRB divulgue *non-gAAP measures*. Também não há requisito legal para a divulgação individualizada do rendimento de determinados ativos financeiros, cabendo à Companhia exercer seu julgamento para a definição do nível de divulgação a adotar, bem como de ponderar os custos de se gerar tal informação individualizada. Finalmente, a resposta considera que ganhos e perdas nas operações financeiras descritas neste capítulo estão dentro do escopo operacional da Companhia e devem compor o seu resultado operacional.

Sobre a sucursal da Argentina, não foi identificada nenhuma incorreção nas divulgações e procedimentos contábeis adotados pela Companhia à luz dos requerimentos legais, regulatórios e contábeis. Além disso, a resposta ressalta que a Companhia possui um rígido monitoramento da exposição de risco cambial e que eventuais ganhos em ativos/passivos cambiais em determinada moeda possivelmente serão compensados no resultado e patrimônio líquido da Companhia com perdas em outros ativos/passivos.

7.3 Quão recorrentes são os ganhos do IRB com a venda de participações detidas em shopping centers?

No capítulo “4. Resultados de 2019”, demonstramos que o IRB reconheceu em seu resultado ganhos relevantes pela venda de participação no Minas Shopping e pela remarcação de seu portfólio de Shoppings. Quando enviamos nossa comunicação para a Companhia em 1º de novembro de 2019, o resultado do 3T19 ainda não havia sido divulgado, de tal forma que tratamos apenas da venda de participação no Minas Shopping.

Em sua resposta à Squadra, o IRB, com base em parecer contratado, afirmou que *“a venda de participação imobiliária no Minas Shopping foi realizada e reconhecida de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, transitando o ganho de capital por meio da demonstração de resultado.”*

Também afirmou que *“a classificação contábil desses itens como recorrente ou não recorrente não possui base contábil. Ou seja, essa é uma classificação fora dos padrões contábeis geralmente aceitos (non-GAAP).”*

Finalmente, afirmou, com grifo feito pela própria Companhia, que *“neste caso específico a supramencionada operação está intimamente ligada às operações da companhia sendo mais apropriado – do ponto de vista de reflexo do desempenho econômico – a sua classificação como resultado recorrente.”*

Tendo em vista essa consideração, é importante qualificarmos por que razão entendemos que os ganhos gerados pelas vendas de participação em shopping centers devem ser considerados como extraordinários, analisando sob a ótica da capacidade de se gerar resultados recorrentes no futuro (*earnings power*). Para tal, é importante entendermos a longa história da Companhia, com foco especial nesse portfólio de ativos. Nesse sentido, auditoria de conformidade TC-019.323/2012-3, instaurada pelo Tribunal de Contas da União em 2012, fornece informações importantes. Esse portfólio de shoppings foi adquirido entre os anos de 1989 e 1991, há cerca de 30 anos, por US\$ 132 milhões.

“A carteira de ativos do IRB objeto do presente trabalho foi constituída nos exercícios de 1989 a 1991, quando, mediante a utilização de recursos previstos no seu orçamento de investimentos, a aludida empresa realizou diversas aquisições de participações em shopping centers, visando diversificar suas aplicações financeiras, de modo a ampliar a proteção das reservas técnicas, através da compra de participação em áreas locais de centros comerciais, que gerassem fluxo permanente de recebimentos de receitas de aluguéis. (...)”

Considerando as taxas de câmbio da moeda norte-americana então vigentes, o IRB aplicou em torno de US\$ 132.000.000,00 na aquisição desses ativos, que resultaram numa carteira de investimentos com valor contábil de R\$ 224.388.224,10, em 31/12/2010, cuja composição se encontra detalhada no quadro apresentado na peça 15, p. 2, referente à participação em onze empreendimentos a seguir indicados: Casashopping (20,00%); Park Shopping (20,00%); Shopping Iguatemi Campinas (5,00%); Shopping Barra (20,007%); Shopping West Plaza (25,00%); Shopping Iguatemi São Paulo (7,00%); Shopping Iguatemi Maceió (20,00%); Amazonas Shopping (34,7986% e 11,9128% dos aluguéis das lojas âncoras e das lojas satélites, respectivamente); Esplanada Shopping (15,00%), Shopping Praia de Belas (20,00%); e Minas Shopping (19,1393%).”

Fonte: Auditoria de Conformidade TC 019.323/2012-3 realizada pelo Tribunal de Contas da União.

Além disso, alguns ativos integrantes desse portfólio foram alienados nos anos de 2011 e 2012, através de leilões públicos.

“Em agosto do ano passado (2011), (...) Diretoria e o Conselho de Administração do IRB aprovaram a alienação da carteira de investimentos em pauta (...) mediante a venda direta e imediata de suas participações nos shoppings Amazonas, Iguatemi Campinas, Iguatemi São Paulo, Maceió e West Plaza, ficando os demais ativos para serem negociados numa segunda etapa (...)”

No primeiro leilão, realizado em 5/12/2011, foram vendidas as participações nos shoppings Iguatemi Campinas e Iguatemi São Paulo, pelas quantias de R\$ 35.175.000,00 e R\$ 107.000.000,00, respectivamente, sendo que todas as etapas dessa alienação já foram concluídas, com a liquidação financeira do negócio e a assinatura das correspondentes escrituras públicas de compra e venda.

No segundo leilão, promovido em 17/9/2012 para a venda das participações nos shoppings Amazonas, Maceió e West Plaza, cujo processo de alienação ainda não foi totalmente concluído, os valores dos lances vencedores foram de R\$ 47.001.000,00, R\$ 46.001.000,00 e R\$ 65.000.000,00, respectivamente.”

Fonte: Auditoria de Conformidade TC 019.323/2012-3 realizada pelo Tribunal de Contas da União.

Dado os cerca de 30 anos decorridos e os altos níveis históricos de inflação do Brasil, esses ativos apresentam valor contábil bastante depreciados em relação ao seu valor de mercado.

No ano de 2019, a Companhia parece estar reconhecendo em um único exercício ganho de capital gerado por investimento de praticamente 30 anos atrás, referente à parcela mais relevante de seu portfólio. Compilando as informações do relatório do TCU e as comunicações de terceiros ao mercado referentes à compra de participações que acreditamos serem detidas pelo IRB, anteriormente mencionadas na seção “4.7 Remarcação a valor justo de shopping centers (3T19)”, chegamos no histórico exposto na tabela a seguir.

Para comparar com o valor investido pelo IRB, convertemos os valores de venda de cada ativo para dólares americanos pela cotação vigente na data do leilão, para os shoppings vendidos em 2011 e 2012, e pela data do anúncio da transação, para aqueles vendidos em 2019. No caso do Shopping Barra, mantivemos o valor e a data da aquisição feita pelo FII Malls Brasil Plural, apesar de a transação não ter cumprido as condições precedentes. Para o Casa Shopping, ativo ainda em propriedade do IRB e em situação de litígio com sócios, em função da proximidade física, utilizamos o shopping Via Parque para estimar um valor.

Ativo	Comprador	Data da transação	Valor (R\$ milhões)	USDBRL	Valor nominal (USD milhões)
Aquisição do Portfólio		1989-1991			(132)
Iguatemi Campinas	Iguatemi	05/12/2011	35	1,79	20
Iguatemi São Paulo	Iguatemi	05/12/2011	107	1,79	60
Amazonas Shopping	BR Malls	17/09/2012	47	2,03	23
Maceió Shopping	BR Malls	17/09/2012	46	2,03	23
West Plaza	Aliansce	17/09/2012	65	2,03	32
Minas Shopping	FII Vinci Malls	10/07/2019	137	3,75	37
Shopping Barra Salvador	FII Brasil Plural	25/10/2019	116	4,00	29
ParkShopping Brasília	Multiplan	19/11/2019	225	4,19	54
Praia de Belas	Iguatemi	29/11/2019	175	4,24	41
Shopping Center Esplanada	Iguatemi	29/11/2019	86	4,24	20
Casa Shopping	(não foi vendido)	31/12/2019	57	4,03	14
Total das Vendas			1.096	3,11	352

Fonte: Auditoria de Conformidade TC 019.323/2012-3 realizada pelo Tribunal de Contas da União, Certidão de Escritura Pública de Compra e Venda expedida pelo 4º Tabelionato de Notas do Rio de Janeiro – RJ, extraída por processo de cópia reprográfica do Livro 4369, Folhas 123/130, Ato 076, datado de 10/07/2019, Fato Relevante “Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário celebra instrumento vinculante para aquisição de participação no Shopping Barra, divulgado em 25 de outubro de 2019, Comunicado ao Mercado “Multiplan aumentará sua participação no ParkShopping”, divulgado pela Multiplan em 19 de novembro de 2019, Comunicado ao Mercado “Iguatemi anuncia o exercício do direito de preferência para a aquisição de 20% do Praia de Belas Shopping Center e de 15% do Shopping Center Esplanada”, divulgado pela Iguatemi em 28 de novembro de 2019, Bloomberg. Obs.: Ver Apêndice A para metodologia e memória de cálculo utilizada para o valor de mercado do Casa Shopping.

A tabela acima contém apenas os fluxos financeiros estimados de aquisições e desinvestimentos das participações. Evidentemente, não dispomos da informação dos fluxos gerados por esses ativos durante esse período de quase 30 anos, que contemplam tanto as rendas obtidas quanto eventuais reinvestimentos realizados. Para a nossa análise, entretanto, é pertinente avaliar como se construiu a composição exclusivamente do ganho de capital, uma vez que a renda gerada pelos ativos foi reconhecida contabilmente no decorrer dos anos. Já o ganho de capital está sendo reconhecido de forma extraordinária no exercício de 2019 para a parcela mais relevante do portfólio, em razão das remarcações e desinvestimentos realizados pela Companhia.

A seguir, demonstramos o ganho de capital em dólares obtido pela Companhia, considerado tanto em termos nominais como em termos reais. Dada a inflação verificada nos Estados Unidos desde 1990, o valor gasto nas aquisições de USD 132 milhões equivale a cerca de USD 261 milhões a valores de hoje.

	US\$ Nominal (milhões) - Valores correntes	US\$ Real (milhões) - Valores de 31/12/2019
Ganho de Capital das participações detidas em Shopping Centers		
Valor de Aquisição	(132)	(261)
Valor de Venda	352	372
Ganho de Capital	220	111
Ganho de Capital sobre valor investido	167%	42%
Ganho de Capital (anualizado)	3,9%	1,4%

Fonte: Auditoria de Conformidade TC 019.323/2012-3 realizada pelo Tribunal de Contas da União, Certidão de Escritura Pública de Compra e Venda expedida pelo 4º Tabelionato de Notas do Rio de Janeiro – RJ, extraída por processo de cópia reprográfica do Livro 4369, Folhas 123/130, Ato 076, datado de 10/07/2019, Fato Relevante “Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário celebra instrumento vinculante para aquisição de participação no Shopping Barra, divulgado em 25 de outubro de 2019, Comunicado ao Mercado “Multiplan aumentará sua participação no ParkShopping”, divulgado pela Multiplan em 19 de novembro de 2019, Comunicado ao Mercado “Iguatemi anuncia o exercício do direito de preferência para a aquisição de 20% do Praia de Belas Shopping Center e de 15% do Shopping Center Esplanada”, divulgado pela Iguatemi em 28 de novembro de 2019, Bloomberg. Obs.: Ver Apêndice A para memória de cálculo do ganho de capital em termos reais.

Quando analisamos o ganho de capital auferido no intervalo de cerca de 30 anos em termos anualizados, chegamos a uma taxa de 3,9% a.a. Em termos reais, o ganho de capital anualizado foi de 1,4% ao ano. Apesar de não serem fantásticos em termos anualizados, tais ganhos de capital geram resultados expressivos ao serem integralmente reconhecidos em um único exercício, visto que são investimentos que datam de 30 anos.

Estimamos que as vendas de participações que foram objeto de anúncios por parte de terceiros gerem um ganho de capital antes de imposto de renda total de cerca de R\$ 583 milhões para a Companhia, sendo provável que parte relevante desse ganho já tenha sido contabilizada nos resultados do 2T19 e 3T19.

Vendas de participações em Shopping Centers (R\$ milhões)	2019
Minas Shopping	137
Shopping Barra Salvador	116
ParkShopping Brasília	225
Praia de Belas	175
Shopping Center Esplanada	86
Vendas anunciadas por terceiros em 2019	738
(-) Valor contábil estimado	(156)
Ganho de capital estimado	583

Fonte: Certidão de Escritura Pública de Compra e Venda expedida pelo 4º Tabelionato de Notas do Rio de Janeiro – RJ, extraída por processo de cópia reprográfica do Livro 4369, Folhas 123/130, Ato 076, datado de 10/07/2019, Fato Relevante “Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário celebra instrumento vinculante para aquisição de participação no Shopping Barra, divulgado em 25 de outubro de 2019, Comunicado ao Mercado “Multiplan aumentará sua participação no ParkShopping”, divulgado pela Multiplan em 19 de novembro de 2019, Comunicado ao Mercado “Iguatemi anuncia o exercício do direito de preferência para a aquisição de 20% do Praia de Belas Shopping Center e de 15% do Shopping Center Esplanada”, divulgado pela Iguatemi em 28 de novembro de 2019, Bloomberg. Obs.: Ver Apêndice A para metodologia e memória de cálculo utilizada para valor contábil estimado.

7.4 Reavaliação a valor justo de Fundo de Investimento Imobiliário (FII) exclusivo

A Companhia é cotista dos fundos IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário – FII (“FII IRB Internacional”) e Parking Partners Fundo de Investimento Imobiliário – FII (“FII Parking Partners”). Em seus informes mensais de dezembro de 2018, consta que os FIIs possuíam um único cotista, sendo em ambos os casos uma “pessoa jurídica não financeira”, o IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A.

Nas demonstrações financeiras do FII IRB Internacional, consta que o fundo teve um ganho de “Ajuste ao Valor Justo” de R\$ 83 milhões no exercício de 2018, representando 86% do resultado do fundo no período.

IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário

CNPJ: 21.500.500/0001-62

	2018
Propriedades para Investimento	
Receita de aluguel	13.967
Ajuste ao valor justo	82.889
Resultado líquido de propriedades de investimento	96.856
Resultado líquido do exercício	95.678

Fonte: DFP 2018 do IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário.

Nossa análise aponta que o resultado líquido do FII IRB Internacional é reconhecido como resultado financeiro na visão consolidada da DRE. Desde o IPO da Companhia, de acordo com os informes mensais do FII IRB Internacional, houve ajuste ao valor justo em quatro trimestres diferentes.

Nas empresas de propriedades, receitas com ajuste a valor justo são tipicamente destacadas para os analistas e investidores, devido à sua natureza não caixa e por envolver variáveis de mercado e a adoção de premissas futuras. Além disso, nas movimentações de saldos das propriedades para investimento, o ajuste é considerado em uma linha apartada, como ilustrado pela figura a seguir, retirada das demonstrações financeiras da empresa BR Malls Participações S.A.:

BR Malls Participações S.A.

3.1. Propriedades para investimento-

	Total
Saldos em 31 de dezembro de 2017	15.015.588
Aquisições/adições (i)	318.761
Ajuste a valor justo (ii)	760.345
Transferências (iv)	-
Saldos em 31 de dezembro de 2018	16.094.695

(ii) Montantes reconhecidos no resultado do exercício;

Fonte: DFP 2018 da BR Malls Participações S.A.

Nas demonstrações do IRB, essa linha não é destacada, o que sugere que o ajuste a valor justo positivo tenha sido reconhecido como “Aquisição” no exercício de 2018.

	Consolidado
	Shopping Centers
Custo dos imóveis de renda bruto	
Saldo em 31 de dezembro de 2017	482.620
Aquisição	85.350
Alienação	-
Saldo em 31 de dezembro de 2018	567.970

Fonte: Nota explicativa “12. Imóveis destinados à renda” da DFP 2018.

Concluimos, portanto, que o resultado financeiro consolidado do IRB foi positivamente afetado por reavaliações a valor justo de participações em shopping centers detidas por fundo imobiliário exclusivo, reconhecidas como “aquisição” nos imóveis destinados à renda.

No início do ano de 2020, o IRB e o FII XP Malls anunciaram que a quase totalidade das cotas do FII IRB Internacional foram adquiridas pelo FII XP Malls. Segundo o IRB, essa transação, irá gerar ganho de capital antes de impostos de R\$ 10 milhões para a Companhia.

7.5 Time deposit do Banco Econômico

A intervenção do Banco Central no Banco Econômico data de 1995, há cerca de 25 anos. Naquele momento, o IRB possuía parte importante das suas aplicações financeiras em *time deposit* e *bonds* do Banco Econômico S.A. - Agência Cayman Island Bank.

“d) com a intervenção decretada em 11.08.95, ficaram retidos em aplicações no Econômico cerca de US\$ 110.194.111,44, sendo US\$ 90.674.111,44 em "time deposit" e US\$ 19.520.000,00 em "brazilian bonds". Fica patente que tal concentração de investimentos naquele banco foi danosa aos cofres do IRB. Contudo não há qualquer indício de que os diretores da instituição tivessem conhecimento dos problemas vividos por aquela instituição financeira;

e) que, em virtude das frustradas (sic) tentativas de negociação, a Diretoria do IRB decidiu constituir, nos meses de junho a novembro de 1996, provisão no valor daquelas aplicações, de US\$ 111,7 milhões, autorizada pelo Ministro da Fazenda em 13.05.97 (fl. 189);”

Fonte: Tribunal de Contas da União (TCU), Processo: 015.999/1996-3.

Ainda que esses valores tenham sido provisionados em 1996, há mais de 20 anos, quando olhamos as notas explicativas de créditos tributários, vemos que esse *time deposit* ainda se encontrava no balanço do IRB ao final do primeiro trimestre de 2018:

10.1.1 Créditos tributários sobre diferenças temporárias

	Consolidado			
	31 de março de 2018		30 de junho de 2018	
	IRPJ	CSLL	IRPJ	CSLL
Não circulante				
Créditos tributários diferenças temporárias				
Provisão para desvalorização do investimento (b)	141.312	141.312	-	-

(b) Refere-se à provisão para perda das aplicações financeiras "Banco Econômico" que encontra-se em litígio.

Fonte: Squadra com base na nota explicativa "10.1.1 Créditos tributários sobre diferenças temporárias".

Ao final do segundo trimestre de 2018, a provisão para desvalorização de investimento foi zerada, o que indica que esse ativo e sua respectiva provisão deixaram de constar no balanço da Companhia. A venda dessas aplicações financeiras oriundas do Banco Econômico gerou resultado de ao menos R\$ 46,5 milhões para o IRB entre o segundo trimestre de 2017 e a sua efetiva saída do balanço. Durante esse período, identificamos esses ativos sendo mensurados no balanço da Companhia por vezes como Nível 2⁴⁶, outras como Nível 3⁴⁷. Na quebra de aplicações financeiras, foram definidos como "Ativos de Renda Fixa privados – Depósitos à (sic) Prazo Fixo". Estavam classificados como ativos financeiros ao valor justo por meio de resultado, evidenciando que as remarcações do período transitaram diretamente na DRE.

		Controladora	
		31 de março de 2018	31 de dezembro de 2017
Ativos financeiros ao valor justo por meio do resultado			
Depósitos à prazo fixo	Nível 3	46.500	46.500
Total		1.669.104	1.100.111

Fonte: Squadra, com base na nota explicativa "2.9 Mensurações ao valor justo reconhecidas no balanço patrimonial".

Com base nos "Depósitos à (sic) prazo fixo" e nas movimentações da "Provisão para desvalorização do investimento", acreditamos que os ganhos gerados tenham sido de R\$ 15,5 milhões no 2T17 e R\$ 31,0 milhões no 4T17⁴⁸ – reconhecidos como resultado financeiro. Não temos como avaliar, no entanto, se no momento em que se desfez do crédito, no 2T18, o IRB teve ganho ou prejuízo em relação ao valor previamente marcado de R\$ 46,5 milhões.

Em complemento ao acima exposto, três fundos geridos pela Canvas Capital, especializada em *distressed assets*, compraram ativos no segundo trimestre de 2018 com características compatíveis com a definição do *time deposit* do Banco Econômico.

"Em 4 de maio de 2018, o Fundo celebrou Contrato de Cessão, no qual adquiriu direitos creditórios representativos de time deposit, vencido, em moeda estrangeira, perante instituição em regime de liquidação extrajudicial."

Fonte: Demonstrações financeiras de 2018 dos fundos: "Canvas Distressed FIDC Não Padronizados", "Canvas Prim FIDC Não Padronizados" e "Special Situations FIDC Não Padronizados"

Somando os valores adquiridos pelos três fundos, chegamos a um valor total de R\$ 46,5 milhões. Entretanto, não é possível saber se houve outros compradores que não tenhamos conseguido identificar.

⁴⁶ Segundo as demonstrações do IRB, "mensurações de valor justo de Nível 2 são obtidas por meio de outras variáveis além dos preços cotados incluídos no Nível 1, que são observáveis para o ativo ou passivo diretamente (ou seja, como preços) ou indiretamente (ou seja, com base em preços)."

⁴⁷ Segundo as demonstrações do IRB, "mensurações de valor justo de Nível 3 são as obtidas por meio de técnicas de avaliação que incluem variáveis para o ativo ou passivo, mas que não têm como base os dados observáveis de mercado (dados não observáveis)."

⁴⁸ Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Aquisição de Time Deposits (R\$ milhões)	2018
Canvas Distressed FIDC Não Padronizados	22,1
Canvas Prim FIDC Não Padronizados	19,9
Special Situations FIDC Não Padronizados	4,5
Total	46,5

Fonte: Demonstrações financeiras de 2018 dos fundos: “Canvas Distressed FIDC Não Padronizados”, “Canvas Prim FIDC Não Padronizados” e “Special Situations FIDC Não Padronizados”.

Como os valores são coincidentes, nossa percepção é que o IRB teve ganho de ao menos R\$ 46,5 milhões em seu resultado financeiro com a venda de *time deposit* do Banco Econômico. Dada a especificidade desse ativo, de alto montante e cujo histórico que data de mais de 20 anos, reputamos como improvável que o IRB consiga gerar ganhos como esse em bases normalizadas.

7.6 Resultado financeiro da sucursal argentina

Na sucursal do IRB na Argentina, houve ganhos no resultado financeiro gerados pela desvalorização cambial, enquanto as perdas provenientes do capital investido no país transitaram como “outros resultados abrangentes”. O resultado líquido desse investimento na Argentina, como mostramos a seguir, é negativo desde o agravamento da crise econômica no país. Entretanto, há uma percepção de alta rentabilidade do caixa aplicado no país dado que os ajustes positivos transitam pela DRE, enquanto os negativos transitam diretamente no Patrimônio Líquido.

No site da *Superintendencia de Seguros de la Nación*⁴⁹, regulador argentino do setor de seguros e resseguros, estão disponíveis os saldos contábeis e as demonstrações de resultado das resseguradoras baseadas no país, de acordo com padrão contábil adotado pelo regulador local.

Por estar em um país com alta inflação e elevadas taxas de juros nominais, seria esperado que o resultado financeiro auferido em pesos da operação argentina fosse alto. Além disso, devido ao quadro macroeconômico e político do país, a partir do segundo trimestre de 2018, o peso argentino sofreu uma grande desvalorização em sua cotação. Nas demonstrações financeiras do “IRB-Brasil Resseguros S.A. (Sucursal Argentina)”, percebemos que essa variação no peso argentino teve impacto relevante em sua DRE, principalmente no componente do resultado financeiro. O gráfico a seguir mostra a variação da cotação do peso em dólares e o resultado financeiro da Sucursal Argentina trimestre a trimestre:



Fonte: *Superintendencia de Seguros de la Nación*, Bloomberg.

⁴⁹ <http://argentina.gob.ar/superintendencia-de-seguros>

O resultado financeiro da sucursal, auferido em pesos argentinos, foi beneficiado nos trimestres de grande desvalorização da moeda local. Quando traduzimos essa relação para reais pelo câmbio médio do trimestre, chegamos nos números expostos no quadro abaixo:

Sucursal na Argentina - Relevância no Resultado Financeiro consolidado (R\$ milhões)	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Resultado Financeiro total - Gerencial	139	177	178	135	197	184	239
Resultado Financeiro da sucursal na Argentina - estimado	10	27	44	(4)	19	2	36
Resultado Financeiro da sucursal na Argentina (% Total)	7%	15%	25%	-3%	10%	1%	15%

Fonte: *Superintendencia de Seguros de la Nación*, Bloomberg, Nota explicativa “3.2 Demonstrações de resultados – Visão negócio”. Para memória de cálculo, ver Apêndice A.

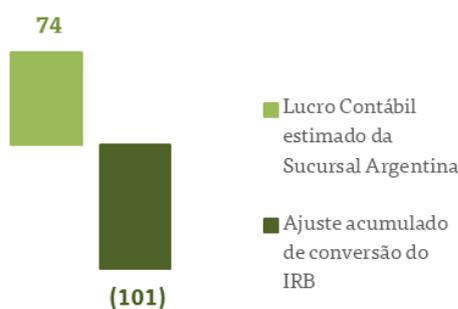
Na consolidação feita pela Squadra do que classificamos como ganhos pontuais e/ou não caixa no começo deste capítulo, consideramos apenas o período a partir do início de 2018, quando se agrava a desvalorização cambial do país. Desde então, altos resultados financeiros acarretaram aumento do patamar de lucros auferidos em pesos argentinos e, também, nos resultados da sucursal quando convertidos para reais. Em nossa estimativa, desde o início de 2018 até o 3T19, o lucro reconhecido na operação argentina foi de aproximadamente R\$ 74 milhões.

No entanto, o patrimônio líquido apresentou queda do seu valor em reais, saindo de R\$ 88 milhões no encerramento de 2017 para R\$ 85 milhões no fim do 3T19, sem que tenhamos identificado qualquer distribuição de proventos. Pelo tratamento contábil exposto, enquanto os ganhos de R\$ 74 milhões transitaram na DRE da Companhia, a perda com a desvalorização cambial do patrimônio da sucursal foi reconhecida apenas nos resultados abrangentes.

De forma aparentemente coerente com as nossas estimativas, as “diferenças cambiais decorrentes da conversão dos ativos de operações no exterior” acumularam uma perda de R\$ 101 milhões no período.

Variação acumulada de 2018 e 9M19

(R\$ milhões)



Fonte: Nota explicativa “DFs Consolidadas / Demonstração do Resultado Abrangente”, *Superintendencia de Seguros de la Nación*, Bloomberg. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Dado o patamar atual de juros e inflação no país, é possível que o quadro de elevados ganhos nominais auferidos em peso acompanhados de desvalorizações cambiais, devido à alta inflação, se mantenha no futuro próximo. Em se mantendo essa situação, seguiríamos vendo geração de lucros líquidos compensadas por marcações negativas realizadas diretamente no patrimônio líquido, podendo ser visto pelo mercado como um cenário de elevados rendimentos das aplicações financeiras detidas pelo IRB.

8. Despesas Administrativas e Imposto de Renda

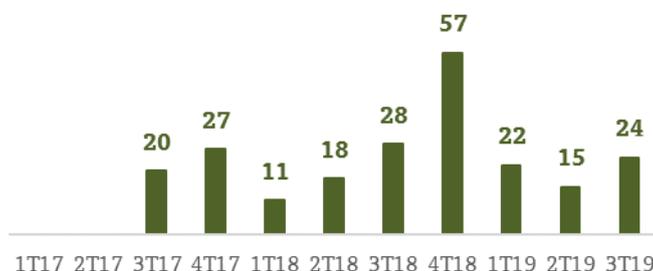
8.1 Resposta do IRB enviada à Squadra

Em sua resposta à Squadra, a Companhia apresentou parecer afirmando ser o entendimento da administração de que compensações de contribuições realizadas a maior com previdência privada devem ser contabilizadas na linha de despesa de pessoal, por ser o mesmo grupo contábil em que se registram as despesas de previdência. Ainda se coloca que não há nenhuma exigência regulatória de que esses ganhos sejam classificados como não recorrentes e que o procedimento adotado pela Companhia é perfeitamente aceitável. O parecer também afirma que o IRB adota os procedimentos adequados para o registro dos seus créditos tributários, não havendo ressalvas a serem realizadas.

8.2 Reconhecimento da reserva especial da PREVIRB

A despesa de pessoal do IRB vem sendo reduzida pelo reconhecimento de reserva especial de superávit do fundo de pensão de seus funcionários - PREVIRB. Esse resultado reconhecido é proveniente majoritariamente de fundos ligados aos seus ex-funcionários da época de estatal, visto que o plano de benefício definido que concentra o superávit era formado por 9 participantes ativos e 1.225 assistidos no final de 2018. O reconhecimento da reserva especial começou no segundo semestre de 2017 e impactou a despesa de pessoal em todos os trimestres desde então.

Reconhecimento da reserva especial dos planos PREVIRB por trimestre (R\$ milhões)



Fonte: Notas explicativas “9. Títulos e créditos a receber” e “26. Planos de aposentadoria e pensões e outros benefícios a empregados”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

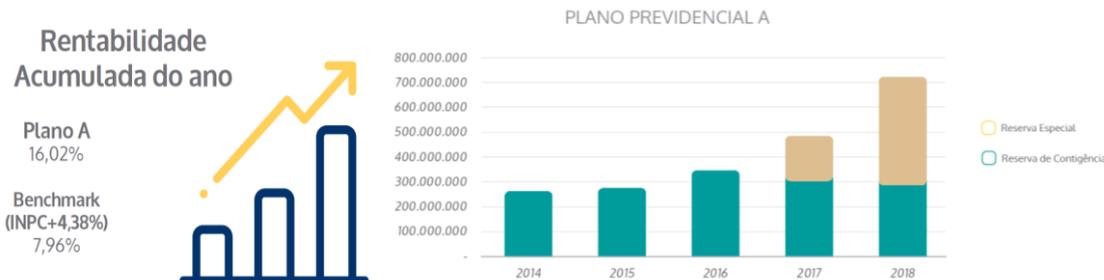
Sem essa ativação, que depende de desempenho financeiro acima da meta atuarial para fundos patrocinados, a despesa administrativa divulgada pela Companhia no earnings release teria sido 50% maior em 2018 e 34% maior nos 9M19.

Despesa Administrativa gerencial e Ativação PREVIRB (R\$ milhões)	2017	2018	9M19
Despesa Administrativa gerencial	(215)	(228)	(178)
Ativação Reserva Especial PREVIRB	47	114	61
Despesa Administrativa gerencial sem a ativação da reserva PREVIRB	(262)	(342)	(239)
Aumento % da Despesa Administrativa gerencial sem ativação PREVIRB	22%	50%	34%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios” e “10. Títulos e créditos a receber”.

O IRB é patrocinador da Fundação de Previdência dos Servidores do Instituto de Resseguros do Brasil - PREVIRB, que assegura aos seus participantes e dependentes benefícios complementares aos da previdência oficial básica.

Dos planos patrocinados, o Plano de Benefícios A e o Previdencial B possuem superávit técnico. A partir do terceiro trimestre de 2017, o montante desse superávit ultrapassou o limite de constituição da reserva de contingência e a PREVIRB passou a constituir reserva especial para revisão dos planos. No ano de 2018, a rentabilidade superior à meta atuarial contribuiu para a expansão do montante de reserva especial. As figuras abaixo, retiradas do Relatório Anual do Plano A, demonstram essa variação.



Fonte: Relatório Anual – 2018 – Resumido Plano A.

Como consequência da constituição da reserva especial pelos fundos da PREVIRB, o IRB passou a reconhecer a parcela destinada ao patrocinador em suas demonstrações contábeis.

“A PREVIRB constituiu em 30 de setembro de 2019, o valor de R\$ 219.869 na reserva especial que tem como finalidade registrar o valor a ser devolvido ao patrocinador dos planos de benefícios definidos decorrente de excesso de superávit.”

“Dessa forma, a Companhia reconheceu em suas informações trimestrais o referido montante, uma vez que foram atendidos todos os requisitos da Resolução do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) n° 26, que dispõe sobre as condições e os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na destinação e utilização de superávit.”

Fonte: Notas explicativas “26.1 Planos de contribuição variável” e “26.2 Planos de benefício definido”. Trechos grifados pela Squadra.

A constituição mencionada acima se refere ao Plano de Benefícios A e o mesmo acontece em relação ao Plano Previdencial B, mas em um valor bastante inferior (R\$ 2,3 milhões)⁵⁰. Ademais, vemos que os “Valores a receber PREVIRB”⁵¹ têm sido contabilizados no ativo não circulante da Companhia, sendo até o momento uma receita não caixa.

Na tabela a seguir, consideramos o saldo da reserva especial no início de cada trimestre e quanto teria sido a receita da Companhia caso o fundo tivesse rendido em linha com a meta atuarial de INPC + 4,38% em cada período. Ao compararmos esses valores com o reconhecimento efetivo verificado, percebe-se que as receitas contabilizadas em decorrência do superávit da PREVIRB foram consequência de os planos terem apresentado rendimentos superiores às suas metas atuariais.

⁵⁰ Fonte: Nota explicativa “26.1 Planos de contribuição variável” do ITR do 3T19.

⁵¹ Nota explicativa “9. Títulos e créditos a receber”.

PREVIRB - Ganho acima do Benchmark (R\$ milhões)	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Saldo da reserva especial no início do trimestre	-	20	47	58	75	104	161	183	198
Rendimento da reserva especial pelo INPC + 4,38%	-	0	1	2	1	1	4	3	2
Reconhecimento reserva especial PREVIRB	20	27	11	18	28	57	22	15	24
Diferença explicada por rendimento acima da meta atuarial	20	27	10	16	27	56	17	12	22

Fonte: Notas explicativas “26.1 Planos de contribuição variável”, “26.2 Planos de benefício definido” e Bloomberg.

Os ganhos com o reconhecimento da reserva especial de superávit da PREVIRB foram reconhecidos nas demonstrações de resultado como redutores da despesa de pessoal. Analisando as demonstrações de resultado mensais, notamos que, desde o início da constituição da reserva especial, a “Despesa de pessoal próprio” foi frequentemente mais baixa nos meses de encerramento dos trimestres (destacados em verde no gráfico abaixo). Acreditamos que tal comportamento esteja relacionado ao reconhecimento da reserva especial proveniente da PREVIRB.



Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída em 23/12/2019.

Em sua apresentação institucional, a Companhia destaca a “Forte eficiência” no slide de “Visão Geral do IRB”.

Forte eficiência - despesas administrativas caíram de 10,4% do prêmio ganho em 2014 para 4,8% em 2018 (4,4% no 9M19).

Fonte: Apresentação Institucional de novembro de 2019.

No entanto, sem o reconhecimento da reserva especial da PREVIRB, o índice de despesas administrativas teria sido de 7,1% em 2018, 50% maior que o destacado pela Companhia.

8.3 Ativação de crédito tributário de imposto de renda sobre prejuízo acumulado no exterior

No resultado do IRB do quarto trimestre de 2018 (“4T18”), houve uma ativação de crédito fiscal referente a prejuízos acumulados no exterior, que, em nossa opinião, se trata de evento não caixa e não recorrente. Nesse trimestre, o IRB apresentou uma alíquota efetiva de imposto de renda (IR) em patamar inferior

ao habitual, o que motivou analistas a questionarem no *conference call* se a alíquota do trimestre teria sido beneficiada por algum ganho pontual.

Durante o *conference call* com analistas e investidores, a Companhia afirmou que a alíquota reduzida de IR da Companhia não tinha sido beneficiada por evento *one-off*.

“Houve uma mudança recente, fruto do decreto legislativo 136 (...) que tem algumas questões específicas que afetam diretamente a tributação de IR da Companhia, que incide sobre o resultado em alguns países da América do Sul.

Esse decreto entrou em vigência e já afetou os números do quarto trimestre, e obviamente enquanto ele estiver vigente (...) vai continuar produzindo efeitos sobre os negócios da Companhia.

Ou seja, seu entendimento está correto: não foi um evento one-off relacionado ao quarto trimestre de 2018.”

Fonte: Teleconferência de resultados do 4º trimestre de 2018.

Ao analisarmos a composição dos créditos tributários de IR/CSLL na DFP de 2018, notamos que houve um aumento substancial na linha de “outras provisões”, como fica evidente na figura abaixo, extraída das demonstrações do IRB:

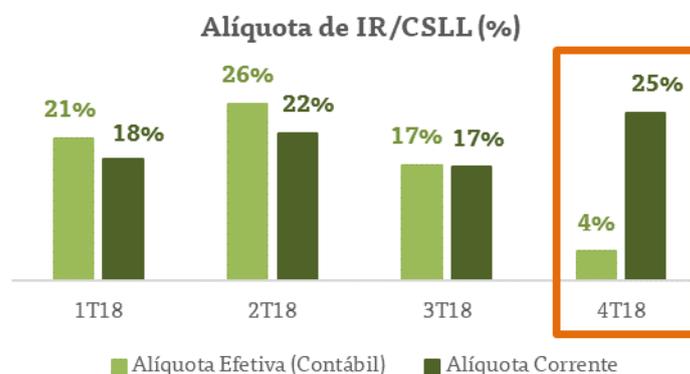
	2018		2017	
	IRPJ	CSLL	IRPJ	CSLL
Não circulante				
Outras provisões (*)	368.957	376.925	3.003	3.003
Base de cálculo	947.752	955.720	777.441	777.441
Alíquota nominal vigente	25,0%	15,0%	25,0%	20,0%
Crédito tributário diferenças temporárias	236.938	149.277	194.360	141.410

(*) Acrescido do ativo fiscal diferido demonstrado conforme artigo 38 da Instrução Normativa 1.520 de 2014.

Fonte: Nota explicativa “10.1.1 Crédito tributário sobre diferenças temporárias” da DFP de 2018.

Ao lado de “Outras provisões”, o asterisco que está colocado surgiu pela primeira vez no resultado do 2T18, quando o saldo dessa linha teve o primeiro degrau relevante. Ele se refere à Instrução Normativa 1.520 da Receita Federal do Brasil, especificamente ao artigo 38, o qual trata de prejuízos acumulados no exterior por controladas. Com base nessa observação, nosso entendimento é de que o imposto de renda do trimestre foi beneficiado por ganho não recorrente, em função da ativação de crédito fiscal referente a prejuízos acumulados em exercícios anteriores.

Além disso, no 4T18, a alíquota de imposto de renda corrente foi substancialmente superior à alíquota de imposto efetiva, evidenciando que o benefício responsável pela redução da despesa contábil com impostos não foi relacionado ao resultado operacional do ano corrente, além de ter sido não caixa.



Fonte: Nota explicativa “25.10 Imposto de Renda e Contribuição Social”.

Com base na composição dos créditos tributários de imposto de renda e contribuição social, constatamos um aumento de R\$ 120 milhões no saldo de crédito tributário referente a “Outras Provisões” no fechamento de 2018 em relação ao observado no balanço do trimestre anterior.

Crédito tributário de "Outras Provisões" (R\$ milhões)	3T18	4T18
IRPJ - Base de cálculo	116	369
Alíquota nominal vigente	25%	25%
IRPJ - Crédito tributário (a)	29	92
CSLL - Base de cálculo	0	377
Alíquota nominal vigente	20%	15%
CSLL - Crédito tributário (b)	0	57
IRPJ+CSLL - Crédito tributário (c)=(a)+(b)	29	149
Aumento no crédito tributário de "Outras Provisões"		120

Fonte: Nota explicativa “10.1.1 Créditos tributários sobre diferenças temporárias”

Caso não tivesse havido essa ativação de crédito tributário, o lucro trimestral do 4T18 teria sido 32% menor.

Requisitada na teleconferência de resultados para prover uma explicação mais elaborada sobre o decreto legislativo que teria reduzido a alíquota de imposto efetiva, a Companhia detalhou a questão:

“Obviamente, o impacto do decreto está diretamente relacionado à sazonalidade do resultado dos negócios da Companhia nos países afetados pelo referido decreto. Historicamente (...) o resultado desses países é mais forte no 4º trimestre. (...) Então, ele afeta mais no 4º trimestre, mas afeta também o 1º, o 2º e 3º trimestres do ano, em menor grau.”

Fonte: Teleconferência de resultados do quarto trimestre de 2018

Todavia, uma análise da distribuição do resultado do IRB no exterior ao longo de 2018 revela que o 4T18 foi o trimestre com mais fraco desempenho operacional das operações no exterior no ano. Se considerarmos especificamente as sucursais no exterior, os montantes são baixos e insuficientes para justificar a magnitude da diferença de imposto.

Resultado de underwriting contábil (R\$ milhões)	1T18	2T18	3T18	4T18
Aceitações do exterior	(5)	164	25	(15)
Sucursais no exterior	11	6	(9)	15
Exterior - Total	6	169	16	0

Fonte: Nota explicativa “25. Detalhamento das contas de resultado”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Considerando o presente exposto, nossa análise aponta que a baixa alíquota efetiva apresentada pelo IRB no 4T18 se deve ao efeito contábil de ativação de crédito tributário relativo a prejuízos acumulados em controladas no exterior, amparado pela Instrução Normativa 1.520 da Receita Federal. Consideramos esse reconhecimento como não recorrente e não fomos capazes de identificar relação do referido lançamento com a explicação apresentada aos investidores sobre a sazonalidade dos negócios no exterior.

Na década de 1970, o IRB constituiu uma filial em Londres para subscrever riscos internacionais. Após apresentar prejuízos vultosos, ela foi colocada em *run-off* ainda na década de 1980, condição em que permaneceu por décadas. Na época, as perdas dessa sucursal tiveram repercussão pública, sendo objeto de reportagem no então tradicional “Jornal do Brasil” e investigação pelo TCU.

No segundo semestre de 2018, a sucursal londrina foi reclassificada para “em processo de retomada com o objetivo de ampliação de negócios com a base de clientes na Europa e Ásia.”, concomitantemente ao começo das constituições de créditos tributários decorrentes de prejuízos acumulados no exterior. **Acreditamos que essas**

ativações estejam ligadas à sucursal de Londres, visto que a filial do IRB na Argentina iniciou suas operações apenas em 2011, possui porte relativamente reduzido e não apresenta histórico de prejuízos sucessivos.

Pelas informações disponíveis, não temos como precisar o estoque de créditos tributários *off-balance* ainda passíveis de serem reconhecidos. No parecer das demonstrações financeiras do IRB de 1994, consta que a sucursal apresentava patrimônio líquido a descoberto de 84 milhões de libras.

“O Balanço da Sucursal do IRB em Londres levantado em 30.09.94. que apresentou um resultado positivo de R\$ 5.941.668,00 no exercício e um Patrimônio Líquido a descoberto de £ 84.166.486,90”

Fonte: DFP de 1994.

Se o valor negativo do patrimônio líquido era dessa ordem de grandeza, é provável que os prejuízos acumulados fossem ainda maiores, dado que o patrimônio líquido também é composto pelos montantes investidos pelo IRB na sucursal. Em depoimento realizado em 2006 para a Fundação Getúlio Vargas⁵², Roberto Chiavegatto, ex-chefe do Departamento Internacional do IRB, falou em prejuízos acumulados em torno de 200 milhões de dólares. Sabemos que os prejuízos foram grandes, porém, como dito, não temos elementos para estimar seus valores. Ainda mais considerando que, de 1994 para cá, são mais de 25 anos em que a filial seguiu aberta, apresentado lucros e perdas.

Como os resultados foram auferidos em “moeda forte” (libra esterlina), os créditos decorrentes dos prejuízos preservaram parte importante do seu valor. Acreditamos que as referidas ativações de créditos tributários decorrentes de prejuízos fiscais acumulados em períodos anteriores no exterior prosseguem no ano de 2019, apesar de não termos elementos para precisar o montante. O saldo de “Outros créditos” tributários apresentou novo aumento de valor e recentemente houve elevação substancial dos “Impostos a compensar/recuperar”.

⁵² <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/historia-oral/entrevista-tematica/roberto-chiavegatto>. Entrevista realizada no contexto do projeto "Funenseg - 35 anos", na vigência com o contrato entre o CPDOC/FGV e a Fundação Escola Nacional de Seguros (Funenseg).

9. Volatilidade dos lucros mensais versus trimestrais

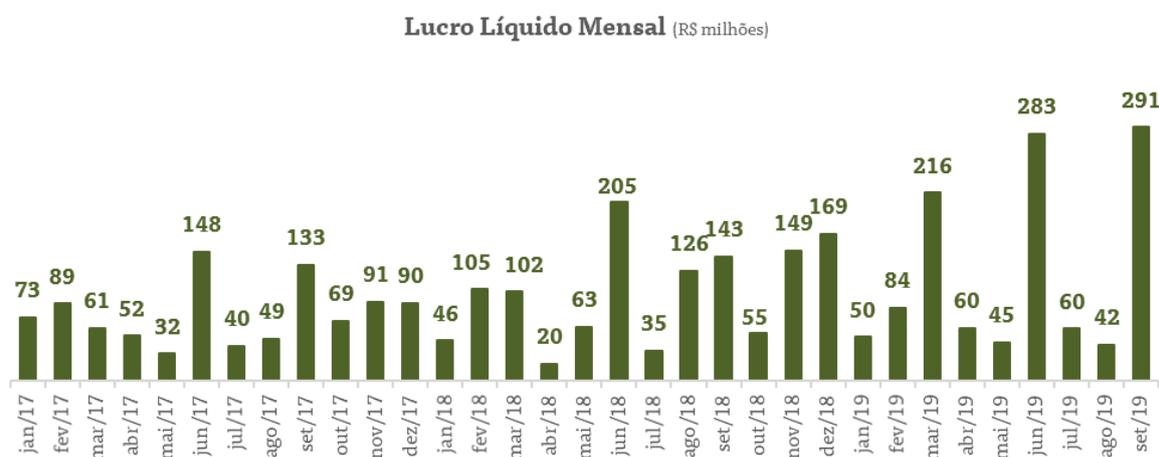
9.1 Volatilidade dos lucros mensais versus trimestrais

Desde o exercício de 2017, ano da abertura de capital da Companhia, chama atenção como o lucro trimestral contábil apresentou uma volatilidade bastante baixa, como mostramos no gráfico abaixo:



Fonte: Nota explicativa “3.1 Demonstrações de resultados – Visão por segmento de negócio”.

Essa quase ausência de volatilidade deveria surpreender aqueles que acompanham resultados de seguradores e resseguradores ao redor do mundo, bem como estabelece novo padrão em relação ao observado nos resultados da empresa até 2015. Os resultados mensais do próprio IRB, conforme exposto no gráfico abaixo, apresentaram um padrão de volatilidade mais compatível com o que se esperaria dos lucros de uma resseguradora.



Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

10. Segmento Rural

10.1 Principais conclusões

O segmento Rural constitui uma das principais linhas de negócio do IRB. Nessa modalidade, a sua principal seguradora cedente é a Brasilseg Companhia de Seguros (“Brasilseg”), a qual se enquadrava como parte relacionada até a rescisão do acordo de acionistas da Companhia em julho de 2019. Nossas estimativas apontam que os **prêmios cedidos pela Brasilseg representaram mais de 80% dos prêmios rurais do IRB desde 2017.**

Neste capítulo, abordamos importantes aspectos que encontramos ao analisarmos a comunicação da Companhia, suas próprias demonstrações financeiras, as demonstrações financeiras da Brasilseg e dados provenientes da base SES da SUSEP ao longo de 2019. Ao longo deste capítulo e no Apêndice A, abordamos passo a passo todos os cruzamentos de informações e cálculos efetuados.

Observamos, nos primeiros meses de 2019, elevados volumes de sinistros nas seguradoras brasileiras que atuam no ramo Agrícola, sobretudo na Brasilseg. Desde o resultado do primeiro trimestre, esse maior volume de sinistros motivou comentários específicos da Companhia em seus *earnings releases* e teleconferências de resultado. A Companhia afirmou ter constituído IBNR para suportar o maior volume de sinistros, mas o valor provisionado foi muito baixo em face dos sinistros que se verificavam na Brasilseg.

A situação de menor provisionamento do IRB em relação ao verificado nas seguradoras se estendeu ao segundo trimestre. Nos balanços de fechamento do primeiro semestre de 2019, encontramos uma diferença superior a R\$ 400 milhões entre as provisões para pagamentos de sinistro Rural do IRB e os ativos de resseguro da Brasilseg, sua principal cedente no segmento. O aparente descasamento temporal para recebimento do aviso pelo IRB não foi suficientemente compensado por constituição de provisões, a despeito da Companhia afirmar ter constituído IBNR de forma agravada nos trimestres anteriores. Consequentemente, o IRB realizou um volume bastante elevado de pagamento de sinistros rurais no terceiro trimestre, reconhecendo neste momento uma despesa de sinistros elevada no segmento.

Em capítulo anterior, havíamos demonstrado que as Provisões de Prêmios Não Ganhos (PPNG) são inferiores no IRB às verificadas na Brasilseg, o que sugere reconhecimento de prêmios mais acelerado pela Companhia. Ao se reconhecer o prêmio ganho antes e o sinistro depois em relação ao contabilizado na seguradora, gera-se um resultado superior nas demonstrações de resultado da cessionária em relação ao verificado na cedente.

Apesar das despesas do segmento Rural, o terceiro trimestre de 2019 novamente apresentou lucro recorde. Dentre os riscos emitidos no Brasil, três segmentos importantes apresentaram reversões de sinistros avisados. Dessa forma, a sinistralidade nos negócios Brasil ex-Rural foi de +7% (positiva) no trimestre. Houve receita de sinistros avisados, e não despesa. No entanto, na informação regulatória reportada pelas seguradoras de recuperação de sinistros junto ao IRB, não verificamos estornos de sinistros avisados.

10.2 Resposta do IRB enviada à Squadra

Em sua resposta à Squadra, o IRB apresentou parecer atuarial afirmando que as comparações citadas entre ativo de resseguro da seguradora e provisões da resseguradora não podem ser efetuadas em função da diferença temporal de tomada de conhecimento dos fatos pelas partes. Menciona ainda que o registro de praticamente R\$ 1 bilhão no terceiro trimestre em sinistros ocorridos no segmento Rural foi referente a avisos de sinistros recebidos neste período.

O parecerista ainda ressalta que eventos fora da curva (“*outliers*”) não são objeto de provisionamento prévio por parte do IBNR e que esta provisão deve refletir a expectativa de sinistros média para determinada carteira. Complementa ainda dizendo que o capital da empresa é que deve suportar esses eventos.

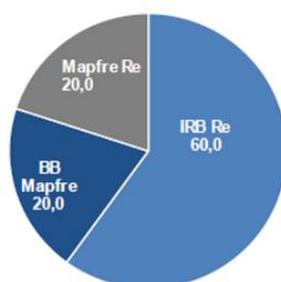
10.3 Parte relacionada com a Brasilseg, principal cedente do segmento Rural

A Brasilseg é a principal cedente do IRB no segmento Rural, representando mais de 80% dos prêmios ganhos pelo IRB no período entre o início de 2017 e o primeiro semestre de 2019. Essa seguradora é controlada conjuntamente pela BB Seguridade e pelo grupo espanhol MAPFRE. Ela detém exclusividade na originação de seguro rural através da rede do Banco do Brasil e opta por ressegurar a maior parte do risco de determinados ramos agrícolas.

Até a rescisão do acordo de acionistas da Companhia, ocorrida no último mês de julho, a BB Seguridade integrava o bloco de controle do IRB. Por essa razão, até 30 de junho de 2019, os negócios realizados entre a Companhia e a Brasilseg eram considerados como entre partes relacionadas nas demonstrações financeiras. Por consequência, os saldos e resultados contábeis das transações com o IRB eram detalhados nas demonstrações financeiras da Brasilseg.

Sobre as políticas de retenção de risco e de resseguro adotadas pela Brasilseg, a figura abaixo, retirada das análises de desempenho do Banco do Brasil, ilustra o padrão de cessão de risco:

Distribuição do Risco do Custeio Agrícola - %



Fonte: Análises do Desempenho 2T19, Banco do Brasil. Obs.: Figura consta em todos os relatórios de análise de desempenho desde o 1T16.

De acordo com a figura acima, a Brasilseg opta por reter somente 20% do risco, cedendo os demais 80% para um painel de resseguro, composto por IRB (75%) e MAPFRE Re (25%). Através da base de dados da SUSEP, conseguimos atestar essa configuração, com a particularidade que ela é válida especificamente para o ramo “1102 - Seguro Agrícola com cobertura do FESR⁵³”, responsável pelo maior volume de prêmios ressegurados. Em outros ramos cedidos pela Brasilseg, em especial o “1101 - Seguro Agrícola sem cobertura do FESR”, a participação do IRB no resseguro é ainda maior.

Para entender a relevância dos prêmios originados pela Brasilseg para o segmento Rural do IRB, começamos pela composição dos prêmios ressegurados. Apuramos que o segmento Rural representou cerca de 98% do montante cedido a todas as resseguradoras nos anos recentes⁵⁴.

Os prêmios que são cedidos para o IRB constam na nota explicativa de partes relacionadas da Brasilseg, apresentados no critério de prêmios ganhos líquidos de comissão. Não é disponibilizada a composição por segmento do prêmio ressegurado pelo IRB, porém depreende-se que o segmento Rural responde por quase a totalidade do volume. No exercício a seguir, estimamos em 98% (destacada em azul) a relevância do segmento Rural nos prêmios cedidos ao IRB, em linha com o observado para o total dos prêmios ressegurados.

Brasilseg - Prêmio de resseguro ganho cedido líquido de comissão (R\$ milhões)	2017	2018	1S19
Total cedido ao IRB	(649)	(626)	(290)
Rural (% Total) - estimativa	98%	98%	98%
Rural cedido ao IRB - estimativa	(636)	(614)	(284)

Fonte: Squadra com base nas notas explicativas “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” e “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg.

⁵³ Fundo de Estabilidade do Seguro Rural

⁵⁴ Ver Apêndice A para memória de cálculo.

De posse da estimativa de prêmios rurais cedidos ao IRB pela Brasilseg, podemos calcular uma participação aproximada dessa cedente nos prêmios do segmento Rural do IRB. **Considerando os prêmios ganhos líquidos de comissão e brutos de retrocessão no segmento, chegamos a uma participação estimada em torno de 85% para o período de 2017 até o encerramento do primeiro semestre de 2019.**

Prêmio de resseguro ganho líquido de comissão - segmento Rural (R\$ milhões)	2017	2018	1S19	Acumulado desde 2017
Cedido pela Brasilseg ao IRB - estimativa	636	614	284	1.534
Contábil - IRB (Bruto de Retrocessão)	724	720	358	1.801
Participação da Brasilseg no segmento Rural do IRB - estimativa	88%	85%	79%	85%

Fonte: Squadra, com base nas notas explicativas “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” e “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg. Nota explicativa “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação” do IRB.

Procedemos, então, à análise da participação da Brasilseg nos sinistros do IRB no segmento. Partimos da recuperação de sinistros da Brasilseg junto ao IRB e usamos a mesma estimativa de que 98% do montante se refere ao segmento Rural.

Brasilseg - Recuperação de sinistros ocorridos (R\$ milhões)	2017	2018	1S19
Junto ao IRB	523	529	704
Rural (% Total) - estimativa	98%	98%	98%
Rural junto ao IRB - estimativa	512	518	690

Fonte: Squadra com base nas notas explicativas “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” e “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg.

Ao realizarmos a mesma comparação entre as informações da DRE das duas empresas, temos um quadro diferente do que vimos antes para o sinistro. **A Brasilseg contabilizou recuperação de sinistros junto ao IRB em montante superior à despesa contábil do IRB no segmento Rural.**

Despesa e recuperação de sinistros - segmento Rural (R\$ milhões)	2017	2018	1S19	Acumulado desde 2017
Recuperado pela Brasilseg junto ao IRB - estimativa	(512)	(518)	(690)	(1.720)
Contábil - IRB (Bruto de Retrocessão)	(494)	(406)	(515)	(1.415)
Participação da Brasilseg no sinistro do segmento Rural do IRB - estimativa	104%	128%	134%	122%

Fonte: Squadra com base nas notas explicativas “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” e “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg. Nota explicativa “25.2 Sinistros ocorridos – principais grupos de atuação” do IRB.

Como o IRB também subscreve riscos de outras cedentes, esse é um resultado diverso do que esperaríamos encontrar. Os itens que serão abordados nas próximas seções deste capítulo se baseiam na constatação exposta acima da alta relevância dos prêmios cedidos pela Brasilseg para o segmento Rural do IRB. Consideram também a informação de que a despesa contábil do IRB foi menor do que o montante recuperado pela Brasilseg nos últimos anos.

10.4 Sinistros e provisionamento do segmento Rural no primeiro trimestre de 2019

Observamos, nos primeiros meses de 2019, elevados volumes de sinistros nas seguradoras brasileiras que atuam no ramo Agrícola, sobretudo na Brasilseg, principal cedente do IRB no segmento Rural. Nesta seção, tratamos especificamente sobre as despesas de sinistros desse segmento no primeiro trimestre de 2019, por termos

encontrado diferenças entre a comunicação da Companhia, suas próprias demonstrações financeiras e dados provenientes da base SES da SUSEP.

Na teleconferência de resultados do primeiro trimestre, na data de 3 de maio de 2019, a Companhia declarou:

*“Você vai verificar, triangulando a nota 25.2 com a nota 25.1, ou seja, triangulando a nota de sinistros com a nota de prêmios ganhos por linha de negócios, que a **sinistralidade net** que foi considerada nas demonstrações contábeis para o Agro (Brasil), foi de aproximadamente 80%, ou seja, a perda máxima que a Companhia poderia ter foi lançada e reconhecida nesse trimestre.”*

Fonte: Teleconferência de resultados do primeiro trimestre de 2019

Verificando a conta sugerida pela Companhia, encontramos uma sinistralidade retida de 54% no segmento Rural, substancialmente abaixo dos 80% citados no conference call de resultados.

Sinistralidade - segmento Rural (R\$ milhões)	1T19
Prêmios Emitidos Brutos	144,8
(-) Prêmios Cedidos em Retrocessão	(29,1)
(+/-) Var. das Provisões Técnicas - Prêmios Emitidos	166,4
(+/-) Var. das Provisões Técnicas - Prêmios Cedidos	(4,2)
(+/-) Outras Provisões Técnicas	(17,1)
Prêmios Ganhos Retidos (a)	260,7
Sinistros Ocorridos	(152,0)
(+) Recuperação de Sinistros Ocorridos	11,8
Sinistros Retidos (b)	(140,2)
% Sinistralidade Retida (-b/a)	54%

Fonte: Notas explicativas “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”, “25.4.1 Receitas com retrocessões” e “25.4.2 Despesas com retrocessões”.

Sabemos que a sinistralidade mencionada pela Companhia não se refere a todo o segmento Rural e, sim, especificamente ao resseguro Agrícola. No entanto, a baixa representatividade dos demais ramos não parece suficiente para reduzir o patamar da sinistralidade do 80% mencionado pela Companhia para o 54% observado nas demonstrações financeiras.

No Comentário de Desempenho do 1T19, a Companhia escreveu sobre a despesa de provisão IBNR do trimestre:

“A sinistralidade medida pelo IBNR correspondeu a 5,4% do prêmio ganho no primeiro trimestre de 2019. Em termos nominais, o IBNR passou de uma reversão de R\$ 1 milhão no primeiro trimestre de 2018 para uma constituição líquida de R\$ 66,8 milhões no mesmo período de 2019. O aumento no IBNR no primeiro trimestre de 2019 em relação ao mesmo período do ano anterior tem como principal direcionador as pesquisas feitas pela Companhia, que apontam para o aumento da sinistralidade no ramo agrícola nesta safra.”

Fonte: Comentário de Desempenho do primeiro trimestre de 2019.

Entretanto, observamos que as despesas de IBNR, tanto bruta de retrocessão como a retida, no segmento Rural foram de apenas R\$ 5,6 milhões e R\$ 3,1 milhões, respectivamente. Na realidade, os segmentos relacionados ao exterior foram responsáveis por mais de 100% da despesa de IBNR do trimestre.

Despesa de IBNR Bruta de Retrocessão (R\$ milhões)	1T19	Despesa de IBNR Retida (R\$ milhões)	1T19
Brasil - Rural	(5,6)	Brasil - Rural	(3,1)
Brasil - ex-Rural	12,2	Brasil - ex-Rural	3,7
Exterior	(54,5)	Exterior	(54,9)
Total	(48,0)	Total	(54,2)

Fonte: Notas explicativas “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “25.4.1 Receitas com retrocessões”.

Ao compararmos esse provisionamento com os sinistros que a Brasilseg havia reportado para a SUSEP nos primeiros meses do ano, encontramos uma diferença significativa, a despeito de a Companhia ter afirmado estar ciente sobre os elevados sinistros no segmento Rural e de ter feito provisão IBNR por essa razão. Essa divergência que se tornou aparente no primeiro trimestre prosseguiu até o balanço de fechamento do semestre.

10.5 Diferença entre provisões de sinistros do IRB e ativos de resseguro da Brasilseg no encerramento do primeiro semestre de 2019

Durante o primeiro semestre de 2019, a Companhia foi bastante vocal em relação ao maior volume de sinistros ocorridos no segmento Rural no começo do ano. Na sua comunicação com o mercado, a administração afirmou ter ciência, de antemão, que receberia volumosos avisos de sinistros rurais, e que por isso constituiu IBNR de forma agravada no 4T18 e no 1T19.

No trecho transcrito abaixo da teleconferência de resultados do segundo trimestre de 2019, a Companhia sugere que havia recebido os avisos de perdas relativas ao resseguro rural e que os mesmos já haviam sido reconhecidos ao final do primeiro semestre do ano. Grande parte dos analistas *sell-side*, como já demonstrado, interpretou que houve reversão de IBNR no segmento Rural no trimestre, o que não ocorreu.

“Falando especificamente da linha de negócios do Agro, e falando especificamente da dinâmica do seguro safra, ele tem uma dinâmica onde o ano safra no Brasil começa em 1º de julho de um ano e vai até 30 de junho do ano seguinte. As emissões obviamente começam ali em julho, agosto, setembro, se intensificam em outubro e novembro, que é o período de plantio mais intenso aqui no Brasil, e dezembro também, e normalmente, nesse período, especialmente ali, outubro, novembro e dezembro, você raramente tem aviso de sinistro, porque o sinistro no Agro se materializa de fato no período da colheita, que normalmente acontece, aí também olhando as principais culturas de soja, milho e arroz acontecem em março e abril no Brasil. Então, o procedimento adequado a se fazer é, na medida em que as emissões vão acontecendo, principalmente ao longo do 3º e 4º trimestre, você vai constituindo o IBNR. O que aconteceu neste ano é que, como era sabido, nós estávamos diante de um ano de El Niño e a constituição de IBNR teve que acontecer de forma agravada, tanto no 4º trimestre do ano passado quanto no 1º trimestre desse ano, como nós vínhamos indicando aí ao longo do período, especialmente no último call de resultados. Naturalmente, essa provisão é feita justamente para se preparar para os avisos de sinistros que virão no futuro. O período dos avisos de sinistros relativos às safras de Agro no Brasil deles acontecerem é justamente/basicamente aí, para a nossa visão de resseguro aqui, no 2º trimestre do ano. Quando os avisos de sinistro chegam, obviamente você baixa aquela provisão originalmente feita, o efeito de baixar o IBNR acontece naturalmente pelo desenvolvimento do contrato. O IBNR é baixado e a PSL constituída de imediato. Você não tem uma mera liberação de provisão. O que há é, você baixa o componente que é preventivo e troca pelo componente que é o real, efetivo. É mais ou menos essa a dinâmica de constituição e reversão dessas provisões.”

Fonte: Teleconferência de resultados do segundo trimestre de 2019.

Para melhor compreender a mensagem transmitida pela Companhia ao mercado, a Squadra analisou as demonstrações financeiras de 30 de junho da Brasilseg. Por serem consideradas como partes relacionadas até julho de 2019, as demonstrações financeiras da Brasilseg continham detalhamento dos saldos e resultados contábeis das transações com o IRB. Fizemos a comparação, então, entre os ativos de resseguro da Brasilseg cuja contraparte era o IRB e as provisões do IRB no segmento Rural.

Essa análise revelou uma situação bastante diferente do que a Companhia havia sugerido em sua comunicação com o mercado. Com base nas informações das demonstrações financeiras da Brasilseg, estimamos que seus ativos de resseguro relacionados a sinistros (PSL + IBNR) no segmento Rural cuja contraparte é o IRB eram de R\$ 923 milhões ao final do 2T19. Quando observamos toda a provisão de sinistros (PSL + IBNR) do IRB no segmento Rural, o montante era de apenas R\$ 519 milhões. Nas nossas estimativas, portanto, havia um déficit de R\$ 405 milhões⁵⁵.

⁵⁵ Ver Apêndice A para memória de cálculo.

**Comparação entre saldos contábeis
estimados de Brasilseg e IRB - 2T19 (R\$ milhões)**



Fonte: Nota explicativa “19. Provisões Técnicas” e Squadra com base nas notas explicativas “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” e “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Cabe ressaltar que essa estimativa de deficiência de provisões de sinistros era conservadora, pois, ainda que a Brasilseg representasse cerca de 85% do negócio Rural do IRB, a Companhia também ressegura riscos de outras cedentes. Portanto, esperávamos observar um saldo de provisões superior aos ativos de resseguro da Brasilseg.

10.6 Resultado do terceiro trimestre de 2019

No terceiro trimestre, entendemos que nosso diagnóstico se provou acertado. A Companhia realizou pagamentos expressivos de sinistros que não estavam previamente provisionados. Tanto no 2T19 quanto no 3T19, a sinistralidade retida do IRB foi superior a 80% no segmento Rural. No acumulado dos nove primeiros meses de 2019, a sinistralidade contabilizada foi de 113%.

Rural - Sinistralidade retida (R\$ milhões)	1T19	2T19	3T19	9M19
Prêmios Emitidos Brutos	145	352	361	858
(-) Prêmios Cedidos em Retrocessão	(29)	(11)	(40)	(79)
(+/-) Var. das Provisões Técnicas - Prêmios Emitidos	166	(191)	(61)	(85)
(+/-) Var. das Provisões Técnicas - Prêmios Cedidos	(4)	(1)	(6)	(11)
(+/-) Outras Provisões Técnicas	(17)	55	47	84
Prêmios Ganhos Retidos (a)	261	204	302	767
Sinistros Ocorridos	(152)	(363)	(1.009)	(1.524)
(+) Recuperação de Sinistros Ocorridos	12	170	475	657
Sinistros Retidos (b)	(140)	(193)	(534)	(867)
% Sinistralidade Retida (-b/a)	54%	94%	177%	113%

Fonte: Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019 e notas explicativas “19. Provisões técnicas”, “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”. Ver Apêndice A para comentário sobre a metodologia.

Cumpramos destacar que o maior volume de despesas de sinistros foi decorrente de pagamentos efetuados, em montante superior a R\$ 700 milhões⁵⁶. As provisões de sinistros retidas da Companhia inclusive se reduziram no trimestre.

⁵⁶ Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Rural - Saldo de Provisões de Sinistros retidas (R\$ milhões)	2T19	3T19
PSL		
Saldo da PSL (bruta de retrocessão)	311	430
(-) Ativo de retrocessão PSL	(68)	(396)
Saldo da PSL retida	243	34
IBNR		
Saldo da IBNR (bruta de retrocessão)	208	379
(-) Ativo de retrocessão IBNR	(6)	(106)
Saldo da IBNR retida	202	274
Saldo da PSL + IBNR retidas	445	307
Variação no trimestre		(137)
Variação no trimestre (%)		-31%

Fonte: Notas explicativas “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)” e “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”.

10.7 Reversão de provisões nos segmentos Patrimonial, Transportes e Responsabilidades no 3T19

Como vimos na seção anterior, o alto volume de sinistros avisados geraram uma desembolso bruto de retrocessão próximo de R\$ 1,0 bilhão pelo IRB no segmento Rural no 3T19. Apesar da elevada despesa de sinistros em um dos seus segmentos mais relevantes, o IRB novamente apresentou lucro recorde no trimestre.

Dos R\$ 1,0 bilhão de despesas de sinistros, R\$ 837 milhões foram de sinistros avisados (sinistros diretos). Analisando a performance do IRB nos seus demais segmentos no Brasil, percebemos que o alto volume de sinistros no segmento Rural foi compensado por receitas positivas referentes a sinistros avisados em três linhas importantes do mercado doméstico. As linhas de negócio Patrimonial, Transportes e Responsabilidades apresentaram reversões de sinistros avisados, conforme pode ser visto na figura abaixo.

Sinistros diretos	
Aeronáuticos	(25.096)
Automóvel	(8.983)
Habitacional	(3.932)
Marítimos	(9.855)
Patrimonial	108.706
Pessoas	(36.236)
Petróleo	(24.506)
Responsabilidades	21.698
Riscos financeiros	(9.595)
Rural	(837.178)
Transportes	96.833
Exterior	(391.064)
	(1.119.208)

Fonte: Nota explicativa “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”.

Graças a esse desempenho favorável de reversão de despesas de sinistros avisados em três linhas de negócio, a sinistralidade bruta de retrocessão dos prêmios do Brasil, excluindo o segmento Rural, foi de +7% (positiva), compensando em grande medida a sinistralidade de -291% da modalidade Rural.

3T19 - Sinistralidade bruta de retrocessão (R\$ milhões)	Prêmios Ganhos	Sinistros Ocorridos	Sinistralidade (%)
Rural	347	(1.009)	-291%
Brasil ex-Rural	829	55	7%
Exterior	829	(410)	-49%
Total	2.005	(1.364)	-68%

Fonte: Notas explicativas “19. Provisões técnicas”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”.

Todavia, quando olhamos a informação da recuperação de sinistros avisados junto ao IRB, reportada pelas seguradoras cedentes à SUSEP, não identificamos essa magnitude de reversão de sinistros avisados. No sentido contrário, elas reportaram recuperação de sinistros junto ao IRB para cada uma das três linhas de negócio destacadas, em uma diferença acumulada que supera os R\$ 400 milhões no trimestre.

3T19 - Sinistros Avisados (R\$ milhões)	IRB - Sinistros Diretos (Contábil)	Seguradoras - Recuperação de Sinistros junto ao IRB (Quadro 51)	Diferença
Patrimonial	109	(159)	268
Transportes	97	(50)	147
Responsabilidades	22	(5)	26
Total	227	(214)	441

Fonte: Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019 e Nota explicativa “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”.

Evidentemente, sabe-se que pode haver um descasamento entre o recebimento de aviso de sinistro por uma seguradora e a comunicação do mesmo a seu ressegurador. Portanto, a comparação entre a receita de recuperação das seguradoras e a despesa contábil de sinistros avisados do ressegurador deve ser analisada considerando esse aspecto fundamental. Por essa razão, colocamos na tabela a seguir a recuperação de sinistros junto ao IRB reportada pelas seguradoras nos dois trimestres imediatamente anteriores. Constata-se que, tanto no 1T19 como principalmente no 2T19, as seguradoras informam recuperações e não reversões de sinistros junto ao IRB, inclusive em montante superior ao observado no 3T19.

Seguradoras - Recuperação de Sinistros junto ao IRB (Quadro 51) (R\$ milhões)	1T19	2T19	3T19
Patrimonial	(185)	(431)	(159)
Transportes	(40)	(138)	(50)
Responsabilidades	(4)	(106)	(5)
Total	(229)	(675)	(214)

Fonte: Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

Pela análise exposta nesta seção, nos parece que a Companhia, no mesmo trimestre em que teve grande volume de despesa de sinistros no segmento Rural, reavaliou provisões em segmentos importantes de seu negócio doméstico. Tais reavaliações conduziram a reversões de provisões em montante significativo, impactando o resultado no trimestre.

10.8 Sinistralidade de 2019 em relação ao histórico do segmento Rural

Ao longo deste capítulo, discorreremos sobre a dinâmica observada no segmento Rural no ano de 2019. Uma análise sobre a recorrência dos resultados correntes demanda uma comparação com a performance histórica do segmento.

A partir da base de dados disponibilizada pela SUSEP, é possível remontar um histórico de quase seis anos (2014 até setembro de 2019) da sinistralidade dos prêmios dos ramos agrícolas cedidos pela Brasilseg em resseguro. Como já explicado anteriormente, esses riscos constituem a maior parte do negócio Rural subscrito pelo IRB. Analisando esse histórico, observamos que os 9M19 foram o período de sinistralidade mais elevada, substancialmente acima da mediana de 85%.

Brasilseg - Sinistralidade estimada dos prêmios dos ramos agrícolas cedidos (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018	9M19	Mediana
Prêmios ganhos cedidos brutos de comissão - estimados	(634)	(397)	(863)	(906)	(866)	(727)	
Recuperação de sinistros	364	444	819	625	650	890	
Sinistralidade - estimada	57%	112%	95%	69%	75%	123%	85%

Fonte: Quadros 2 e 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: Considera os ramos “1102 - Seguro Agrícola com cobertura do FESR” e “1101 - Seguro Agrícola sem cobertura do FESR”. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Como comentário adicional, cumpre recapitular que até o primeiro semestre de 2018 a Brasilseg ressegurava parte do seu prêmio do ramo Penhor Rural. Como esse ramo possui sinistralidade substancialmente inferior à dos ramos agrícolas, sua presença no *mix* acabava reduzindo a sinistralidade consolidada do prêmio ressegurado. A mediana da sinistralidade do prêmio cedido de Penhor Rural entre 2014 e 2018 foi de apenas 21%, reduzindo a mediana da sinistralidade do prêmio ressegurado total em aproximadamente 640bps⁵⁷.

⁵⁷ Ver Apêndice A para memória de cálculo.

11. Diferenças encontradas nas informações reportadas

11.1 Resposta do IRB enviada à Squadra

Primeiramente, vale assinalar que a análise do item 11.5 não estava presente na comunicação que a Squadra enviou à Companhia por ser situação referente ao 3T19, cujo resultado não havia sido divulgado naquele momento.

Com relação ao reconhecimento de expectativa de salvados e ressarcidos da PSL, o IRB obteve parecer de especialista que entende pela total adequação regulatória e contábil do procedimento adotado.

11.2 Diferenças entre as variações das provisões técnicas nas notas explicativas do 3T19

Para algumas linhas que compõem a DRE contábil da Companhia, exposta na nota explicativa “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação”, sua composição por segmento pode ser encontrada na nota “25. Detalhamento das contas de resultado”. No 3T19, entretanto, há uma diferença entre as informações fornecidas pela DRE contábil da Companhia e a nota explicativa que contém a abertura por grupo de atuação. A diferença se encontra na alocação da variação das provisões técnicas entre os seus componentes “comissão” e “outras provisões técnicas”.

3T19 - Variação das provisões técnicas (R\$ milhões)	Nota 3.3	Nota 25.1	Diferença
Variação das provisões técnicas - prêmio	(314,2)	(314,2)	-
Variação das provisões técnicas - comissão	51,0	(47,4)	98,4
Variação das provisões técnicas - outras provisões técnicas	21,2	119,6	(98,4)
Total	(242,0)	(242,0)	(0,0)

Fonte: Notas explicativas “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação” e “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”.

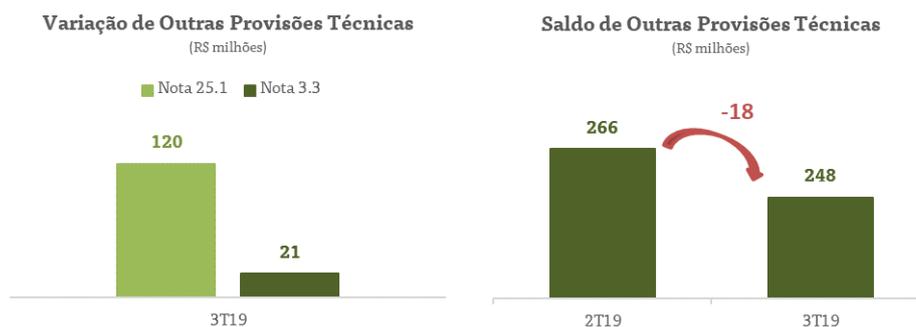
Observando o histórico da comparação dos dois componentes entre as notas explicativas em questão, fica claro que tal discordância é inédita.

Variação das provisões técnicas - comissão (R\$ milhões)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Nota 3.3	1	(18)	26	(9)	(1)	16	63	(25)	(31)	100	51
Nota 25.1	1	(18)	26	(9)	(1)	16	63	(25)	(31)	100	(47)
diferença	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	0	0	0	98

Variação das provisões técnicas - outras provisões (R\$ milhões)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Nota 3.3	(14)	(29)	(22)	(19)	(43)	(28)	(18)	(3)	(45)	46	21
Nota 25.1	(14)	(29)	(22)	(19)	(43)	(28)	(18)	(3)	(45)	46	120
diferença	0	(0)	(0)	0	(0)	0	0	(0)	(0)	0	(98)

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios” e “25. Detalhamento das contas de resultado”.

Para identificar qual das fontes utilizar, recorreremos aos saldos de balanço da Companhia. Observa-se que, no trimestre, o saldo bruto de Outras Provisões Técnicas foi reduzido em R\$ 18 milhões. Tal movimentação é muito mais aderente à reversão de R\$ 21 milhões apresentada na DRE contábil (nota explicativa 3.3) do que à reversão de R\$ 120 milhões exposta na nota explicativa 25.1.



Fonte: Notas explicativas “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação”, “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “19. Provisões técnicas”.

Por essa razão, exclusivamente para o 3T19, utilizamos as informações da nota explicativa 3.3, e não da nota explicativa 25.1, para a linha de variação das outras provisões técnicas⁵⁸. Esse componente está presente, por exemplo, no cálculo do prêmio ganho da Companhia.

Essa discordância na nota explicativa 25.1 no 3T19, ademais, gera dificuldades no uso da variação das outras provisões técnicas por grupo de atuação, uma vez que a nota explicativa 3.3 provê apenas seu valor total. O único detalhamento informado é a divisão das provisões técnicas entre Brasil e Exterior. Reconciliando notas explicativas da Companhia e a base de dados da SUSEP, é possível calcular que, no Exterior, houve uma constituição de R\$ 10 milhões no trimestre.

Exterior - Variação das outras provisões técnicas (R\$ milhões)		3T19
Variação das provisões técnicas (Nota explicativa 3.1)		(228)
(-) Variação das provisões técnicas - prêmio (Nota explicativa 25.1)		155
(-) Variação das provisões técnicas - prêmio cedido (Quadro 327)		63
(-) Variação das provisões técnicas - outros ativos de retrocessão (Nota explicativa 9)		(1)
Variação das provisões técnicas - outras provisões técnicas		(10)

Fonte: Notas explicativas “3.1 Demonstrações de resultados – Visão por segmento de negócio”, “9. Ativos de retrocessão – provisões técnicas”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e Quadro 327 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Apêndice A para metodologia e memória de cálculo.

O valor calculado é coerente com a movimentação no saldo bruto de Outras Provisões Técnicas no balanço, visto que no exterior ele foi de R\$ 47 milhões para R\$ 57 milhões no trimestre. Uma vez obtido o valor da rubrica para o exterior, o cálculo por resíduo aponta para uma reversão de outras provisões técnicas de R\$ 32 milhões no Brasil. Para os cálculos que necessitam dessa variável segregada entre Brasil e Exterior, estes foram os valores utilizados neste documento.

Para análises que demandam detalhamento por grupo de atuação no negócio Brasil, todavia, não temos ferramentas suficientes para calcular valores exatos. Nesses casos, julgamos como melhor *proxy* a variação trimestral do saldo de Outras Provisões Técnicas no balanço da Companhia. Este é o caso das análises para o segmento Rural, por exemplo. A partir da variação dos saldos de balanço, estimamos que tenha ocorrido uma reversão de R\$ 47 milhões no 3T19.

Rural - Saldo de Outras Provisões Técnicas (R\$ milhões)		
	2T19	3T19
Outras Provisões Técnicas	80	33
(Constituição) / Reversão no trimestre		47

Fonte: Nota explicativa “19. Provisões técnicas”.

⁵⁸ Quanto à variação das provisões técnicas de comissão, não a utilizamos em momento algum no documento.

11.3 Diferenças na receita de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL

Na seção “4.3 Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL”, explicamos que o IRB passou a constituir Expectativa de Salvados e Ressarcimentos como um ajuste redutor da Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL). Isso contribuiu de forma substancial para os seus resultados do ano de 2019. O IRB não constituía essa expectativa até o final de 2018, mas passou a fazê-lo a partir de fevereiro de 2019. Seu saldo foi aumentado gradativamente e, ao final do 3T19, representava expressivos 30% da PSL retida da Companhia. Encontramos menção a essa constituição, de montante muito relevante para o resultado corrente e para as provisões, apenas através da base de dados da SUSEP.

No entanto, nas informações disponibilizadas pela SUSEP, encontramos diferenças nos números reportados pela Companhia sobre a expectativa de salvados e ressarcidos da PSL (“Ajuste de S&R redutor da PSL”). Esses ajustes acabam por alterar a DRE e os saldos de balanço da Companhia, marcadamente nos resultados por linha de negócio.

Primeiramente, nas demonstrações de resultado divulgadas pela SUSEP, através do Quadro 23, há duas rubricas dedicadas à variação da Estimativa de Salvados e Ressarcidos da PSL⁵⁹. Uma faz parte das despesas de sinistro e a outra do resultado com retrocessão. Na DRE do IRB disponível na base da SUSEP, esses valores se encontram zerados no ano de 2019.

Sinistros Ocorridos e Resultado com Retrocessão (formato SUSEP) (R\$ milhões)	9M19
SINISTROS OCORRIDOS	(3.446)
(-) Sinistros	(3.939)
(-) Despesas	1
(+) Salvados	11
(+) Ressarcimentos	363
(+/-) Variação da IBNR	65
(+/-) Variação da IBNER	49
(+/-) Variação da Estimativa de Salvados e Ressarcidos - PSL	-
(+/-) Variação de Despesas Relacionadas do IBNR	5
RESULTADO COM RETROCESSÃO	(365)
(+) Indenização de Sinistros - Recuperação	1.190
(+) Despesas com Sinistros - Recuperação	4
(-) Salvados e Ressarcidos	(320)
(+/-) Variação da Provisão de IBNR	166
(+/-) Variação da Provisão de IBNER	(15)
(+/-) Variação da Estimativa de Salvados e Ressarcidos - PSL	-
(+/-) Variação de Despesas Relacionadas do IBNR	(2)
(+) Receita com Participação em Lucros	78
(-) Prêmios de Retrocessão - Cessão	(1.521)
(+/-) Variação das Despesas de Retrocessão - Provisões	44
(+/-) Outros Resultados	12

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Apesar disso, no fechamento de setembro de 2019, o Quadro 330, reportado pela Companhia para a SUSEP, mostrava um saldo de R\$ 790 milhões de Ajuste de S&R redutor da PSL bruto de retrocessão e de R\$ 605 milhões líquido de retrocessão. Como anteriormente mencionado, esse saldo foi todo reconhecido no ano de 2019, pois o IRB não constituía a expectativa de S&R da PSL até o final de 2018.

Nos dados da SUSEP, é possível observar a contabilização mensal do “Ajuste de salvados e ressarcidos da PSL” na composição das despesas de sinistros (fluxo), através do Quadro 329, e nos saldos presentes no balanço (estoque), através do Quadro 330. **Contudo, ao fazermos uma reconciliação entre as informações de fluxo e**

⁵⁹ Campos (CMPID) 12687 e 12690, cujas descrições são “(+/-) Variação da Estimativa de Salvados e Ressarcidos – PSL”, no Quadro 23 do Manual FIPSUSEP de maio de 2019.

estoque, percebemos uma diferença. No mês de abril, os dados de balanço indicam uma constituição substancialmente superior do que o reportado nas receitas de Expectativa de S&R da PSL.

Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida (R\$ milhões)	jan/19	fev/19	mar/19	abr/19	mai/19	jun/19	jul/19	ago/19	set/19	Acumulado 9M19
Saldo de Ajuste de S&R da PSL (Quadro 330)	-	26	139	367	352	466	470	476	605	
Varição do saldo de Ajuste de S&R da PSL	-	26	113	228	(15)	114	4	6	129	605

Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida (R\$ milhões)	jan/19	fev/19	mar/19	abr/19	mai/19	jun/19	jul/19	ago/19	set/19	Acumulado 9M19
Varição do saldo de Ajuste de S&R da PSL (Quadro 330)	-	26	113	228	(15)	114	4	6	129	605
Receita de Ajuste de S&R (Quadro 329)	-	27	113	67	(15)	103	5	3	129	431
Diferença	-	(1)	0	161	1	11	(1)	3	0	174

Fonte: Quadros 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) e 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Para os demais meses, a variação no saldo de balanço é bastante próxima à receita reportada, o que era de se esperar. Pequenas diferenças podem ser explicadas por receitas e despesas financeiras, como aquelas advindas de variações cambiais.

Pela diferença apontada na tabela anterior e pelas questões que apontamos no item 11.4, sempre que consideramos a expectativa de salvados e ressarcidos da PSL em nossa análise, utilizamos os dados de saldo nos balanços. Assim, para o cálculo das receitas advindas do reconhecimento do Ajuste de S&R da PSL, utilizamos a variação dos saldos de balanço no período. Adicionalmente, constatamos que os saldos da PSL presentes no Quadro 330 disponibilizado pela SUSEP são coerentes com os saldos de PSL das demonstrações financeiras do IRB.

11.4 Diferenças na alocação das receitas e despesas de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL por linha de negócio

Em continuação ao exposto na seção anterior, existem diferenças de alocação da receita de expectativa de salvados e ressarcidos da PSL entre linhas de negócio. No mês de junho, enquanto a receita de Ajuste de S&R da PSL, reportada através do Quadro 329, aponta para uma elevada constituição no segmento Aeronáuticos, a movimentação de balanço indica que ela foi concentrada no segmento Patrimonial. Também nesse mês, houve uma movimentação incoerente no segmento Aceitação no Exterior. A tabela a seguir elucida essa dinâmica:

Jun/19 - Movimentação na Expectativa de Salvados e Ressarcidos (R\$ milhões)	Varição do saldo (Quadro 330)	Receita (despesa) (Quadro 329)	Diferença
Aeronáuticos	-	386	(386)
Patrimonial	410	(92)	502
Exterior	(300)	(195)	(105)
Demais grupos de ramos	4	4	(0)
Total	114	103	11

Fonte: Quadros 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) e 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo.

Ao nos depararmos com essa diferença, buscamos conciliar esses dados com a informação contábil da Companhia por segmento. Confirmamos, através do Quadro 330 da base SES, que o saldo da PSL retida por segmento é idêntico ao contábil e, por isso, julgamos ser a informação de saldo no balanço a mais apurada. Por essa razão, conforme já mencionado, foi o número que usamos como estimativa na seção “4.3 Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL”.

11.5 Diferenças nas despesas de sinistro e saldos de balanço por linha de negócio

No terceiro trimestre de 2019, constatamos uma nova questão envolvendo a alocação das receitas e despesas da expectativa de salvados e ressarcidos da PSL. É provável que isso tenha gerado equívocos na interpretação dos resultados da Companhia pelos analistas de mercado.

Em nossos estudos, sempre que a informação se encontra disponível nas notas explicativas da Companhia ou na base de dados da SUSEP, buscamos decompor por segmento as rubricas da DRE e do balanço. No 3T19, identificamos uma diferença entre os “Sinistros Diretos” reconhecidos na DRE contábil e os saldos reconhecido na PSL do balanço patrimonial da Companhia, relacionada aos segmentos Patrimonial e Exterior.

Na ausência de variações cambiais relevantes, caso não fosse registrada despesa de sinistro direto na DRE da Companhia, seria esperado que o saldo da Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL) se reduzisse em razão da ocorrência de pagamentos de sinistros. Em um exemplo hipotético, um segmento que tivesse 100 de PSL no início do trimestre, 10 de despesas com novos sinistros ou reavaliações e 20 de pagamentos de sinistros, teria saldo final de 90.

No 3T19, observamos uma reversão de sinistros diretos no valor de R\$ 109 milhões no segmento Patrimonial. Naturalmente, pela lógica exposta acima, essa reversão teria como consequência esperada uma redução ainda maior no saldo de PSL. Entretanto, ao examinarmos o balanço da Companhia, notamos que houve um incremento de R\$ 278 milhões no saldo da PSL. Os números mencionados neste parágrafo são brutos de retrocessão.

Patrimonial - Bruto de retrocessão (R\$ milhões)	2T19	3T19
Saldo da PSL	810	1.088
Varição do saldo da PSL		278
Redução/(Aumento) no saldo da PSL		(278)
Receita/(Despesa) de Sinistros Diretos		109
Diferença		387

Fonte: Notas explicativas “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados” e “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”.

Pelos números da tabela acima, estaria implícito que a Companhia teve entrada relevante de caixa, no valor de R\$ 387 milhões, proveniente de “pagamentos de sinistros”.

Atribuímos a diferença apontada acima a movimentações da “Expectativa de salvados e ressarcimentos da PSL”. Esse componente é reconhecido como redutor da PSL, mas não há qualquer menção sobre os montantes contabilizados nas demonstrações financeiras da Companhia. Ao observarmos seu comportamento no 3T19, de acordo com a base de dados SES da SUSEP, notamos uma questão que acreditamos estar relacionada às diferenças apontadas na tabela anterior.

A tabela a seguir mostra que, no 3T19, a Companhia realocou a parcela mais relevante de seu saldo de expectativa e ressarcimento da PSL do segmento Patrimonial para o de Aceitação no Exterior sem contabilizar tal realocação nas suas despesas de sinistro por segmento. Essa realocação deveria ter gerado uma despesa expressiva no segmento Exterior e uma receita de mesmo montante na modalidade Patrimonial, e por consequência, no segmento de negócio Brasil.

Saldo da Expectativa de Salvados e Ressarcimentos (R\$ milhões)	jun/19	jul/19	ago/19
Patrimonial	447	330	17
Varição no mês		(117)	(313)
Exterior	9	133	414
Varição no mês		124	281

Receita/(Despesa) da Expectativa de Salvados e Ressarcimentos (R\$ milhões)	jun/19	jul/19	ago/19
Patrimonial		(0)	3
Exterior		0	(0)

Fonte: Quadros 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) e 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

Em nosso entendimento, essa questão pode acarretar, por parte dos analistas, uma visão equivocada sobre as demonstrações financeiras da Companhia, sobretudo com relação à nota explicativa “3.1 Demonstrações de resultados – Visão por segmento de negócio”. Na teleconferência de resultados do 3T19, por exemplo, o analista do Credit Suisse comentou sobre a melhora de sinistralidade dos riscos internacionais, a qual teria sido mais pronunciada caso a realocação do saldo de ajuste redutor de salvados e ressarcidos tivesse transitado na DRE.

Credit Suisse:

“Chamou um pouco a atenção nesse trimestre a composição do sinistro, né. O local teve uma piora bem significativa, tanto no ano contra ano quanto no tri a tri, e o internacional um pouco do contrário né, o loss ratio veio muito melhor na comparação tanto anual quanto trimestral.”

Fonte: Teleconferência de resultados do terceiro trimestre de 2019.

Além disso, o analista do JP Morgan, em sua pergunta, atribuiu a variação de saldos de PSL nos segmentos Patrimonial e Exterior a pré-pagamentos de sinistros.

JP Morgan:

“Outra coisa que chama a atenção também é o sinistro a liquidar, a linha patrimonial subiu R\$ 300 milhões, de R\$ 600 milhões para R\$ 900 milhões e pouco, e o sinistros a liquidar no exterior, parece que foi a grande linha que vocês pré-pagaram, que veio de R\$ 1,25 bilhão para R\$ 900 milhões, acho que foi isso que gerou o resultado.”

Fonte: Teleconferência de resultados do terceiro trimestre de 2019.

Nos parece que a dúvida levantada pelo analista do JP Morgan está intimamente ligada à realocação do saldo de ajuste redutor da PSL do segmento Patrimonial para o Exterior sem que a mesma tivesse transitado na DRE da Companhia.

Apêndice A – Demonstrações e memórias de cálculo

Contextualização: características diferentes das observadas no setor

Em relação ao gráfico “Prêmios Retidos e *float*”, existem algumas metodologias diversas para cálculo do *float*. Com o intuito da simplificação e da facilidade de reconciliação, adotamos como critério a totalidade das aplicações financeiras da Companhia, deduzida do seu capital próprio (“Patrimônio Líquido Ajustado”), calculado conforme padrão exposto nas tabelas abaixo. Segue memória de cálculo:

Aplicações Financeiras provenientes do negócio de seguro (Float) (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Aplicações (a)	6.189	5.814	5.842	6.005	4.961
Aplicações Financeiras	6.171	5.597	5.816	5.962	4.903
Caixa e Equivalentes de Caixa	18	218	26	43	58
Patrimônio Líquido Ajustado (b)	2.358	2.553	2.721	3.061	3.310
Patrimônio Líquido	3.175	3.328	3.581	4.001	4.262
(-) Investimentos	(274)	(385)	(477)	(573)	(771)
(-) Imobilizado	(36)	(47)	(77)	(74)	(84)
(-) Intangível	(63)	(62)	(54)	(43)	(40)
(-) Crédito Tributário	(481)	(352)	(336)	(386)	(258)
(+) Dividendos a pagar	37	70	85	136	201
Float vindo de Provisões (c) = (a)-(b)	3.831	3.261	3.120	2.944	1.651

Fonte: Notas Explicativas “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Ativo” “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Passivo” e “16. Obrigações a pagar”.

Prêmio emitido retido (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Prêmio emitido bruto de retrocessão	4.336	4.929	5.783	6.961	8.097
(-) Prêmio cedido em retrocessão	(1.346)	(1.386)	(1.732)	(1.869)	(2.215)
Prêmio emitido retido	2.990	3.543	4.051	5.092	5.882

Fonte: Notas Explicativas “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Prêmio emitido retido e Float (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Float vindo de Provisões	3.831	3.261	3.120	2.944	1.651
Prêmio emitido retido	2.990	3.543	4.051	5.092	5.882
Float / Prêmio emitido retido	128%	92%	77%	58%	28%

Fonte: Notas Explicativas “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Ativo” “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Passivo”, “16. Obrigações a pagar” e “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

A respeito do gráfico “Provisões de Sinistro (% dos Prêmios Ganhos)”, apresentamos a seguir as memórias de cálculo para os saldos da PSL retida e da IBNR retida, bem como para a evolução dos prêmios ganhos retidos do IRB. Apesar de não estar presente neste documento, na Carta aos Cotistas exibimos também o gráfico contendo essa mesma relação para o conjunto das outras 15 resseguradoras locais. Por esse motivo, sua demonstração também consta na sequência.

1) IRB:

Saldo de Provisões de Sinistros retidas (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
PSL					
Saldo da PSL (bruta de retrocessão)	5.923	4.983	4.373	4.223	3.660
(-) Ativo de retrocessão PSL	(2.987)	(2.323)	(1.913)	(1.707)	(2.217)
Saldo da PSL retida	2.936	2.660	2.459	2.515	1.443
IBNR					
Saldo da IBNR (bruta de retrocessão)	1.310	1.577	1.687	1.999	1.985
(-) Ativo de retrocessão IBNR	(531)	(725)	(539)	(410)	(594)
Saldo da IBNR retida	779	852	1.148	1.589	1.391
Saldo da PSL + IBNR retidas	3.715	3.513	3.607	4.105	2.834

Fonte: Notas explicativas “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados” e “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)”.

Prêmio Ganho retido L12M (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Prêmio Emitido	4.336	4.929	5.783	6.961	8.097
(-) Prêmio retrocedido	(1.346)	(1.386)	(1.732)	(1.869)	(2.215)
Prêmio Retido	2.990	3.543	4.051	5.092	5.882
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmio	(30)	(29)	(240)	(230)	(588)
(+/-) Outras provisões técnicas	14	(43)	(83)	(93)	18
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmio cedido	(52)	30	178	27	149
Prêmio Ganho retido	2.922	3.502	3.906	4.796	5.461

Fonte: Notas Explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Provisões de Sinistros e Prêmio Ganho (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Saldo da PSL + IBNR retidas	3.715	3.513	3.607	4.105	2.834
Prêmio Ganho retido	2.922	3.502	3.906	4.796	5.461
Provisões de Sinistros retidas / Prêmio Ganho retido	127%	100%	92%	86%	52%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”, “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)”, “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

2) Demais Resseguradoras Locais:

Saldo de Provisões de Sinistros retidas (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
PSL					
Saldo da PSL (bruta de retrocessão)	3.932	3.481	3.858	4.217	3.814
(-) Ativo de retrocessão PSL	(2.841)	(2.295)	(2.487)	(2.910)	(2.418)
Saldo da PSL retida	1.090	1.187	1.371	1.307	1.395
IBNR					
Saldo da IBNR (bruta de retrocessão)	1.619	2.001	1.927	2.361	2.465
(-) Ativo de retrocessão IBNR	(712)	(950)	(956)	(1.151)	(1.201)
Saldo da IBNR retida	907	1.051	972	1.211	1.264
Saldo da PSL + IBNR retidas	1.997	2.238	2.342	2.518	2.660

Fonte: Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Prêmio Ganho retido L12M (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Prêmio Emitido	4.344	4.135	4.722	4.904	4.912
(-) Prêmio retrocedido	(2.123)	(2.100)	(2.223)	(2.529)	(2.434)
Prêmio Retido	2.220	2.035	2.499	2.375	2.479
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmio	(521)	(204)	(417)	(269)	(93)
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmio cedido	385	125	204	205	(83)
Prêmio Ganho retido	2.083	1.957	2.286	2.311	2.303

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: A DRE divulgada pela SUSEP no Quadro 23 informa a variação das provisões técnicas de prêmios e comissões de forma consolidada. Por esse motivo, tanto para a variação das provisões técnicas de prêmios quanto para a variação das provisões técnicas de prêmios cedidos, adotamos a metodologia de alocá-las respeitando a proporção entre prêmios e comissões observada na DRE.

Provisões de Sinistros e Prêmio Ganho (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Saldo da PSL + IBNR retidas	1.997	2.238	2.342	2.518	2.660
Prêmio Ganho retido	2.083	1.957	2.286	2.311	2.303
Provisões de Sinistros retidas / Prêmio Ganho retido	96%	114%	102%	109%	115%

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) e Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

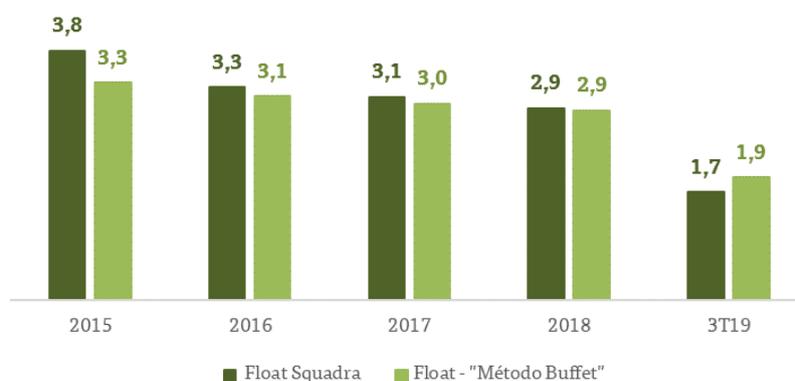
Remetendo ao primeiro parágrafo deste apêndice, no qual citamos que existem diversas metodologias possíveis para calcular o *float* de uma empresa de (res)seguros, destacamos a seguir uma opção alternativa a que utilizamos. Esse método, que foi descrito por Warren Buffett na sua carta a seus acionistas de 2002, parte das

provisões técnicas e deduz alguns ativos inerentes ao negócio para determinar o *float*. Denominamos essa metodologia como “Método Buffett”, e exibimos a seguir o resultado da sua aplicação sobre o balanço do IRB. Apesar de existirem pequenas diferenças para os resultados obtidos pelo método que empregamos, fica evidente que a trajetória observada é muito semelhante.

Float - "Método Buffett" (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
(+) PSL e IBNR Retidas	3.715	3.513	3.607	4.105	2.834
(+) Outras Provisões	68	100	177	278	248
(+) Depósitos de Terceiros	46	60	167	427	177
(+) PPNG Retida líquida de comissão	1.122	1.029	1.107	1.348	2.112
(-) Créditos junto a (Res)seguradoras Líquidos de Débitos	(1.187)	(1.224)	(1.732)	(2.898)	(3.267)
(-) Custo de Aquisição Diferido	53	(4)	21	36	36
(-) Créditos Tributários	(481)	(352)	(336)	(386)	(258)
Float - "Método Buffett"	3.336	3.123	3.012	2.910	1.882

Fonte: Notas Explicativas “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Ativo” “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Passivo” e “16. Obrigações a pagar”.

Float - Método Squadra e "Método Buffett" (R\$ bilhões)



Fonte: Notas Explicativas “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Ativo” “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Passivo” e “16. Obrigações a pagar”.

1 Recuperação de sinistros reportada pelas seguradoras brasileiras

1.1 Sinistralidade do IRB no Brasil e no exterior

Em referência à figura descrevendo a composição da sinistralidade do IRB em 2018, segue a memória de cálculo para cada uma das óticas apresentadas:

Brasil - Sinistralidade bruta de retrocessão (R\$ milhões)	2018
Brasil - Prêmio emitido	4.217
(+/-) Brasil - Variação das provisões técnicas	(260)
Brasil - Prêmio ganho bruto de retrocessão	3.957
Brasil - Sinistros ocorridos	(833)
Brasil - Sinistralidade bruta de retrocessão (%)	21%

Fonte: Notas explicativas “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação” e “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação”. Obs.: Variação das provisões técnicas inclui as linhas “Variação das provisões técnicas – Prêmio” e “Outras provisões técnicas”.

Exterior - Sinistralidade bruta de retrocessão (R\$ milhões)	2018
Exterior - Prêmio emitido	2.744
(+/-) Exterior - Variação das provisões técnicas	(64)
Exterior - Prêmio ganho bruto de retrocessão	2.681
Exterior - Sinistros ocorridos	(1.988)
Exterior - Sinistralidade bruta de retrocessão (%)	74%

Fonte: Notas explicativas “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação” e “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação”. Obs.: Variação das provisões técnicas inclui as linhas “Variação das provisões técnicas – Prêmio” e “Outras provisões técnicas”.

Sinistralidade bruta de retrocessão (R\$ milhões)	2018
Prêmio emitido - contábil	6.961
(+/-) Variação das provisões técnicas - contábil	(324)
Prêmio ganho bruto de retrocessão - contábil	6.638
Sinistros ocorridos - contábil	(2.821)
Sinistralidade bruta de retrocessão (%)	42%

Fonte: Notas explicativas “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação” e “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação”. Obs.: Variação das provisões técnicas inclui as linhas “Variação das provisões técnicas – Prêmio” e “Outras provisões técnicas”.

Sinistralidade retida contábil (R\$ milhões)	2018
Prêmio emitido - contábil	6.961
(-) Prêmio cedido em retrocessão - contábil	(1.869)
(+/-) Variação das provisões técnicas retidas - contábil	(297)
Prêmio ganho retido - contábil	4.796
Sinistros retidos - contábil	(2.559)
Sinistralidade retida contábil (%)	53%

Fonte: Notas explicativas “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação”, “25.4.1 Receitas com retrocessões” e “25.4.2 Despesas com retrocessões”. Obs.: Variação das provisões técnicas retidas inclui as linhas “Variação das provisões técnicas – Prêmio”, “Outras provisões técnicas” e “Variação das provisões técnicas – Prêmio cedido”.

Sinistralidade gerencial (R\$ milhões)	2018
Prêmio emitido - gerencial	6.964
(-) Prêmio cedido em retrocessão - gerencial	(1.870)
(+/-) Variação das provisões técnicas retidas - gerencial	(297)
Prêmio ganho retido - gerencial	4.797
Sinistros retidos - gerencial	(2.683)
Sinistralidade gerencial (%)	56%

Fonte: Nota explicativa “3. Informações por segmento de negócios”.

A respeito do gráfico que demonstra a evolução da sinistralidade bruta de retrocessão, decompondo entre Brasil e Exterior, a memória de cálculo é apresentada a seguir:

Brasil - Sinistralidade bruta de retrocessão (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Prêmio emitido	3.710	4.217	3.644	11.572
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmios	(81)	(166)	(462)	(709)
(+/-) Variação de outras provisões técnicas	(64)	(94)	46	(112)
Prêmio ganho bruto de retrocessão	3.566	3.957	3.228	10.751
Sinistros ocorridos	(1.340)	(833)	(1.581)	(3.754)
Sinistralidade bruta de retrocessão (%)	38%	21%	49%	35%

Exterior - Sinistralidade bruta de retrocessão (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Prêmio emitido	2.073	2.744	2.771	7.588
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmios	(159)	(64)	(381)	(605)
(+/-) Variação de outras provisões técnicas	(19)	1	(24)	(42)
Prêmio ganho bruto de retrocessão	1.895	2.681	2.366	6.941
Sinistros ocorridos	(1.144)	(1.988)	(1.864)	(4.996)
Sinistralidade bruta de retrocessão (%)	60%	74%	79%	72%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação” e “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação”. Obs.: Para o 3T19, em virtude das diferenças encontradas entre as notas explicativas 3.3 e 25.1, calculamos a variação de outras provisões técnicas de acordo com o explicado na seção “11.2 Diferenças entre as variações das provisões técnicas nas notas explicativas do 3T19”.

1.2 Demonstrações contábeis das seguradoras brasileiras

Nessa seção, apresentamos uma tabela contendo um rearranjo da rubrica “Resultado com Resseguro” da DRE das seguradoras, de forma a torná-la mais intuitiva. A seguir, reexibimos essa tabela e demonstramos a reconciliação com a rubrica “Resultado com Resseguro” no formato exato em que é disponibilizada pelo regulador nas demonstrações contábeis.

Seguradoras Locais - Resultado com Resseguro (formato Squadra) (R\$ bilhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Prêmios emitidos cedidos (a)	(11,1)	(12,0)	(10,3)	(33,4)
(+) Comissão de resseguro (b)	2,0	2,1	1,9	5,9
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(9,1)	(9,9)	(8,4)	(27,4)
(+/-) Variação das provisões técnicas (c)	0,4	0,7	1,0	2,0
Prêmios ganhos cedidos líquidos de comissão	(8,7)	(9,3)	(7,4)	(25,4)
(+) Recuperação de sinistros (d)	5,7	6,4	6,7	18,7
Total	(3,1)	(2,9)	(0,7)	(6,7)

Seguradoras Locais - Resultado com Resseguro (formato SUSEP) (R\$ bilhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
(+) RESULTADO COM RESSEGURO	(3,2)	(3,0)	(0,6)	(6,7)
(+) Indenização de Sinistros - Recuperação (d)	5,7	6,6	6,7	19,0
(+) Despesas com Sinistros - Recuperação (d)	0,2	0,3	0,3	0,8
(+) Indenização de Benefícios - Recuperação (d)	0,0	-	0,0	0,0
(+) Despesas com Benefícios - Recuperação (d)	-	-	-	-
(+/-) Variação da Provisão de Sinistros IBNR (d)	(0,1)	0,0	0,1	(0,0)
(+/-) Variação da Provisão de Sinistros IBNER (d)	0,2	(0,2)	0,2	0,1
(+) Variação da Estimativa de Salvados e Ressarcidos - PSL (d)	0,0	(0,0)	0,0	(0,0)
(+) Variação de Despesas Relacionadas do IBNR (d)	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Receita com Participação em Lucros	0,1	0,1	0,1	0,3
(-) Prêmios de Resseguro - Cessão	(9,1)	(9,9)	(8,4)	(27,4)
(-) Prêmios Cedidos em Resseguro Brutos (a)	(11,1)	(12,0)	(10,3)	(33,4)
(+) Comissões (b)	2,0	2,1	1,9	5,9
(+/-) Variação das Despesas de Resseguro - Provisões (c)	0,4	0,7	1,0	2,0
(-) Salvados e Ressarcidos (d)	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(1,3)
(+/-) Outros Resultados	(0,2)	(0,2)	0,1	(0,4)

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: Não consideramos as linhas de “Receita com Participação em Lucros” e “Outros Resultados” pois não se enquadram em nenhuma das rubricas que compõem a DRE rearranjada que criamos.

Em relação à tabela apresentando a sinistralidade estimada do prêmio ressegurado, faz-se necessário primeiro demonstrar a metodologia empregada para a estimativa da variação das provisões técnicas de prêmios. Nas suas demonstrações contábeis enviadas à SUSEP, as seguradoras reportam uma variação das provisões técnicas que inclui tanto um componente relacionado a prêmios quanto um relacionado a comissões. Nesse exercício, estamos buscando analisar os prêmios sob uma ótica bruta de comissão, portanto é preciso decompor a variação das provisões técnicas entre seus dois componentes. Para isso, assumimos que a composição da variação

das provisões técnicas segue a mesma proporção do prêmio emitido cedido líquido de comissão, conforme exposto na tabela a seguir:

Distribuição da variação das provisões técnicas (R\$ bilhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(9,1)	(9,9)	(8,4)	(27,4)
Variação das provisões técnicas	0,4	0,7	1,0	2,0
Variação das provisões técnicas (% Prêmio emitido cedido líquido de comissão) (a)	-4,1%	-6,7%	-11,8%	-7,4%
Prêmios emitidos cedidos (b)	(11,1)	(12,0)	(10,3)	(33,4)
Comissão de resseguro (c)	2,0	2,1	1,9	5,9
Variação das provisões técnicas - prêmios - estimada (d) = (a) * (b)	0,5	0,8	1,2	2,5
Variação das provisões técnicas - comissão - estimada (e) = (a) * (c)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,4)

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Uma vez calculada a variação das provisões técnicas de prêmios estimada, torna-se possível prosseguir com o exercício da estimativa da sinistralidade do prêmio ressegurado, apresentado na tabela a seguir:

Seguradoras Locais - Sinistralidade estimada do prêmio ressegurado (%)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Prêmios emitidos cedidos	(11,1)	(12,0)	(10,3)	(33,4)
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmios - estimada	0,5	0,8	1,2	2,5
Prêmios ganhos cedidos brutos de comissão - estimados	(10,6)	(11,2)	(9,1)	(30,9)
Recuperação de sinistros	5,7	6,4	6,7	18,7
Sinistralidade - estimada	53%	57%	74%	61%

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

1.4 Mesma comparação para as Demais Resseguradoras Locais

Nesta seção, apresentamos um gráfico demonstrando que a despesa de resseguro por sinistros avisados do conjunto das demais resseguradoras locais foi bastante próxima ao montante que as seguradoras brasileiras reportaram ao regulador que esperavam recuperar junto a ele. A seguir, exibimos a composição de ambas as quantias, por empresa.

Seguradoras - Recuperação de sinistros por contraparte (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
AIG	47	150	39	236
Allianz	146	288	265	699
Austral	192	298	331	822
Axa	147	232	106	486
BTG	19	1	13	33
Chubb	51	42	50	143
Junto	50	25	35	111
Mapfre	242	162	149	552
Markel	11	68	76	154
Munich	251	456	420	1.128
SCOR	87	165	122	375
Swiss	140	166	143	449
Terra Brasis	42	46	78	166
XL	23	40	17	80
Zurich	408	415	270	1.094
Total	1.858	2.554	2.116	6.528

Fonte: Quadro 51 (tabela Ses_Cessoes_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Resseguradoras - Despesa de resseguro por sinistros avisados (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
AIG	54	214	(107)	162
Allianz	205	251	284	740
Austral	252	258	398	908
Axa	124	245	92	461
BTG	20	1	16	37
Chubb	96	36	157	289
Junto	56	33	38	127
Mapfre	117	175	151	443
Markel	15	46	84	145
Munich	371	498	429	1.298
SCOR	100	102	149	351
Swiss	221	173	127	520
Terra Brasis	37	60	62	159
XL	28	37	16	81
Zurich	416	449	279	1.144
Total	2.112	2.578	2.174	6.863

Fonte: Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

1.5 Considerações sobre a recuperação de sinistros por contraparte reportada pelas seguradoras

Em relação à tabela contendo a composição da recuperação de sinistros, apresentamos a memória de cálculo a seguir. As linhas que integram ambos os componentes da recuperação de sinistros estão denominadas no formato em que são apresentadas nas demonstrações contábeis disponibilizadas pelo regulador.

Seguradoras Locais - Composição da Recuperação de Sinistros (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Sinistros avisados (a)	5,9	6,9	7,0	19,8
Indenização de Sinistros - Recuperação	5,7	6,6	6,7	19,0
Despesas com Sinistros - Recuperação	0,2	0,3	0,3	0,8
Demais componentes dos sinistros (b)	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(1,1)
Indenização de Benefícios - Recuperação	0,0	-	0,0	0,0
Despesas com Benefícios - Recuperação	-	-	-	-
Variação da Provisão de Sinistros IBNR	(0,1)	0,0	0,1	(0,0)
Variação da Provisão de Sinistros IBNER	0,2	(0,2)	0,2	0,1
Variação da Estimativa de Salvados e Ressarcidos - PSL	0,0	(0,0)	0,0	(0,0)
Variação de Despesas Relacionadas do IBNR	0,0	0,0	0,0	0,0
Salvados e Ressarcidos	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(1,3)
Recuperação de Sinistros (c) = (a) + (b)	5,7	6,4	6,7	18,7
Relevância dos sinistros avisados (%)	104%	108%	105%	106%

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

1.6 Participação de mercado do IRB em prêmios e em sinistros

No final da seção, comentamos que a sinistralidade acumulada em um período longo (oito anos entre o início de 2012 e setembro de 2019) do prêmio ressegurado pelas seguradoras cedentes foi de 65%. A memória de cálculo relacionada a essa sinistralidade está exposta a seguir, sendo a metodologia empregada idêntica à do item 1.2 Demonstrações contábeis das seguradoras brasileiras.

Seguradoras Locais - Resultado com Resseguro (R\$ bilhões)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2012
Prêmios emitidos cedidos	(6,5)	(8,3)	(9,0)	(10,0)	(10,2)	(11,1)	(12,0)	(10,3)	(77,3)
(+) Comissão de resseguro	0,9	1,3	1,3	1,5	1,6	2,0	2,1	1,9	12,5
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(5,5)	(7,0)	(7,7)	(8,5)	(8,6)	(9,1)	(9,9)	(8,4)	(64,8)
(+/-) Variação das provisões técnicas	0,4	0,7	0,5	0,7	0,2	0,4	0,7	1,0	4,6
Prêmios ganhos cedidos líquidos de comissão	(5,1)	(6,2)	(7,2)	(7,8)	(8,5)	(8,7)	(9,3)	(7,4)	(60,3)
(+) Recuperação de sinistros	4,9	4,6	5,5	8,1	4,9	5,7	6,4	6,7	46,7
Total	(0,2)	(1,7)	(1,7)	0,2	(3,5)	(3,1)	(2,9)	(0,7)	(13,6)

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Distribuição da variação das provisões técnicas (R\$ bilhões)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2012
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(5,5)	(7,0)	(7,7)	(8,5)	(8,6)	(9,1)	(9,9)	(8,4)	(64,8)
Variação das provisões técnicas	0,4	0,7	0,5	0,7	0,2	0,4	0,7	1,0	4,6
Variação das provisões técnicas (% Prêmio emitido cedido líquido de comissão) (a)	-8,1%	-10,5%	-6,7%	-7,8%	-1,9%	-4,1%	-6,7%	-11,8%	-7,0%
Prêmios emitidos cedidos (b)	(6,5)	(8,3)	(9,0)	(10,0)	(10,2)	(11,1)	(12,0)	(10,3)	(77,3)
Comissão de resseguro (c)	0,9	1,3	1,3	1,5	1,6	2,0	2,1	1,9	12,5
Variação das provisões técnicas - prêmios - estimada (d) = (a) * (b)	0,5	0,9	0,6	0,8	0,2	0,5	0,8	1,2	5,4
Variação das provisões técnicas - comissão - estimada (e) = (a) * (c)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,9)

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Seguradoras Locais - Sinistralidade estimada do prêmio ressegurado (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2012
Prêmios emitidos cedidos	(6,5)	(8,3)	(9,0)	(10,0)	(10,2)	(11,1)	(12,0)	(10,3)	(77,3)
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmios - estimada	0,5	0,9	0,6	0,8	0,2	0,5	0,8	1,2	5,4
Prêmios ganhos cedidos brutos de comissão - estimados	(5,9)	(7,4)	(8,4)	(9,2)	(10,0)	(10,6)	(11,2)	(9,1)	(71,8)
Recuperação de sinistros	4,9	4,6	5,5	8,1	4,9	5,7	6,4	6,7	46,7
Sinistralidade - estimada	82%	62%	65%	88%	49%	53%	57%	74%	65%

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

2 Negócios no exterior e na América do Sul

2.1 Prêmios no exterior e na América Latina

Em referência ao gráfico contendo a evolução da composição dos prêmios ganhos retidos da Companhia, exibimos na sequência a memória de cálculo.

Prêmios Ganhos Retidos (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	9M19
Brasil					
Prêmios Emitidos Brutos	3.291	3.733	3.710	4.217	3.644
(-) Prêmios Cedidos em Retrocessão	(1.258)	(1.283)	(1.583)	(1.684)	(1.391)
(+/-) Var. das Provisões Técnicas - Prêmios Emitidos	147	21	(81)	(166)	(462)
(+/-) Var. das Provisões Técnicas - Prêmios Cedidos	(58)	11	166	2	53
(+/-) Outras Provisões Técnicas	14	(32)	(64)	(94)	46
Prêmios Ganhos Retidos	2.136	2.451	2.148	2.275	1.891
Exterior					
Prêmios Emitidos Brutos	1.045	1.196	2.073	2.744	2.771
(-) Prêmios Cedidos em Retrocessão	(88)	(103)	(149)	(185)	(221)
(+/-) Var. das Provisões Técnicas - Prêmios Emitidos	(178)	(50)	(159)	(64)	(381)
(+/-) Var. das Provisões Técnicas - Prêmios Cedidos	6	19	13	25	(3)
(+/-) Outras Provisões Técnicas	(0)	(11)	(19)	1	(24)
Prêmios Ganhos Retidos	786	1.051	1.758	2.521	2.142
Prêmios Ganhos Retidos - Total	2.922	3.502	3.906	4.796	4.033
Brasil (% Total)	73%	70%	55%	47%	47%
Exterior (% Total)	27%	30%	45%	53%	53%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão” e Quadro 327 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: A partir do 2T19, a Companhia deixou de divulgar os componentes do seu resultado com retrocessão por segmento de atuação. Por esse motivo, passamos a utilizar a variação das provisões técnicas de prêmios cedidos oriunda do Quadro 327 da base da SUSEP. Como esse Quadro informa a variação das provisões técnicas de prêmios cedidos e comissões recebidas de forma consolidada, adotamos a metodologia de alocá-los respeitando a proporção entre prêmios e comissões da Companhia.

Em relação à tabela contendo a informação do volume de prêmios cedidos em resseguro por país da América Latina, segue a memória de cálculo de cada um deles. Nos países onde o regulador divulga as informações em moeda local, utilizamos a média da cotação diária ao longo do ano para converter os valores para dólares americanos.

Chile - Prêmio de seguros do Programa SIS (USD milhões)	2018
"Prima Directa"	1.041

Fonte: Tabela “USD_Prima_Directa_Vida” do informe estatístico trimestral sobre o mercado segurador no site da *Comisión para el Mercado Financiero*⁶⁰.

Peru - Prêmio cedido em resseguro	2018
"Primas Cedidas Netas" (PEN milhões)	3.070
USD/PEN médio	3,3
"Primas Cedidas Netas" (USD milhões)	934

Fonte: Arquivo “Serie Histórica del Sistema de Empresas de Seguros” extraído do site da *Superintendencia de Banca, Seguros Y AFP*⁶¹.

Argentina - Prêmio cedido em resseguro	2018
"Primas Cedidas" (ARS milhões)	22.827
USD/ARS médio	28,1
"Primas Cedidas" (USD milhões)	813

Fonte: Arquivo “Situación del Mercado Asegurador” extraído do site da *Superintendencia de Seguros de la Nación*⁶².

60 <https://www.svs.cl/portal/estadisticas/606/w3-propertyvalue-24703.html>

61 <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadisticoHist.asp?p=29#>

62 <https://www.argentina.gob.ar/superintendencia-de-seguros/estadisticas/situacion-del-mercado-asegurador>

Colômbia - Prêmio cedido em resseguro		2018
"Comp. De Seguros Generales" (COP bilhões)		4.139
"Cedidas Reaseguro Interior"		229
"Cedidas Reaseguro Exterior"		4.711
"Canc Y-O Anulac Primas Reaseg Cedi"		(801)
"Comp. De Seguros de Vida" (COP bilhões)		1.119
"Cedidas Reaseguro Interior"		215
"Cedidas Reaseguro Exterior"		1.045
"Canc Y-O Anulac Primas Reaseg Cedi"		(142)
Total (COP bilhões)		5.258
USD/COP médio		2,957
Total (USD milhões)		1.778

Fonte: Arquivo "Formato 290 – Resultado Técnico y Estadístico Sector Asegurador" extraído do site da *Superintendencia Financiera de Colombia*⁶³.

Equador - Prêmio cedido em resseguro		2018
"Prima Reaseguros Cedidos"		532
(USD milhões)		

Fonte: Tabela "Consolidado de las Principales Variables del Margen de Contribución y Sinistros de Seguros y Reaseguros: Cesión de Riesgos tipo de Seguro (Ramo)" consultada no site da *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*⁶⁴.

Uruguai - Prêmio cedido em resseguro		2018
"Primas cedidas en reaseguro netas de anulacs." (UYU milhões)		3.490
USD/UYU médio		30,7
"Primas cedidas en reaseguro netas de anulacs." (USD milhões)		114

Fonte: Arquivo "Informes de Estados Contables – Estado de Resultados" extraído do site do *Banco Central del Uruguay*⁶⁵.

Bolívia - Prêmio cedido em resseguro		2018
"Produccion Cedida a Reaseguro"		250
(USD milhões)		

Fonte: Arquivo "Boletín Estadístico Mensual de Seguros N° 365" extraído do site da *Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros*⁶⁶.

Paraguai - Prêmio cedido em resseguro		2018
"Primas Reaseguros Cedidos"		620
(PYG bilhões)		
"Primas Reaseguros Cedidos - Local"		11
"Primas Reaseguros Cedidos - Exterior"		609
USD/PYG médio		5,731
"Primas Reaseguros Cedidos"		108
(USD milhões)		

Fonte: Arquivo "Estadísticas del Sector Asegurador" extraído do site do *Banco Central del Paraguay*⁶⁷.

63 <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10427>

64 https://reporteria.supercias.gob.ec/portal/cgi-bin/cognos.cgi?b_action=cognosViewer&ui.action=run&ui.object=%2fcontent%2ffolder%5b%40name%3d%27Seguros%27%5d%2ffolder%5b%40name%3d%27Reportes%27%5d%2ffolder%5b%40name%3d%27Consolidado_Variables_Margen_Contrib%27%5d%2ffolder%5b%40name%3d%27Reporte4%27%5d%2freport%5b%40name%3d%27Menu_Cesion_Riesgos%27%5d&ui.name=Menu_Cesion_Riesgos&run.outputFormat=&run.prompt=true

65 <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Estados-Contables-Resultados.aspx>

66 <https://www.aps.gob.bo/index.php/seguros/informacion-estadistica>

67 <https://www.bcp.gov.py/informacion-financiera-y-estadisticas-del-mercado-i323>

2.4 Operação no Chile

Com base na informação divulgada pelo IRB, nossa interpretação é de que se está considerando o *market share* sobre o prêmio de seguros do Programa SIS, e não sobre o prêmio cedido em resseguro pelas seguradoras que fazem parte do programa. Foi essa a metodologia do cálculo que fizemos na tabela da primeira seção deste capítulo.

Chile - Prêmio de seguros do Programa SIS (USD milhões)		2018
"Prima Directa"		1.041
IRB - Market Share (%)		8%
"Prima Directa" para o IRB		83

Fonte: Tabela "USD_Prima_Directa_Vida" do informe estatístico trimestral sobre o mercado segurador no site da *Comisión para el Mercado Financiero*⁶⁸.

Quando analisamos informações extraídas de base de dados disponibilizada pelo regulador chileno, observamos que o total de prêmios cedidos em resseguro no país em 2018 foi de USD 2,0 bilhões, sendo que apenas USD 610 milhões estão relacionados a seguros de vida, que englobam, dentre outros ramos, o Programa SIS. Isso indica que apenas uma fração dos prêmios do programa é cedida em resseguro. Nesse sentido, acreditamos que seria benéfico para a Companhia fornecer informações complementares sobre o critério utilizado.

Chile - "Prima Cedida" (USD milhões)		2018
"Cias. de Seguros Generales"		1.390
"Cias. de Seguros de Vida"		610
"Prima Cedida" Total		2.000

Fonte: Tabelas "USD_Prima_Costo_Gral" e "USD_Prima_Costo_Vida" do informe estatístico trimestral sobre o mercado segurador no site da *Comisión para el Mercado Financiero*.

Em relação à tabela apresentando a sinistralidade do Programa SIS nas suas seguradoras mais relevantes, exibimos a seguir a memória de cálculo. Em suas demonstrações financeiras, a Chilena Consolidada informa o volume de prêmios desse segmento, assim como sua sinistralidade. Com base nessas informações, naturalmente, podemos calcular o montante de sinistros. A Penta Vida, por sua vez, fornece as informações de prêmios e sinistros, possibilitando o cálculo da sinistralidade. Fazendo uso de todas essas informações, conseguimos então calcular a sinistralidade consolidada de ambas as empresas.

Sinistralidade - Programa SIS (CLP bilhões)	2016	2017	2018	Acumulado desde 2016
Chilena Consolidada				
"Prima directa"	87	181	226	493
"Sinistros directos"	95	119	227	441
Sinistralidade (%)	110%	66%	101%	89%
Penta Vida				
"Prima directa"	104	142	207	452
"Sinistros directos"	88	131	147	367
Sinistralidade (%)	85%	92%	71%	81%
Chilena Consolidada + Penta Vida				
"Prima directa"	190	323	432	946
"Sinistros directos"	183	250	374	807
Sinistralidade (%)	96%	78%	87%	85%

Fonte: "Memoria Anual y Estados Financieros Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A" dos anos de 2016, 2017 e 2018, "Estados Financieros Anuales Penta Vida" dos anos de 2016 e 2017, "Memoria Anual 2018 Estados Financieros Penta Vida". Obs: Empresas calculam *Sinistralidad* como *Sinistros Directos / Prima Directa*.

⁶⁸ <https://www.svs.cl/portal/estadisticas/606/w3-propertyvalue-24703.html>

2.5 Sucursal na Argentina

Nessa seção, apresentamos uma DRE resumida da sucursal argentina detida pelo IRB, expressa em milhões de reais. Tal DRE foi compilada através do tratamento da base de dados fornecida pela *Superintendencia de Seguros de la Nación*, agente regulador do mercado de seguros e resseguros do país. Como os valores encontrados na base são originalmente denominados em moeda local, exibimos a seguir a mesma DRE resumida em pesos argentinos, bem como as taxas de câmbio utilizadas para converter as cifras para a moeda brasileira. Em relação ao câmbio, utilizamos a cotação diária média anual para os anos de 2016 e 2017. Já para o ano de 2018 e o período dos 9M19, que analisamos mais a fundo na seção “7.6 Resultado financeiro da sucursal argentina”, utilizamos a cotação diária média em uma base trimestral.

DRE da Sucursal na Argentina (ARS milhões)	2016	2017	2018	9M19	Acumulado
Prêmio Emitido	741	712	1.349	1.352	4.154
Prêmio Emitido retido	645	654	1.116	1.087	3.501
(+/-) Variação das provisões técnicas	(35)	8	(95)	(66)	(187)
Prêmio Ganho retido	610	662	1.021	1.021	3.314
LAIR antes do Resultado Financeiro	24	(1)	(27)	(340)	(344)
Índice Combinado (%)	96%	100%	103%	133%	110%
(+) Resultado Financeiro	156	173	551	677	1.557
LAIR	180	172	524	337	1.213
(-) Imposto de Renda	(63)	(58)	(137)	(45)	(303)
Alíquota IR (%)	-35%	-34%	-26%	-13%	-25%
Lucro Líquido	117	114	387	292	910

Fonte: Superintendencia de Seguros de la Nación. Obs.: o critério para a conversão cambial adotado para 2018 e os 9M19 é o motivo pelo qual os índices combinados e alíquotas de IR não são idênticos aos apresentados na DRE expressa em reais.

BRL/ARS - Câmbio diário médio	2016	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
BRL/ARSmédio	4,28	5,19	6,07	6,51	8,07	9,74	10,35	11,22	12,66

Fonte: Bloomberg.

3 Sinistralidade por ano de subscrição dos contratos

3.6 Padrão de deterioração da sinistralidade inicialmente estimada

Em referência à tabela na qual apresentamos a evolução da sinistralidade estimada para as safras de 2016, 2017 e 2018, segue a memória de cálculo.

Sinistralidade estimada em 31/dez/2018	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total	Acumulado das Safras 2016-2018
Prêmio Ganho	2.288	2.957	3.863	3.021	1.590	-	13.719	8.474
Sinistros pagos	1.118	1.734	2.088	935	39	-	5.914	3.062
PSL	149	210	492	593	76	-	1.520	1.161
IBNER	7	10	24	29	4	-	75	57
IBNR	17	41	58	156	695	-	966	908
Sinistros estimados totais	1.291	1.996	2.661	1.713	814	-	8.475	5.188
Sinistralidade estimada	56%	67%	69%	57%	51%	-	62%	61%

Sinistralidade estimada em 31/mar/2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total	Acumulado das Safras 2016-2018
Prêmio Ganho	2.317	3.065	4.184	3.351	2.493	122	15.531	10.027
Sinistros pagos	1.122	1.758	2.363	1.237	131	-	6.612	3.731
PSL	131	156	429	749	193	1	1.659	1.371
IBNER	7	8	22	39	10	0	86	71
IBNR	17	51	78	211	1.095	78	1.530	1.383
Sinistros estimados totais	1.278	1.974	2.892	2.235	1.429	79	9.887	6.556
Sinistralidade estimada	55%	64%	69%	67%	57%	64%	64%	65%

Sinistralidade estimada em 30/jun/2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total	Acumulado das Safras 2016-2018
Prêmio Ganho	2.294	2.953	4.093	3.400	2.997	393	16.130	10.491
Sinistros pagos	1.153	1.802	2.741	1.785	447	19	7.948	4.973
PSL	115	108	341	683	633	32	1.912	1.657
IBNER	3	3	14	22	17	0	59	52
IBNR	15	33	58	144	628	259	1.139	831
Sinistros estimados totais	1.287	1.947	3.154	2.635	1.725	310	11.057	7.514
Sinistralidade estimada	56%	66%	77%	77%	58%	79%	69%	72%

Sinistralidade estimada em 30/set/2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total	Acumulado das Safras 2016-2018
Prêmio Ganho	2.304	2.955	4.122	3.488	3.649	1.115	17.632	11.258
Sinistros pagos	1.179	1.837	2.810	2.151	1.301	43	9.321	6.262
PSL	90	87	284	562	568	61	1.651	1.414
IBNER	5	5	17	33	33	4	96	83
IBNR	13	22	45	155	587	223	1.045	787
Sinistros estimados totais	1.287	1.951	3.156	2.900	2.489	330	12.113	8.545
Sinistralidade estimada	56%	66%	77%	83%	68%	30%	69%	76%

Fonte: Nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

3.7 Elevado volume de sinistros nos primeiros nove meses de 2019

Nessa seção, apresentamos um gráfico contendo os saldos das provisões de sinistros retidas (PSL + IBNR) da Companhia ao fim dos últimos quatro trimestres, bem como suas relações com os prêmios ganhos retidos. A memória de cálculo associada a esse gráfico é exposta a seguir:

Saldo de Provisões de Sinistros retidas (R\$ milhões)	2018	1T19	2T19	3T19
PSL				
Saldo da PSL (bruta de retrocessão)	4.223	4.152	3.964	3.660
(-) Ativo de retrocessão PSL	(1.707)	(1.863)	(2.028)	(2.217)
Saldo da PSL retida	2.515	2.290	1.936	1.443
IBNR				
Saldo da IBNR (bruta de retrocessão)	1.999	2.052	1.677	1.985
(-) Ativo de retrocessão IBNR	(410)	(405)	(407)	(594)
Saldo da IBNR retida	1.589	1.648	1.270	1.391
Saldo da PSL + IBNR retidas	4.105	3.937	3.206	2.834

Fonte: Notas explicativas “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”, “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)”.

Prêmio Ganho retido L12M (R\$ milhões)	2018	1T19	2T19	3T19
Prêmio Emitido	6.961	7.327	7.749	8.097
(-) Prêmio retrocedido	(1.869)	(1.947)	(2.107)	(2.215)
Prêmio Retido	5.092	5.380	5.642	5.882
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmio	(230)	(236)	(469)	(588)
(+/-) Outras provisões técnicas	(93)	(95)	(21)	18
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmio cedido	27	46	142	149
Prêmio Ganho retido	4.796	5.095	5.294	5.461

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Provisões de Sinistros e Prêmio Ganho (R\$ milhões)	2018	1T19	2T19	3T19
Saldo da PSL + IBNR retidas	4.105	3.937	3.206	2.834
Prêmio Ganho retido	4.796	5.095	5.294	5.461
Provisões de Sinistros retidas / Prêmio Ganho retido	86%	77%	61%	52%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”, “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)”, “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

4 Resultados de 2019

4.1 Principais conclusões

Em relação ao comentário de que as reservas para pagamento de sinistro (IBNR + PSL retidas) foram reduzidas em R\$ 1,3 bilhão nos três primeiros trimestres de 2019, segue tabela contendo a memória de cálculo.

Reservas para pagamento de sinistros (R\$ milhões)	4T18	3T19
PSL		
Saldo da PSL (bruta de retrocessão)	4.223	3.660
(-) Ativo de resseguro PSL	(1.707)	(2.217)
Saldo da PSL retida (a)	2.515	1.443
IBNR		
Saldo da IBNR (bruta de retrocessão)	1.999	1.985
(-) Ativo de resseguro IBNR	(410)	(594)
Saldo da IBNR retida (b)	1.589	1.391
Saldo da PSL + IBNR retidas (c) = (a) + (b)	4.105	2.834
Variação no período		(1.271)
Variação no período (%)		-31%

Fonte: Notas explicativas “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”, “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)”.

4.3 Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL

Em relação à tabela na qual apresentamos a relevância da expectativa de salvados e ressarcidos da PSL, segue memória de cálculo contendo o *breakdown* entre os componentes da provisão bruta e do ativo de retrocessão.

Saldo da PSL Bruta de Retrocessão (R\$ milhões)	2017	2018	1T19	2T19	3T19
PSL (Sinistros Avisados e pendentes de pagamento)	4.139	4.021	4.101	4.285	4.294
IBNER	204	201	195	146	156
Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	-	-	(144)	(467)	(790)
Saldo da PSL Bruta de Retrocessão	4.343	4.222	4.152	3.964	3.660

Saldo do Ativo de Retrocessão PSL (R\$ milhões)	2017	2018	1T19	2T19	3T19
PSL (Sinistros Avisados e pendentes de pagamento)	1.788	1.625	1.785	1.947	2.331
IBNER	96	82	83	83	71
Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	-	-	(5)	(1)	(185)
Saldo do Ativo de Retrocessão PSL	1.884	1.707	1.863	2.028	2.217

Fonte: Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

Subtraindo os valores da 2ª tabela dos valores da 1ª tabela, obtemos os saldos dos componentes da provisão retida.

Saldo da PSL Retida (R\$ milhões)	2017	2018	1T19	2T19	3T19
PSL (Sinistros Avisados e pendentes de pagamento)	2.351	2.397	2.316	2.339	1.963
IBNER	108	118	113	63	85
Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	-	-	(139)	(466)	(605)
Saldo da PSL Retida	2.459	2.515	2.290	1.936	1.443

Fonte: Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

Em referência ao gráfico que compara a magnitude da expectativa de salvados e ressarcidos da PSL entre o balanço do IRB, o balanço da Austral Re e o balanço das 14 demais resseguradoras locais, expomos abaixo sua memória de cálculo.

IRB - Ajuste de Salvados e Ressarcidos na PSL (R\$ milhões)	3T19	Austral Re - Ajuste de Salvados e Ressarcidos na PSL (R\$ milhões)	3T19
Saldo de PSL Retida	1.443	Saldo de PSL Retida	168
PSL (Sinistros Avisados e pendentes de pagamento) + IBNER	2.049	PSL (Sinistros Avisados e pendentes de pagamento) + IBNER	172
Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	(605)	Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	(4)
Ajuste de Salvados e Ressarcidos (% PSL retida excluindo o Ajuste de Salvados e Ressarcidos)	-29,5%	Ajuste de Salvados e Ressarcidos (% PSL retida excluindo o Ajuste de Salvados e Ressarcidos)	-2,3%

14 Demais Resseguradoras Locais - Ajuste de Salvados e Ressarcidos na PSL (R\$ milhões)	3T19
Saldo de PSL Retida	1.227
PSL (Sinistros Avisados e pendentes de pagamento) + IBNER	1.227
Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL	-
Ajuste de Salvados e Ressarcidos (% PSL retida excluindo o Ajuste de Salvados e Ressarcidos)	0,0%

Fonte: Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

4.4 Reversão de Provisões de Sinistros de anos de subscrição anteriores a

Nesta seção, explicamos que, no 3T19, ainda é possível calcular os saldos de cada uma das provisões de safras anteriores a 2014. Para isso, basta subtrair os saldos das provisões relacionadas às safras de 2014 a 2019, encontrados no próprio Triângulo de Prêmios e Sinistros dos saldos totais das provisões, informados nas notas explicativas da Companhia e no Quadro 330 da base SES da SUSEP.

Provisões de Sinistros retidas (R\$ milhões)	3T19
PSL Total	1.358
(-) PSL de 2014-19	(1.651)
PSL de Safras anteriores a 2014	(293)
IBNER Total	85
(-) IBNER de 2014-19	(96)
IBNER de anos anteriores a 2014	(11)
IBNR Total	1.391
(-) IBNR de 2014-19	(1.045)
IBNR de Safras anteriores a 2014	346
Provisões Totais	2.834
(-) Provisões de 2014-19	(2.792)
Provisões de Safras anteriores a 2014	42

Fonte: Notas explicativas “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”, “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”, “9.1 Sinistros – retrocessão (composição)”.

4.6 Venda de participação no Minas Shopping (2T19)

Em relação à tabela “Venda de participação no Minas Shopping” e, especificamente, ao campo “Valor contábil estimado”, segue memória de cálculo:

Venda de participação no Minas Shopping - Valor contábil estimado (R\$ milhões)	2T19
Custo dos imóveis de renda bruto - Shopping Centers (T=-1)	562,0
Aquisição	11,0
Alienação (a)	(24,5)
Custo dos imóveis de renda bruto - Shopping Centers (T=0)	548,5
Depreciação acumulada - Shopping Centers (T=-1)	(28,2)
Aquisição	(0,7)
Alienação (b)	6,3
Depreciação acumulada - Shopping Centers (T=0)	(22,6)
Valor contábil estimado (c) = - ((a) + (b))	18,2

Fonte: Nota explicativa “13. Imóveis destinados à renda”. Obs.: “T=-1” se refere ao 1T19.

4.7 Remarcação a valor justo de shopping centers (3T19)

Nessa seção, estimamos qual foi o ganho da Companhia com remarcação de participações em Shopping Centers no trimestre. Para isso, foi necessário estimar o rendimento das aplicações e FIIs exclusivos detidos por Controladas. Utilizamos duas metodologias distintas, e optamos por empregar a média dos resultados obtidos em cada uma delas.

A memória de cálculo da 1ª metodologia é apresentada a seguir. Nela, subtraímos o saldo de aplicações financeiras da controladora do saldo de aplicações financeiras consolidado, obtendo o montante existente no balanço das controladas. Aplicamos então o rendimento do CDI, bem como a performance relativa gerencial, sobre o saldo médio das aplicações financeiras das controladas. Por fim, acrescentamos os resultados líquidos dos FIIs exclusivos detidos pela Companhia.

Método 1 (R\$ milhões)	2T19	3T19
Saldo de Aplicações Financeiras - Consolidado	5.091	4.903
(-) Saldo de Aplicações Financeiras - Controladora	5.033	4.838
Saldo de Aplicações Financeiras - Controladas	58	65
Saldo médio de Aplicações Financeiras - Controladas		62
CDI (%)		1,5%
Performance em relação ao CDI (%)		131%
Rendimento das Aplicações Financeiras - Controladas		1,3
(+) FII IRB Internacional		4,1
(+) FII Parking Partners		0,3
Rendimento das Aplicações e FIIs exclusivos detidos por Controladas		5,7

Fonte: Nota explicativa “6. Aplicações Financeiras”, Informes Trimestrais do IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário – FII e Informes Trimestrais do Parking Partners Fundo de Investimento Imobiliário – FII.

A memória de cálculo da 2ª metodologia é apresentada a seguir. Nesse caso, partimos da rubrica de “resultados financeiros” consolidado, e deduzimos os resultados advindos da controladora, a fim de isolar a contribuição das controladas. Uma vez com essas cifras em mãos, ajustamos esse resultado pelas marcações a valor justo que foram feitas no FII IRB Internacional, com o intuito de obtermos as figuras “normalizadas”. Finalmente, calculamos a média do período que compreende os quatro trimestres mais recentes em que não houve venda de ativos. (No 2T19, a Companhia reconheceu o ganho de capital sobre a venda de sua participação no Minas Shopping).

Método 2 (R\$ milhões)	2T18	3T18	4T18	1T19	Média
Resultados Financeiros - Consolidado	176,8	165,0	114,7	184,0	
(-) Resultados Financeiros - Controladora	136,0	155,7	76,9	166,2	
Resultados Financeiros - Controladas	40,8	9,3	37,8	17,8	
(-) Ajuste a valor justo do FII IRB Internacional (fundo exclusivo)	20,0	-	29,3	-	
Rendimento das Aplicações e FIIs exclusivos detidos por Controladas	20,8	9,3	8,6	17,8	14,1

Fonte: Nota explicativa “3. Informações por segmento de negócios”, Demonstrações Financeiras e Informes Trimestrais do IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário – FII.

Rendimento estimado das Aplicações e FIIs exclusivos detidos por Controladas (R\$ milhões)	3T19
Método 1	5,7
Método 2	14,1
Média	9,9

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios” e “6. Aplicações Financeiras”, Informes Trimestrais do IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário – FII e Informes Trimestrais do Parking Partners Fundo de Investimento Imobiliário – FII.

5 Reclassificações no earnings release

5.2 Reversão de provisão IBNR no 2T19

Fazendo referência à diferença encontrada nas demonstrações financeiras das informações trimestrais da Companhia no 2º trimestre de 2019, mencionada na nota de rodapé da seção 5.1, a demonstração detalhada se encontra no quadro a seguir:

Resultado com Retrocessão - 2T19 (R\$ milhões)	Nota 3.3	Nota 25.4	Diferença
Receitas com Retrocessões	602,7	521,6	81,1
Recuperação de sinistros ocorridos	598,0	515,0	82,9
Recuperação de IBNR	4,7	6,6	(1,9)
Despesas com retrocessões	(458,8)	(458,8)	-
Prêmios cedidos em retrocessão	(675,7)	(675,7)	(0,0)
Comissão sobre prêmios cedidos	24,9	24,9	0,0
Variação das provisões técnicas	192,0	192,0	-
Salvados e ressarcimentos ao retrocessionário	(312,5)	(316,2)	3,7
Demais resultados com retrocessão	4,7	89,5	(84,8)
Total	(163,9)	(163,9)	-

Fonte: Notas explicativas “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Em relação à tabela “Receita (Despesa) de IBNR retida no 2T19” por grupo de ramos, apresentamos a seguir o detalhamento para cada um dos 14 grupos:

Despesa de IBNR 2T19 (R\$ milhões)	Bruta de Retrocessão	Recuperação junto ao retrocessionário	Retida
Aceitações do exterior	111,7	37,2	148,8
Patrimonial	50,0	26,4	76,4
Riscos Financeiros	62,4	(10,9)	51,5
Aeronáutico	45,9	(17,9)	27,9
Responsabilidade	32,3	(21,1)	11,3
Automóvel	13,8	(2,7)	11,2
Pessoas	14,0	(4,0)	10,1
Transportes	15,9	(7,0)	8,9
Sucursais no exterior	3,0	2,5	5,5
Marítimo	5,1	(1,5)	3,5
Habitacional	2,3	0,0	2,3
Petróleo	(3,0)	4,5	1,5
Nucleares	-	-	-
Rural	(11,8)	(0,8)	(12,6)
Total	341,7	4,7	346,4
Total ex-Rural	353,5	5,5	359,0

Fonte: Notas explicativas “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

6 Float, Geração de Caixa e Recebíveis

6.2 Princípio de Warren Buffett sobre prêmios e float

Em referência aos gráficos “Prêmios Retidos e *Float*”, existem algumas metodologias diversas para cálculo do *float*. Com o intuito da simplificação e da facilidade de reconciliação, adotamos como critério a totalidade das aplicações financeiras, deduzida do capital próprio (“Patrimônio Líquido Ajustado”), conforme critério adotado pela Squadra.

1) IRB:

Aplicações Financeiras provenientes do negócio de seguro (Float) (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Aplicações (a)	6.189	5.814	5.842	6.005	4.961
Aplicações Financeiras	6.171	5.597	5.816	5.962	4.903
Caixa e Equivalentes de Caixa	18	218	26	43	58
Patrimônio Líquido Ajustado (b)	2.358	2.553	2.721	3.061	3.310
Patrimônio Líquido	3.175	3.328	3.581	4.001	4.262
(-) Investimentos	(274)	(385)	(477)	(573)	(771)
(-) Imobilizado	(36)	(47)	(77)	(74)	(84)
(-) Intangível	(63)	(62)	(54)	(43)	(40)
(-) Crédito Tributário	(481)	(352)	(336)	(386)	(258)
(+) Dividendos a pagar	37	70	85	136	201
Float vindo de Provisões (c) = (a)-(b)	3.831	3.261	3.120	2.944	1.651

Fonte: Notas Explicativas “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Ativo” “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Passivo” e “16. Obrigações a pagar”.

Prêmio emitido retido (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Prêmio emitido bruto de retrocessão	4.336	4.929	5.783	6.961	8.097
(-) Prêmio cedido em retrocessão	(1.346)	(1.386)	(1.732)	(1.869)	(2.215)
Prêmio emitido retido	2.990	3.543	4.051	5.092	5.882

Fonte: Notas Explicativas “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Prêmio emitido retido e Float (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Float vindo de Provisões	3.831	3.261	3.120	2.944	1.651
Prêmio emitido retido	2.990	3.543	4.051	5.092	5.882
Float / Prêmio emitido retido	128%	92%	77%	58%	28%

Fonte: Notas Explicativas “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Ativo” “DFs Consolidadas / Balanço Patrimonial Passivo”, “16. Obrigações a pagar” e “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

2) Demais Resseguradoras Locais:

Aplicações Financeiras provenientes do negócio de seguro (Float) (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Aplicações (a)	5.214	5.947	6.471	6.611	6.637
Aplicações Financeiras	185	162	174	181	144
Caixa e Equivalentes de Caixa	5.029	5.785	6.297	6.430	6.493
Patrimônio Líquido Ajustado (b)	2.920	3.281	3.351	3.441	3.413
Patrimônio Líquido	3.225	3.634	3.773	3.970	4.042
(-) Investimentos	(119)	(176)	(218)	(235)	(258)
(-) Imobilizado	(21)	(21)	(20)	(17)	(15)
(-) Intangível	(4)	(2)	(4)	(3)	(2)
(-) Crédito Tributário	(162)	(155)	(180)	(275)	(354)
Float vindo de Provisões (c) = (a)-(b)	2.294	2.666	3.120	3.170	3.224

Fonte: Quadros 22A e 22P (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: Não incluímos os dividendos a pagar no cálculo do patrimônio líquido ajustado pois não há a abertura dessa rubrica específica no balanço reportado pelas empresas ao regulador. Consultamos os balanços individuais das resseguradoras e constatamos que os valores são pouco relevantes. Somando os montantes de todas que reportam a abertura dessa linha, chegamos em um total de apenas R\$ 50 milhões ao final de 2018 (1% do Patrimônio Líquido Ajustado).

Prêmio emitido retido (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Prêmio emitido bruto de retrocessão	4.344	4.135	4.722	4.904	4.912
(-) Prêmio cedido em retrocessão	(2.123)	(2.100)	(2.223)	(2.529)	(2.434)
Prêmio emitido retido	2.220	2.035	2.499	2.375	2.479

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: Para obter o prêmio emitido bruto, somamos as rubricas “Prêmios de Resseguros Brutos”, “Prêmios – Riscos Vigentes Não Emitidos”, “Operações com Exterior” e “Retrocessões Aceitas”. Para os últimos três componentes citados, não há no Quadro 23 detalhamento entre os prêmios brutos de comissão e a comissão de resseguro/retrocessão.

Prêmio emitido retido e Float (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Float vindo de Provisões	2.294	2.666	3.120	3.170	3.224
Premio emitido retido	2.220	2.035	2.499	2.375	2.479
Float / Prêmio emitido retido	103%	131%	125%	133%	130%

Fonte: Quadros 22A, 22P e 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

6.4 Recebíveis e sua comparação com a PPNG

Em referência aos gráficos relacionando os prêmios líquidos a receber de operações com seguradoras e resseguradoras e o prêmio emitido retido líquido de comissão, seguem as memórias de cálculo para ambas as variáveis.

1) IRB:

Prêmios a receber em operações com seguradoras e resseguradoras (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Prêmios a receber de seguradoras	1.691	1.725	2.065	2.978	
Prêmios a receber de resseguradoras	173	294	805	1.171	
Prêmios a receber - Total	1.864	2.020	2.870	4.149	4.925

Fonte: Notas Explicativas “7. Créditos das operações com resseguros e retrocessões”. Obs.: a Companhia passou a reportar os prêmios a receber de seguradoras e resseguradoras de forma consolidada a partir do 2T19.

Prêmios líquidos a receber de operações com seguradoras e resseguradoras (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Prêmios a receber de operações com seguradoras e resseguradoras	1.864	2.020	2.870	4.149	4.925
(-) Depósitos de terceiros	(46)	(60)	(167)	(427)	(177)
(-) Prêmios a pagar de operações com resseguradoras	(661)	(744)	(1.067)	(1.238)	(1.315)
Prêmios líquidos a receber de operações com seguradoras e resseguradoras	1.156	1.216	1.636	2.484	3.433

Fonte: Notas Explicativas “7. Créditos das operações com resseguros e retrocessões”, “8. Depósitos de Terceiros” e “18. Débito de operações de resseguro e retrocessão”.

Prêmio emitido retido líquido de comissão (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Prêmio emitido bruto de retrocessão e bruto de comissão	4.336	4.929	5.783	6.961	8.097
(-) Prêmio cedido em retrocessão	(1.346)	(1.386)	(1.732)	(1.869)	(2.215)
(-) Comissão de resseguros	(613)	(741)	(722)	(926)	(1.157)
(+) Comissão de retrocessões cedidas	91	97	147	106	120
Prêmio emitido retido líquido de comissão	2.468	2.899	3.476	4.273	4.845

Fonte: Notas Explicativas “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Prêmios a receber e prêmio emitido retido (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Prêmios líquidos a receber de operações com seguradoras e resseguradoras	1.156	1.216	1.636	2.484	3.433
Prêmio emitido retido líquido de comissão	2.468	2.899	3.476	4.273	4.845
Prêmios líquidos a receber / Prêmio emitido retido	47%	42%	47%	58%	71%

Fonte: Notas Explicativas “7. Créditos das operações com resseguros e retrocessões”, “8. Depósitos de Terceiros”, “18. Débito de operações de resseguro e retrocessão”, “25.1 Prêmios Ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de Retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

2) Demais Resseguradoras Locais:

Prêmios líquidos a receber de operações com seguradoras e resseguradoras (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Prêmios a receber de operações com seguradoras e resseguradoras	2.176	2.178	2.605	3.097	3.041
(-) Depósitos de terceiros	(49)	(71)	(133)	(113)	(129)
(-) Prêmios a pagar de operações com resseguradoras	(1.271)	(1.265)	(1.617)	(2.068)	(1.901)
Prêmios líquidos a receber de operações com seguradoras e resseguradoras	856	841	855	916	1.011

Fonte: Quadros 22A e 22P (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: Nesse cálculo, estamos considerando nos prêmios a pagar de operações com resseguradoras as linhas “Prêmios a restituir” e “Operações com resseguradoras”, que compõem a rubrica dos “Débitos de Operações com Seguros e Resseguros”. Sabemos que há, dentro das “Operações com resseguradoras”, uma fração dos débitos que não é relacionada a prêmios, como por exemplo débitos de salvados e ressarcimentos. Infelizmente, não há essa abertura no Quadro 22P. Entretanto, ao consultarmos os balanços individuais das empresas, constatamos que a relevância desses débitos não relacionados a prêmio é baixa. Somando os montantes de todas que reportam a abertura dessa linha, chegamos em um total de apenas R\$ 23 milhões ao final de 2018 (1% das “Operações com resseguradoras”).

Prêmio emitido retido líquido de comissão (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Prêmio emitido bruto de retrocessão e bruto de comissão	4.344	4.135	4.722	4.904	4.912
(-) Prêmio cedido em retrocessão	(2.123)	(2.100)	(2.223)	(2.529)	(2.434)
(-) Comissão de resseguros	(744)	(740)	(903)	(949)	(857)
(+) Comissão de retrocessões cedidas	479	535	574	697	652
Prêmio emitido retido líquido de comissão	1.955	1.831	2.170	2.123	2.273

Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Prêmios a receber e prêmio emitido retido (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
Prêmios líquidos a receber de operações com seguradoras e resseguradoras	856	841	855	916	1.011
Prêmio emitido retido líquido de comissão	1.955	1.831	2.170	2.123	2.273
Prêmios líquidos a receber / Prêmio emitido retido	44%	46%	39%	43%	44%

Fonte: Quadros 22A, 22P e 23 (tabela SES_Balanco) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

A respeito do comentário sobre a composição dos prêmios a receber da Companhia, no qual citamos que os prêmios emitidos estimados vêm ganhando cada vez mais relevância, provemos a memória de cálculo a seguir.

Esta primeira tabela contém a análise em conjunto da composição dos prêmios a receber de operações com seguradoras e resseguradoras. O histórico se limita a 2017, pois foi o primeiro período para o qual a Companhia divulgou o *breakdown* dos prêmios a receber de operações com resseguradoras (retrocessões aceitas).

Prêmios a receber de operações com seguradoras e resseguradoras (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Prêmio Efetivo a receber		1.282	1.281	2.245	
Prêmio Estimado a receber		1.235	2.410	2.197	
Prêmio RVNE a receber		353	458	483	
Prêmio Total a receber		2.870	4.149	4.925	
Prêmio Estimado a receber (% Prêmio Total a receber)			43%	58%	45%

Fonte: Nota Explicativa “7. Créditos das operações com resseguros e retrocessões”.

Todavia, quando analisamos somente os prêmios a receber de seguradoras, temos um histórico mais longo, exposto na tabela a seguir.

Prêmios a receber de operações com seguradoras (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Prêmio Efetivo a receber	1.017	993	1.082	1.061	
Prêmio Estimado a receber	399	427	631	1.459	
Prêmio RVNE a receber	275	305	353	458	
Prêmio Total a receber	1.691	1.725	2.065	2.978	
Prêmio Estimado a receber (% Prêmio Total a receber)	24%	25%	31%	49%	

Fonte: Nota Explicativa “7. Créditos das operações com resseguros e retrocessões”. Obs.: A Companhia deixou de abrir o *breakdown* entre prêmios a receber de seguradoras e prêmios a receber de resseguradoras no 2T19. Por isso, não temos essa informação para o 3T19.

Em relação aos gráficos comparando os prêmios líquidos a receber de operações com seguradoras e resseguradoras com o saldo da PPNG retida, segue a memória de cálculo da segunda variável:

1) IRB:

Saldo da PPNG retida (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Saldo da PPNG (bruta de retrocessão)	2.169	2.000	2.269	2.675	3.653
(-) Ativo de retrocessão PPNG	(767)	(721)	(903)	(1.004)	(1.096)
(-) Comissão de resseguro diferida	(331)	(298)	(302)	(369)	(499)
(+) Comissão de retrocessão diferida	51	48	43	46	54
Saldo da PPNG retida líquida de comissão	1.122	1.029	1.107	1.348	2.112

Fonte: Notas Explicativas “9. Ativos de retrocessão - provisões técnicas” e “19. Provisões técnicas”.

2) Demais Resseguradoras Locais:

Saldo da PPNG retida (R\$ milhões)	2015	2016	2017	2018	3T19
Saldo da PPNG bruta de retrocessão e líquida de comissão de resseguro diferida	2.179	2.273	2.614	2.845	2.876
(-) Ativo de retrocessão PPNG líquido de comissão de retrocessão diferida	(1.125)	(1.178)	(1.346)	(1.477)	(1.473)
Saldo da PPNG retida líquida de comissão	1.054	1.095	1.267	1.367	1.403

Fonte: Quadro 22A (tabela SES_Balanco) e Quadro 328 (tabela ses_valoresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Obs.: os saldos expostos em ambos os quadros já são apresentados líquidos de comissão.

6.5 Velocidade de reconhecimento de prêmios ganhos no segmento Rural

Em referência ao gráfico “Saldo de PPNG / Prêmio Emitido”, no qual comparamos esse *ratio* entre o segmento Rural do IRB e os ramos Agrícolas da Brasilseg, segue memória de cálculo:

PPNG/Prêmio Emitido	2016	2017	2018	3T19 (L12M)
IRB - Rural				
Saldo da PPNG	224	271	363	448
Prêmio Emitido L12M	944	1.057	1.163	1.179
PPNG / Prêmio Emitido L12M	24%	26%	31%	38%
Brasilseg - Agrícola				
Saldo da PPNG	513	531	575	678
Prêmio Emitido L12M	1.012	1.144	1.148	1.227
PPNG / Prêmio Emitido L12M	51%	46%	50%	55%

Fonte: Notas explicativas “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação” e “19.1 Provisão de prêmios não ganhos e custos de aquisição”, Quadro 2 (tabela SES_ValoresMovRamos) e Quadro 3 (tabela ses_provrmos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

7 Resultado Financeiro

7.3 Quão recorrentes são os ganhos do IRB com a venda de participações detidas em shopping centers?

Nessa seção, examinamos o histórico das vendas de participações do IRB em shopping centers, apontando o valor de cada uma das transações. Especificamente para a participação no Casa Shopping, fez-se necessário o emprego de uma estimativa, uma vez que não conseguimos obter documento público algum que informasse tal valor. A metodologia utilizada pela Squadra tem como primeira etapa o cálculo do valor de mercado por metro quadrado do FII Via Parque Shopping, ativo com características semelhantes ao Casa Shopping, principalmente em termos de localização. Como o Via Parque Shopping é detido por um fundo de investimento imobiliário, temos acesso aos seus demonstrativos mensais. A partir desses documentos, calculamos o valor de mercado por metro quadrado ao final de 2019.

Valor de mercado do FII Via Parque Shopping (R\$ milhares)	
dez/19	
FII Via Parque Shopping	
Valor de mercado	602.312
Área bruta locável (ABL) (m ²)	57.239
Valor de mercado / m²	10,5

Fonte: Informe Mensal Estruturado, Relatório de Rentabilidade e Relatório Gerencial do Fundo de Investimento Imobiliário Via Parque Shopping (FVPQ11).

O empreendimento Casa Shopping atualmente é razão de litígio entre o IRB e seus sócios/coproprietários no referido empreendimento. Conforme informações encontradas na ação de dissolução parcial de sociedade com apuração de haveres movida pelo IRB (Processo Originário nº 0039759-90.2005.8.19.0001(2005.001.040983-8), 5ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro), o IRB é proprietário de 20% das unidades construídas nos blocos A a I, integrantes do formato inicial do empreendimento, não tendo participado de suas expansões. A disputa se refere à relação jurídica entre os sócios e às receitas de exploração conjunta da atividade econômica do empreendimento Casa Shopping. Dessa forma, em razão das receitas provenientes do empreendimento, entendemos como adequado majorar o valor estimado da participação do IRB em relação ao valor do metro quadrado do Shopping Via Parque. Além disso, há de se considerar também o fato de que o Shopping Via Parque possui parte de sua área composta pelo KM de Vantagens Hall, uma casa de shows. Intuitivamente, esse ABL deveria apresentar um valor de mercado por metro quadrado inferior ao do restante do ativo. Considerando os dois fatores descritos acima, julgamos razoável majorar o valor estimado da participação do IRB em 50% em relação ao valor do metro quadrado do Shopping Via Parque. **Contudo, reconhecemos que essa é uma estimativa com elevado grau de incerteza.**

Estimativa do valor de mercado da participação no Casa Shopping (R\$ milhares)	
dez/19	
ABL detido pelo IRB no Casa Shopping (m ²)	3.640
Valor de mercado / m ² - estimado	10,5
Valor de mercado	38.305
Fator de majoração	50%
Valor de mercado majorado	57.457

Fonte: Informe Mensal Estruturado, Relatório de Rentabilidade e Relatório Gerencial do Fundo de Investimento Imobiliário Via Parque Shopping (FVPQ11) e Processo Originário nº 0039759-90.2005.8.19.0001(2005.001.040983-8), 5ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro.

Em relação à tabela na qual calculamos o ganho de capital anualizado em dólares e em termos reais, exibimos a seguir a metodologia utilizada. Primeiramente, convertermos o valor de cada transação de reais para dólares, usando a cotação vigente no dia. Uma vez obtido o valor nominal da movimentação, em dólares, trazemos cada uma das cifras a valores de hoje empregando o Índice de Preços ao Consumidor (CPI Index) dos EUA. Finalmente, tendo os valores das movimentações expressos em termos reais e em dólares, pode-se calcular o

ganho de capital anualizado do portfólio. Como o portfólio foi adquirido entre 1989 e 1991, adotamos o dia 30/junho/1990 como data de aquisição do portfólio.

Ativo	Data da transação	Valor (R\$ milhões)	USD BRL	Valor nominal (USD milhões)	CPI Index	Parâmetro de deflação	Valor real (USD milhões)
Aquisição do Portfólio	30/06/1990			(132)	130	0,51	(261)
Iguatemi Campinas	05/12/2011	35	1,79	20	226	0,88	22
Iguatemi São Paulo	05/12/2011	107	1,79	60	226	0,88	68
Amazonas Shopping	17/09/2012	47	2,03	23	230	0,90	26
Maceió Shopping	17/09/2012	46	2,03	23	230	0,90	25
West Plaza	17/09/2012	65	2,03	32	230	0,90	36
Minas Shopping	10/07/2019	137	3,75	37	256	1,00	37
Shopping Barra Salvador	25/10/2019	116	4,00	29	257	1,00	29
ParkShopping Brasília	19/11/2019	225	4,19	54	257	1,00	54
Praia de Belas	29/11/2019	175	4,24	41	257	1,00	41
Shopping Center Esplanada	29/11/2019	86	4,24	20	257	1,00	20
Casa Shopping	31/12/2019	57	4,03	14	257	1,00	14
Ganho de Capital				220			111
Ganho de Capital sobre valor investido				167%			42%
Ganho de Capital (anualizado)				3,9%			1,4%

Fonte: Auditoria de Conformidade TC 019.323/2012-3 realizada pelo Tribunal de Contas da União, Certidão de Escritura Pública de Compra e Venda expedida pelo 4º Tabelionato de Notas do Rio de Janeiro – RJ, extraída por processo de cópia reprográfica do Livro 4369, Folhas 123/130, Ato 076, datado de 10/07/2019, Fato Relevante “Malls Brasil Plural Fundo de Investimento Imobiliário celebra instrumento vinculante para aquisição de participação no Shopping Barra, divulgado em 25 de outubro de 2019, Comunicado ao Mercado “Multiplan aumentará sua participação no ParkShopping”, divulgado pela Multiplan em 19 de novembro de 2019, Comunicado ao Mercado “Iguatemi anuncia o exercício do direito de preferência para a aquisição de 20% do Praia de Belas Shopping Center e de 15% do Shopping Center Esplanada”, divulgado pela Iguatemi em 28 de novembro de 2019 e Bloomberg.

Na tabela em que estimamos o ganho de capital sobre as vendas das participações que foram objeto de anúncios por parte de terceiros em 2019, foi preciso estimar o valor contábil que essas participações possuíam no balanço da Companhia antes de suas alienações. Para isso, partimos do saldo de “Imóveis destinados à renda – Shopping Centers” divulgado pelo IRB em suas demonstrações financeiras do 4T18. Subtraímos o saldo existente no balanço da controladora do saldo consolidado, com o intuito de isolar o montante encontrado no balanço de suas controladas. Acreditamos que, das participações existentes ao final de 2018, apenas os *stakes* no Internacional Guarulhos e no Parking Partners não foram vendidos. Assim, deduzimos os valores contábeis desses FIIs exclusivos, extraídos dos seus próprios demonstrativos financeiros, do saldo total das controladas do IRB, obtendo o saldo contábil estimado das participações vendidas.

Imóveis destinados à renda - Shopping Centers (R\$ milhões)	4T18
Consolidado - Saldo Contábil	541
(-) Controladora - Saldo Contábil	(6)
Controladas - Saldo Contábil (a)	535
Internacional Guarulhos	317
FII Parking Partners	62
FIIs Exclusivos (b)	379
Ativos vendidos - Saldo Contábil (c) = (a) - (b)	156

Fonte: Nota explicativa “12. Imóveis destinados à renda”, Informe Mensal do IRB Internacional Fundo de Investimento Imobiliário – FII e Informe Mensal do Parking Partners Fundo de Investimento Imobiliário – FII.

Adicionalmente, consultamos a Escritura Pública de Constituição da Sociedade IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A. (Anexo C), de 26 de fevereiro de 2016, que contém o valor de integralização de cada uma das participações alienadas nos 9M19. A soma desses valores resulta em saldo contábil muito próximo aos R\$ 156 milhões calculados acima.

Ativo	Valor Integralizado (R\$ milhões)
Minas Shopping	27
Shopping Barra Salvador	28
ParkShopping Brasília	52
Praia de Belas	29
Shopping Center Esplanada	17
Total	152

Fonte: Escritura Pública de Constituição da Sociedade IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A., de 26 de fevereiro de 2016 (Cartório do 8º Ofício de Notas da Cidade e Estado do Rio de Janeiro - Livro nº 2918, Folha nº 111 a 119, Ato nº 043).

Como o montante de investimentos nos ativos, líquidos de depreciação, foi baixo ao longo do tempo, a proximidade entre os dois valores nos dá ainda mais segurança em relação à estimativa utilizada no cálculo do ganho de capital sobre as vendas.

7.5 Time deposit do Banco Econômico

Em referência ao comentário sobre os ganhos gerados pela venda das aplicações financeiras oriundas do Banco Econômico, segue a memória de cálculo.

Ativos financeiros ao valor justo por meio de resultado (R\$ milhões)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18
Depósitos a prazo fixo (Níveis 2 ou 3)	-	15,5	15,5	46,5	46,5
Ganho gerado no trimestre		15,5	-	31,0	-

Fonte: Squadra, com base na nota explicativa "2.9 Mensurações ao valor justo reconhecidas no balanço patrimonial".

7.6 Resultado financeiro da sucursal argentina

A respeito da tabela na qual apresentamos o resultado financeiro estimado da sucursal na Argentina, demonstramos a seguir a memória de cálculo. Nela, convertemos o resultado financeiro reportado em pesos argentinos para reais, utilizando o câmbio médio no trimestre.

Sucursal na Argentina - Resultado Financeiro estimado	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Resultado Financeiro (ARS milhões)	61	176	352	(38)	195	28	454
BRL/ARS médio	6,1	6,5	8,1	9,7	10,4	11,2	12,7
Resultado Financeiro estimado (R\$ milhões)	10	27	44	(4)	19	2	36

Fonte: Superintendencia de Seguros de la Nación e Bloomberg.

Em referência ao gráfico onde comparamos o lucro contábil estimado da operação na Argentina com o ajuste acumulado de conversão desde o início de 2018, exibimos a memória de cálculo a seguir. Nesse exercício, assumimos que toda a diferença de câmbio na conversão de operações do exterior é referente ao negócio da Companhia na Argentina.

Sucursal na Argentina - Lucro contábil estimado	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	Acumulado
Lucro Contábil (ARS milhões)	34	76	203	73	100	(58)	250	679
BRL/ARS médio	6,1	6,5	8,1	9,7	10,4	11,2	12,7	
Lucro Contábil estimado (R\$ milhões)	6	12	25	7	10	(5)	20	74

Fonte: Superintendencia de Seguros de la Nación e Bloomberg.

Sucursal na Argentina -								
Ajuste acumulado de conversão (R\$ milhões)	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	Acumulado
Diferença de câmbio na conversão de operações no exterior	0	3	1	(26)	(34)	6	(51)	(101)

Fonte: Nota explicativa “DFs Consolidadas / Demonstração do Resultado Abrangente”.

8 Despesas Administrativas e Imposto de Renda

8.2 Reconhecimento da reserva especial da PREVIRB

Em referência ao gráfico “Reconhecimento da reserva especial dos planos PREVIRB por trimestre”, segue memória de cálculo. Nela, somamos os saldos de valores a serem devolvidos ao patrocinador dos dois planos em questão, e então calculamos a sua variação trimestral para estimar o valor transitado em resultado.

PREVIRB - valor a ser devolvido ao patrocinador (R\$ milhões)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Planos de benefício definido (Plano A)	-	-	20	47	57	74	103	159	181	196	220
Planos de contribuição variável (Plano B)	-	-	-	-	1	1	1	2	2	2	2
Saldo de valores a receber da PREVIRB	-	-	20	47	58	75	104	161	183	198	222
Variação do saldo a receber da PREVIRB		-	20	27	11	18	28	57	22	15	24

Fonte: Notas explicativas “10. Títulos e créditos a receber” e “26. Planos de aposentadoria pensões e outros benefícios a empregados”.

8.3 Ativação de crédito tributário de imposto de renda sobre prejuízo acumulado no exterior

Em relação à tabela contendo o resultado de underwriting da operação no Exterior da Companhia, segue memória de cálculo:

Exterior - Resultado de underwriting contábil (R\$ milhões)	1T18	2T18	3T18	4T18
Prêmio emitido	548	721	772	703
(-) Prêmio cedido em retrocessão	(7)	(23)	(50)	(105)
Prêmio Retido	541	699	722	598
(+/-) Variação das provisões técnicas retidas	(67)	(46)	(36)	110
Prêmio Ganho	474	652	686	709
(-) Sinistros retidos	(374)	(398)	(546)	(611)
(-) Custos de Aquisição	(93)	(85)	(124)	(98)
Resultado de underwriting	6	169	16	0

Fonte: Nota explicativa “25. Detalhamento das contas de resultado”.

10 Segmento Rural

10.3 Parte relacionada com a Brasilseg, principal cedente do segmento Rural

Em referência ao comentário sobre a relevância de 98% do segmento Rural nos prêmios cedidos em resseguro pela Brasilseg, apresentamos a seguir a memória de cálculo:

Brasilseg - Prêmio de resseguro emitido cedido líquido de comissão (R\$ milhões)	2017	2018	1S19	Acumulado desde 2017
Rural	782	788	332	1.902
Total	803	802	337	1.942
Rural (% Total)	97%	98%	98%	98%

Fonte: Nota explicativa “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg. Obs.: Valores referentes aos prêmios cedidos pela Brasilseg a todas as resseguradoras, e não apenas ao IRB.

10.5 Diferença entre provisões de sinistros do IRB e ativos de resseguro da Brasilseg no encerramento do primeiro semestre de 2019

Como mencionamos nesta seção, por se tratar de parte relacionada, a Brasilseg informa os ativos de seu balanço que possuem o IRB como contraparte. Eles são compostos tanto pelos ativos de resseguro como por sinistros já liquidados a recuperar com o ressegurador. A composição se encontra na tabela a seguir:

Brasilseg - Ativos cuja contraparte é o IRB (R\$ milhões)	2T19
Provisões técnicas de ativos de resseguro	965
Sinistros liquidados a recuperar com ressegurador	318
Total	1.283

Fonte: Nota explicativa “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” das demonstrações financeiras da Brasilseg.

O IRB, porém, não detalha a composição dos seus saldos com partes relacionadas por cada entidade, como faz a Brasilseg. Por essa razão, para que seja viável uma análise comparando os saldos contábeis entre Brasilseg e IRB, deve-se considerar a análise exposta na seção “10.3 Parte relacionada com a Brasilseg, principal cedente do segmento Rural”. Como quase a totalidade do montante ressegurado pela Brasilseg é relativo ao segmento Rural e a seguradora não possui exposição a riscos de cauda longa em outros segmentos, é razoável supor que os ativos cuja contraparte é o IRB respeitem uma proporcionalidade semelhante. Novamente, utilizamos a estimativa de 98% (destacada em azul), por ser equivalente à relevância média do Rural no prêmio cedido nos últimos anos.

Brasilseg - Ativos cuja contraparte é o IRB (R\$ milhões)	2T19
Total	1.283
Rural (% Total) - estimativa	98%
Segmento Rural - estimativa	1.257

Fonte: Squadra com base nas notas explicativas “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” e “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg.

Na sequência, buscamos destrinchar esse saldo nos seus diferentes componentes. Primeiramente, se verifica que IRB é contraparte de 89% dos ativos de resseguro da Brasilseg.

Brasilseg - Ativos de resseguro (R\$ milhões)	2T19
IRB	965
Total	1.086
IRB (% Total)	89%

Fonte: Notas explicativas “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” e “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg.

No próximo passo para aprofundar o entendimento, novamente faz-se necessário o uso de estimativa, visto que a Brasilseg não detalha a composição por tipo de provisão dos seus ativos de resseguro junto ao IRB. Dada a relevância nos saldos totais mostrada acima, adotamos como premissa que a exposição junto ao IRB segue a mesma distribuição em relação ao total.

Considerando as hipóteses descritas acima, podemos finalmente estimar o saldo dos ativos que possuem provisões de sinistro como contraparte, relacionados ao segmento Rural especificamente.

Brasilseg - Ativos de Resseguro (R\$ milhões)	Total	Ativos junto ao IRB	Rural (%IRB)	Ativos do segmento Rural junto ao IRB
PPNG líquida de comissão	356	316	98%	310
PPNG-RVNE líquida de comissão	25	22	98%	21
PSL	639	567	98%	556
IBNR	64	57	98%	56
Outras Provisões (PDR + PET)	3	2	98%	2
Ativos de resseguro	1.086	965		945
Sinistros liquidados a recuperar com ressegurador	369	318	98%	312
Ativos cuja contraparte são provisões	1.455	1.283		1.257
PSL + Sinistros liquidados a recuperar com ressegurador + IBNR	1.072	942		923

Fonte: Squadra com base nas notas explicativas “27. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS” e “9. OPERAÇÕES COM RESSEGURADORAS E ATIVOS DE RESSEGURO E RETROCESSÃO” das demonstrações financeiras da Brasilseg.

10.6 Resultado do terceiro trimestre de 2019

Sobre a tabela apresentando a sinistralidade dos três primeiros trimestres de 2019, cumpre recapitular que, a partir do 2T19, a Companhia deixou de divulgar os componentes do seu resultado com retrocessão por segmento de atuação. Por esse motivo, passamos a utilizar a variação das provisões técnicas de prêmios cedidos oriunda do Quadro 327 da base da SUSEP. Como esse Quadro informa a variação das provisões técnicas de prêmios cedidos e comissões recebidas de forma consolidada, adotamos a metodologia de alocá-los respeitando a proporção entre prêmios e comissões da Companhia.

Em relação ao comentário de que a Companhia efetuou pagamentos de sinistros em montante superior a R\$ 700 milhões, exibimos na sequência a memória de cálculo:

Rural - Pagamentos de sinistros (R\$ milhões)	3T19
Saldo da PSL (bruta de retrocessão) no início do trimestre	311
(+/-) Constituição / (Reversão) de sinistros diretos (brutos de retrocessão)	837
Saldo da PSL antes de quaisquer pagamentos de sinistros	1.148
Saldo da PSL verificado ao final do trimestre	430
Diferença (Pagamentos efetuados)	718

Fonte: Notas explicativas “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados” e “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão).”

10.8 Sinistralidade de 2019 em relação ao histórico do segmento Rural

Nesta seção, apresentamos o histórico da sinistralidade dos prêmios dos ramos agrícolas cedidos pela Brasilseg em resseguro. O cálculo desse indicador obedece exatamente à mesma metodologia descrita no apêndice do item “1.2 Demonstrações contábeis das seguradoras brasileiras”. As tabelas contendo o passo a passo do processo estão expostas a seguir.

Brasilseg - Resultado com Resseguro nos ramos agrícolas (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018	9M19
Prêmios emitidos cedidos	(563)	(628)	(820)	(913)	(960)	(816)
(+) Comissão de resseguro	139	151	193	213	235	266
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(423)	(476)	(627)	(700)	(726)	(550)
(+/-) Variação das provisões técnicas	(54)	175	(33)	5	71	60
Prêmios ganhos cedidos líquidos de comissão	(477)	(301)	(660)	(695)	(655)	(490)
(+) Recuperação de sinistros	364	444	819	625	650	890
Total	(113)	143	160	(70)	(5)	401

Fonte: Quadros 2 e 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Distribuição da variação das provisões técnicas (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018	9M19
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(423)	(476)	(627)	(700)	(726)	(550)
Variação das provisões técnicas	(54)	175	(33)	5	71	60
Variação das provisões técnicas (% Prêmio emitido cedido líquido de comissão) (a)	12,8%	-36,8%	5,2%	-0,8%	-9,8%	-11,0%
Prêmios emitidos cedidos (b)	(563)	(628)	(820)	(913)	(960)	(816)
Comissão de resseguro (c)	139	151	193	213	235	266
Variação das provisões técnicas - prêmios - estimada (d) = (a) * (b)	(72)	231	(43)	7	94	89
Variação das provisões técnicas - comissão - estimada (e) = (a) * (c)	18	(56)	10	(2)	(23)	(29)

Fonte: Quadros 2 e 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Brasilseg - Sinistralidade estimada dos prêmios dos ramos agrícolas ressegurados (%)	2014	2015	2016	2017	2018	9M19
Prêmios emitidos cedidos	(563)	(628)	(820)	(913)	(960)	(816)
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmios - estimada	(72)	231	(43)	7	94	89
Prêmios ganhos cedidos brutos de comissão - estimados	(634)	(397)	(863)	(906)	(866)	(727)
Recuperação de sinistros	364	444	819	625	650	890
Sinistralidade - estimada	57%	112%	95%	69%	75%	123%

Fonte: Quadros 2 e 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Em relação ao comentário feito sobre a mediana da sinistralidade do ramo Penhor Rural entre 2014 e 2018, segue a memória de cálculo. A metodologia é a mesma utilizada acima para os ramos agrícolas.

Brasilseg - Resultado com Resseguro no ramo Penhor Rural (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018
Prêmios emitidos cedidos	(95)	(114)	(124)	(140)	(72)
(+) Comissão de resseguro	38	26	31	40	16
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(57)	(87)	(94)	(100)	(56)
(+/-) Variação das provisões técnicas	(7)	16	7	13	(34)
Prêmios ganhos cedidos líquidos de comissão	(64)	(71)	(87)	(87)	(90)
(+) Recuperação de sinistros	16	17	33	36	25
Total	(47)	(55)	(54)	(51)	(66)

Fonte: Quadros 2 e 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Distribuição da variação das provisões técnicas (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018
Prêmios emitidos cedidos líquidos de comissão	(57)	(87)	(94)	(100)	(56)
Variação das provisões técnicas	(7)	16	7	13	(34)
Variação das provisões técnicas (% Prêmio emitido cedido líquido de comissão) (a)	11,5%	-18,4%	-7,1%	-12,5%	60,7%
Prêmios emitidos cedidos (b)	(95)	(114)	(124)	(140)	(72)
Comissão de resseguro (c)	38	26	31	40	16
Variação das provisões técnicas - prêmios - estimada (d) = (a) * (b)	(11)	21	9	18	(43)
Variação das provisões técnicas - comissão - estimada (e) = (a) * (c)	4	(5)	(2)	(5)	9

Fonte: Quadros 2 e 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Brasilseg - Sinistralidade estimada dos prêmios do ramo Penhor Rural cedidos (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018	Mediana
Prêmios emitidos cedidos	(95)	(114)	(124)	(140)	(72)	
(+/-) Variação das provisões técnicas - prêmios - estimada	(11)	21	9	18	(43)	
Prêmios ganhos cedidos brutos de comissão - estimados	(105)	(93)	(115)	(122)	(115)	
Recuperação de sinistros	16	17	33	36	25	
Sinistralidade - estimada	15%	18%	28%	29%	21%	21%

Fonte: Quadros 2 e 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

A tabela a seguir explicita o impacto mencionado da sinistralidade do Penhor Rural sobre a sinistralidade consolidada do prêmio ressegurado:

Brasilseg - Impacto do Penhor Rural na sinistralidade do prêmio ressegurado (R\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018	Mediana
Ramos Agrícolas						
Prêmios ganhos cedidos brutos de comissão - estimados	(634)	(397)	(863)	(906)	(866)	
Recuperação de sinistros	364	444	819	625	650	
Sinistralidade - estimada	57%	112%	95%	69%	75%	75,0%
Ramos Agrícolas + Penhor Rural						
Prêmios ganhos cedidos brutos de comissão - estimados	(740)	(490)	(978)	(1.030)	(983)	
Recuperação de sinistros	380	461	852	660	674	
Sinistralidade - estimada	51%	94%	87%	64%	69%	68,6%

Fonte: Quadros 2 e 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

11 Diferenças encontradas nas informações reportadas

11.2 Diferenças entre as variações das provisões técnicas nas notas explicativas do 3T19

Nesta seção, através da reconciliação de diversas fontes, calculamos a variação das outras provisões técnicas da Companhia no exterior. A metodologia utilizada se sustenta na constatação de que a linha “variação das provisões técnicas” apresentada na nota explicativa “3.1 Demonstração de resultados – Visão por segmento de negócio” é composta pelas rubricas “variação das provisões técnicas – prêmios”, “variação das provisões técnicas – outras provisões”, “variação das provisões técnicas – prêmio cedido” e “variação das provisões técnicas

– outras provisões” (do resultado com retrocessão) expostas na nota explicativa “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação”.

Variação das outras provisões técnicas (R\$ milhões)	3T19
Variação das provisões técnicas - prêmio (Nota 3.3)	(314)
Variação das provisões técnicas - prêmio cedido (Nota 3.3)	(78)
Variação das provisões técnicas - outras provisões técnicas (Nota 3.3)	21
Variação das provisões técnicas - outros ativos de retrocessão (Nota 3.3)	0
Variação das provisões técnicas (Nota 3.1)	(370)

Fonte: Notas explicativas “3.1 Demonstração de resultados – Visão por segmento de negócio” e “3.3 Demonstrações de resultados – Conciliação”.

Além da variação das provisões técnicas do consolidado, exposta na tabela acima, a nota explicativa 3.1 também detalha sua composição entre Brasil e exterior. Nosso procedimento foi de, ao partirmos do valor apresentado para o exterior e deduzirmos os demais componentes, isolarmos a variação das outras provisões técnicas por resíduo. Buscamos, então, as seguintes fontes:

- 1) Variação das provisões técnicas – prêmio: Nota explicativa “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)”.
- 2) Variação das provisões técnicas – prêmio cedido: Quadro 327 da base de dados da SUSEP. A partir do 2T19, a Companhia deixou de divulgar em suas notas explicativas os componentes do resultado com retrocessão por segmento de atuação. Por esse motivo, passamos a utilizar a variação das provisões técnicas de prêmios cedidos oriunda do Quadro 327 da base da SUSEP. Como esse quadro informa a variação das provisões técnicas de prêmios cedidos e comissões recebidas de forma consolidada, adotamos a metodologia de alocá-los respeitando a proporção entre prêmios e comissões da Companhia.
- 3) Variação das provisões técnicas – outros ativos de retrocessão: Nota Explicativa “9. Ativos de retrocessão - provisões técnicas”. Nesse caso, usamos a variação no saldo dos ativos de retrocessão de outras provisões. No exterior, o saldo estava zerado até o 2T19 e foi para R\$ 0,6 milhão no 3T19.

11.3 Diferenças na receita de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL

Em referência à tabela que compara a variação do saldo no balanço e a receita reconhecida na DRE do Ajuste de salvados e ressarcidos da PSL retida, segue a memória de cálculo para cada uma das duas variáveis:

Saldo do Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida (R\$ milhões)	jan/19	fev/19	mar/19	abr/19	mai/19	jun/19	jul/19	ago/19	set/19	Acumulado 9M19
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	-	31	144	744	726	467	472	478	790	790
(-) Ativo redutor - Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL	-	(5)	(5)	(377)	(374)	(1)	(2)	(2)	(185)	(185)
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida	-	26	139	367	352	466	470	476	605	605
Delta do saldo no balanço		26	113	228	(15)	114	4	6	129	605

Fonte: Quadro 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

Receita de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida (R\$ milhões)	jan/19	fev/19	mar/19	abr/19	mai/19	jun/19	jul/19	ago/19	set/19	Acumulado 9M19
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	-	31	113	439	(18)	(248)	5	2	311	636
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos do Ativo de Retrocessão PSL	-	(4)	0	(372)	3	351	(0)	0	(183)	(205)
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL retida	-	27	113	67	(15)	103	5	3	129	431

Fonte: Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

11.4 Diferenças na alocação das receitas e despesas de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL por linha de negócio

Em relação à tabela na qual abordamos a aparente discordância entre as movimentações de balanço e resultado no mês de junho, apresentamos a memória de cálculo a seguir:

Saldo do Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida (R\$ milhões)	mai/19	jun/19	Delta
Aeronáuticos			
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	-	-	-
(-) Ativo redutor - Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL	-	-	-
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida	-	-	-
Patrimonial			
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	408	447	39
(-) Ativo redutor - Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL	(372)	(0)	372
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida	36	447	410
Exterior			
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	310	9	(300)
(-) Ativo redutor - Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL	-	-	-
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida	310	9	(300)
Demais grupos de ramos			
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	8	11	3
(-) Ativo redutor - Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL	(2)	(1)	0
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida	6	10	4
Total			
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	726	467	(258)
(-) Ativo redutor - Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL	(374)	(1)	372
Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida	352	466	114

Receita de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL Retida (R\$ milhões)	jun/19
Aeronáuticos	
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	35
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos do Ativo de Retrocessão PSL	350
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL retida	386
Patrimonial	
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	(92)
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos do Ativo de Retrocessão PSL	0
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL retida	(92)
Exterior	
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	(195)
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos do Ativo de Retrocessão PSL	-
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL retida	(195)
Demais grupos de ramos	
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	3
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos do Ativo de Retrocessão PSL	0
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL retida	4
Total	
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL bruta de retrocessão	(248)
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos do Ativo de Retrocessão PSL	351
Receita/(despesa) de Ajuste de Salvados e Ressarcidos da PSL retida	103

Fonte: Quadros 329 e 330 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP extraída no dia 23/12/2019.

Apêndice B

No Apêndice B, apresentamos uma tabela comparando as composições da recuperação de sinistros informada pelas seguradoras no Quadro 6 *versus* a informada no Quadro 51. Os valores percentuais ali expressos tiveram como base os montantes apresentados a seguir.

Seguradoras - Recuperação de Sinistros (R\$ milhões)	2018		Diferença
	Recuperação de Sinistros por Segmento (Quadro 6)	Recuperação de Sinistros por Contraparte (Quadro 51)	
Patrimonial	2.592	2.573	(18)
Rural	1.338	1.340	2
Aeronáuticos	762	756	(6)
Riscos Financeiros	503	502	(2)
Pessoas	425	461	37
Responsabilidades	442	441	(1)
Transportes	430	430	(0)
Marítimos	88	88	0
Petróleo	3	2	(1)
Demais grupos de ramos	325	359	34
Total	6.908	6.952	45

Fonte: Quadro 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) e Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.
Obs.: O segmento "Pessoas" na tabela acima inclui tanto o grupo "Pessoal Coletivo" quanto o grupo "Pessoal Individual".

Apêndice B – Considerações adicionais sobre a recuperação de sinistros por contraparte

Conforme explicado na seção “1.5 Considerações sobre a recuperação de sinistros por contraparte reportada pelas seguradoras”, a informação de recuperação de sinistros por contraparte, fornecida pelas seguradoras através do Quadro 51, apresenta forte aderência aos valores contábeis reportados pelas mesmas, quando consideramos todo o período desde o início de 2017.

Seguradoras - Recuperação de Sinistros (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado des de 2017
Indenização de Sinistros - Recuperação	5.675	6.638	6.734	19.047
Despesas com Sinistros - Recuperação	209	289	282	780
Recuperação de Sinistros Contábil (Quadro 23)	5.884	6.927	7.016	19.827
Recuperação de Sinistros por Contraparte (Quadro 51)	5.793	6.952	6.969	19.714
Diferença (%)	-1,6%	0,4%	-0,7%	-0,6%

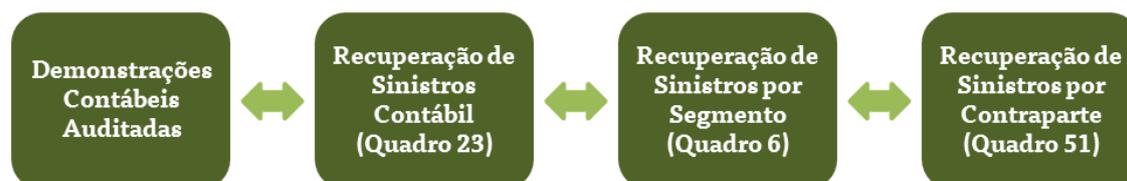
Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) e Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Ademais, a informação da recuperação de sinistros por contraparte disponibilizada pela SUSEP conta com a abertura por grupo de ramos. A tabela abaixo, que contém os dados do ano de 2018, exemplifica como a composição por modalidade da recuperação de sinistros reportada através do Quadro 51 também é aderente às demonstrações contábeis.

Seguradoras - Recuperação de Sinistros (%)	2018		Diferença
	Recuperação de Sinistros por Segmento (Quadro 6)	Recuperação de Sinistros por Contraparte (Quadro 51)	
Patrimonial	38%	37%	-0,5%
Rural	19%	19%	-0,1%
Aeronáuticos	11%	11%	-0,2%
Riscos Financeiros	7%	7%	-0,1%
Pessoas	6%	7%	0,5%
Responsabilidades	6%	6%	-0,1%
Transportes	6%	6%	0,0%
Marítimos	1%	1%	0,0%
Petróleo	0%	0%	0,0%
Demais grupos de ramos	5%	5%	0,5%

Fonte: Quadro 6 (tabela SES_ValoresMovRamos) e Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019. Ver Apêndice A para memória de cálculo. Obs.: O segmento “Pessoas” na tabela acima inclui tanto o grupo “Pessoal Coletivo” quanto o grupo “Pessoal Individual”.

Tal consistência entre as informações regulatórias e contábeis é garantida por uma série de críticas/cruzamentos existentes no Manual de Preenchimento do FIP/SUSEP, que determinam que as seguradoras preencham os dados de forma que haja coerência entre o conteúdo dos diferentes Quadros. No corpo do documento principal, destacamos a lógica dos cruzamentos da SUSEP, através da figura que segue:



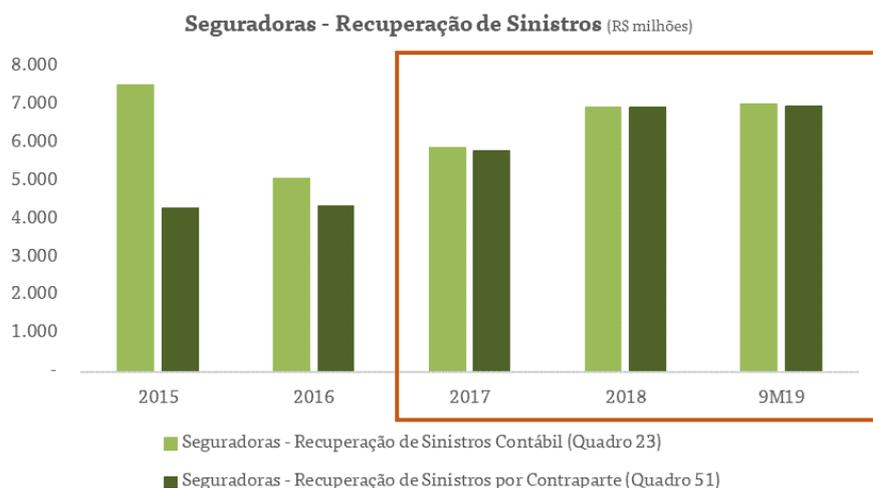
No caso do Quadro 51, especificamente, a regra que garante essa confiabilidade é a crítica/cruzamento 8239, que determina que a rubrica “Recuperações” deve ser igual à soma das linhas “Resseguros” e “Despesas”, do Quadro 6.

8239	(Q6) Para cada ramo, a(s) linha(s): Resseguros (+) Despesas	12217 (+) 12220	tem que ser igual a	(Q51) Para cada ramo, somatório da(s) linha(s): Recuperações
Início: 1/6/2016				
Fim: 1/1/2100				

Fonte: Manual de Preenchimento do FIP/SUSEP, versão de outubro de 2019.

Cabe a ressalva, entretanto, que essa confiabilidade nem sempre foi garantida. Como exposto na imagem acima, o início da vigência dessa crítica/cruzamento foi em junho de 2016. Antes disso, o regulador não realizava o cruzamento entre as informações fornecidas em cada um dos Quadros, o que naturalmente fazia com que algumas seguradoras negligenciassem o preenchimento correto dos dados.

Observando o histórico disponível do Quadro 51, que começa a partir de 2015, fica visível a melhora da aderência da informação a partir do início da vigência da regra. Na intenção de garantir que nossa análise incluía apenas dados de alta confiabilidade, optamos por considerar apenas os 33 meses a partir de janeiro de 2017, primeiro ano para o qual a regra 8239 foi válida para todo o período. Em nossa análise, essa foi uma coincidência fortuita, visto que o período de 2017 é tratado no documento principal como aquele de maior interesse por ser o primeiro exercício do IRB como empresa listada em bolsa de valores.



Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) e Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Ainda sobre o Quadro 51, é válido um comentário em relação às suas rubricas “Cessões” e “Comissões de resseguro”, na qual as seguradoras informam o volume de prêmios de resseguro cedidos e comissões de resseguro recebidas, por contraparte. Assim como para a informação de sinistros a recuperar, a SUSEP determina que os valores de prêmios cedidos líquidos de comissão estejam coerentes com a informação contábil, conforme estabelecido na regra 7103.

7103	Valor Total de Prêmio Cedido em Resseguro menos o valor de Prêmio de Resseguro – RVNE (Quadro 2) <i>Quadros/Campos:</i> <ul style="list-style-type: none"> • 2.1.1.4. Prêmio Cedido em Resseguro • 2.1.1.4.4 Prêmio de Resseguro – RVNE 	Tem que ser igual a	Valor Total do somatório do campo cessões do Quadro 51 menos comissão resseguradora (Quadro 51) <i>Quadros/Campos:</i> Cessão Comissão
Início: 09/2011			
Fim: 01/2100			

Fonte: Manual de Preenchimento do FIP/SUSEP, versão de outubro de 2019.

Nesse caso, porém, a regra se revela problemática. De acordo com a tabela “Ses_campos”, da base de dados da SUSEP, os campos “2.1.1.4. Prêmio Cedido em Resseguro” e “2.1.1.4.4 Prêmios de Resseguro – RVNE”, com os quais o cruzamento deveria ser feito, se encontram inativos desde dezembro de 2013. Dessa forma, torna-se impossível a realização de cruzamento de informações por parte do regulador, o que potencializa a possibilidade de erro por parte das seguradoras.

Ao observarmos o histórico dos dados, notamos que os valores informados no Quadro 51 em prêmios e comissões guardam relação com os prêmios cedidos líquidos de comissão. No entanto, o nível de aderência não é o desejável, havendo um viés que mostra valores reportados no Quadro 51 consistentemente inferiores àqueles reportados nas informações contábeis.



Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) e Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Essa informação parece sugerir que, ainda que a maior parte das cedentes informe corretamente os seus prêmios cedidos, uma menor parte delas deve negligenciar essa informação devido à ausência do *enforcement*. Por esse motivo, não consideramos a informação de prêmios cedidos advinda do Quadro 51 em nossa análise. Para estimar o *market share* de prêmios dos três grupos definidos em nossa análise, quais sejam IRB, Demais Resseguradoras Locais e Resseguradoras *Offshore*, utilizamos o Quadro 2 da base SES da SUSEP, além do Quadro 23, que contém a DRE das resseguradoras locais.

Finalmente, ressalta-se que, na avaliação da Squadra, conforme demonstrado no documento principal e no início deste apêndice, desde o início de 2017, a informação da recuperação de sinistros avisados é aderente com as informações contábeis das cedentes. No gráfico abaixo, colocamos a comparação das informações por trimestre desde o primeiro trimestre de 2017.



Fonte: Quadro 23 (tabela SES_Balanco) e Quadro 51 (tabela Ses_Cessos_Recebidas) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Apêndice C – Considerações adicionais sobre o desenvolvimento de prêmios e sinistros por ano de subscrição

Neste apêndice, tecemos algumas considerações adicionais sobre o uso dos Triângulos de Prêmios e Sinistros para o cálculo da sinistralidade. Dividimos os assuntos em tópicos, de forma a facilitar o entendimento.

- **Salvados e Ressarcimentos / Expectativa de Salvados e Ressarcimentos da PSL**

O Triângulo de Sinistros não inclui a receita com salvados e ressarcimentos relativos aos sinistros já liquidados. Por outro lado, a Companhia constitui expectativa de salvados e ressarcimentos como ajuste redutor da provisão de sinistros ocorridos e não pagos (PSL).

No critério líquido de retrocessão, o saldo de expectativa de salvados e ressarcimentos reconhecidos como redutor da PSL era de R\$ 605 milhões no fechamento de setembro de 2019. Como comparação, a receita com salvados e ressarcimentos foi de R\$ 348 milhões no acumulado desde 2017 até o terceiro trimestre de 2019, o que denota como o saldo de expectativa de salvados e ressarcimentos reconhecido pela Companhia é significativo em relação ao seu histórico de recuperações.

Receita de salvados e ressarcimentos (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Salvados e Ressarcidos	53	241	54	348
% Prêmios Ganhos	1%	5%	1%	3%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Encontramos menção a essa constituição, de montante muito relevante para o resultado corrente e para as provisões, apenas através da base de dados da SUSEP. Como consequência, não sabemos como a expectativa de salvado e ressarcimento da PSL está sendo reconhecida no Triângulo de Sinistros. Considerando que se trata de um redutor do saldo da PSL, as hipóteses são de que ela esteja reduzindo o valor dos sinistros avisados, majorando o valor informado de pagamento de sinistros ou ainda que não esteja incluída no informe ano a ano do Triângulo. Caso ela não esteja sendo alocada no Triângulo por cada ano de subscrição, entendemos que a única rubrica remanescente para a expectativa de salvados e ressarcidos de a PSL estar contabilizada é dentro do “Passivo em relação a anos anteriores a 2014”.

Novamente, reforçamos que não temos elementos para saber de que forma a Companhia está alocando esse ajuste redutor da PSL. Todavia, por conservadorismo e, no intuito de evitar que a comparação realizada em nosso estudo majore indevidamente as diferenças encontradas entre a sinistralidade da DRE e a sinistralidade por ano de subscrição de contratos, adotamos como hipótese que a expectativa de salvados e ressarcidos da PSL não está sendo alocada ano a ano no Triângulo. Por isso, em nossa análise, devemos considerar que a sinistralidade da DRE acumulada desde 2017 (gerencial de 56% e contábil de 57%) inclui a receita de salvados e ressarcimentos.

Pelos quadros, a seguir, nota-se que a sinistralidade da DRE acumulada desde 2017, calculada antes da receita de salvados e ressarcimentos é de 59%, no critério gerencial, e de 60%, no padrão contábil.

Sinistralidade Contábil (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado
Prêmios Ganhos	3.906	4.796	4.033	12.735
Sinistros retidos	(2.283)	(2.559)	(2.425)	(7.267)
Sinistralidade Contábil	58%	53%	60%	57%

Sinistralidade Contábil antes de salvados e ressarcimentos (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado
Prêmios Ganhos	3.906	4.796	4.033	12.735
Sinistros retidos antes de salvados e ressarcimentos	(2.337)	(2.800)	(2.478)	(7.615)
Sinistralidade Contábil antes de salvados e ressarcimentos	60%	58%	61%	60%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Sinistralidade Gerencial (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado
Prêmios Ganhos	3.906	4.797	4.051	12.754
Sinistros retidos	(2.304)	(2.683)	(2.151)	(7.138)
Sinistralidade Gerencial	59%	56%	53%	56%

Sinistralidade Gerencial antes de salvados e ressarcimentos (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado
Prêmios Ganhos	3.906	4.797	4.051	12.754
Sinistros retidos antes de salvados e ressarcimentos	(2.358)	(2.924)	(2.204)	(7.486)
Sinistralidade Contábil antes de salvados e ressarcimentos	60%	61%	54%	59%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Abordamos o reconhecimento contábil da expectativa de salvados e ressarcidos da PSL realizado pela Companhia com mais detalhes na seção “4.3 Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL”. Na seção “4.4 Reversão de Provisões de Sinistros de anos de subscrição anteriores a ”, por conservadorismo e com intuito de evitar risco de dupla contagem, também adotamos a hipótese de que a Companhia alocou o ajuste redutor como “Passivo em relação a anos anteriores a 2014”, apesar da aparente incoerência com a nomenclatura utilizada.

Por outro lado, cabe ressaltar que, caso a Companhia faça a alocação da expectativa de salvados e ressarcidos por ano de subscrição, as diferenças encontradas entre a sinistralidade da DRE e a sinistralidade por safras seriam maiores e a deterioração dos sinistros ocorrida no exercício de 2019 ainda mais expressiva do que o apontado na seção “3.7 Elevado volume de sinistros nos primeiros nove meses de 2019”. Como o IRB passou a reconhecer esse ajuste redutor da PSL apenas no ano de 2019, é possível que o volume de sinistros avisados tenha sido ainda maior e esteja minorado pela constituição da expectativa de salvados e ressarcidos. Do mesmo modo, dada a magnitude do montante reconhecido, as sinistralidades de 71% (safras 2014-2018) e de 76% (safras 2016-2018) estariam sendo calculadas considerando um recebimento futuro de salvados e ressarcidos bastante superior ao histórico de recuperações da Companhia.

- **Prêmios ganhos**

De acordo com a nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”, pelo padrão de divulgação das informações trimestrais da Companhia no primeiro e segundo trimestres de 2019, o IRB não inclui os prêmios ganhos RVNE e parte dos prêmios provenientes de sua sucursal na Argentina (ESBAS) no seu Triângulo de Prêmios Ganhos. Além disso, as constituições e reversões de “Outras provisões”, que incluem a provisão de excedentes técnicos (PET) e a provisão de despesas relacionadas (PDR), também não são consideradas pela Companhia no Triângulo de Prêmios. Como a Companhia constituiu PET no acumulado de 2017 a 2019, esse é um efeito no sentido oposto aos dois destacados anteriormente, gerando uma compensação. Ao final, trata-se de prêmios de pequeno montante e que não geram alterações relevantes nos cálculos efetuados.

As tabelas a seguir explicitam os efeitos dos prêmios ganhos RVNE e da constituição das “outras provisões”, que é composta basicamente pela PET. Não temos números disponibilizados pela Companhia para fazemos a comparação para 2017 e para o 3T19.

Prêmios ganhos RVNE (R\$ milhões)	2018	1S19	Acumulado desde 2018
Prêmios Ganhos - RVNE	15	31	45
Prêmio Ganho - Contábil	4.796	2.617	7.412
Prêmios RVNE (% Prêmio Ganho Contábil)	0%	1%	1%

Varição de Outras Provisões Técnicas (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Varição de Outras Provisões Técnicas	(83)	(93)	1	(175)
Prêmio Ganho - Contábil	3.906	4.796	2.617	11.318
Var. Outras Provisões (% Prêmio Ganho Contábil)	-2%	-2%	0%	-2%

Fonte: Notas explicativas “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação” e 25.4 Resultado com retrocessão”.

Sobre os prêmios da sucursal argentina, os números informados para o ano de 2018 indicam que eles são em grande parte considerados no desenvolvimento de prêmios. No ano de 2018, a Companhia destacou R\$ 28 milhões como prêmios ganhos brutos de retrocessão da sucursal argentina que não foram reconhecidos no desenvolvimento de prêmios por ano de subscrição, enquanto os prêmios de sucursais no exterior foram de R\$ 144 milhões. Como a sucursal londrina ainda se encontrava inativa e posteriormente “em processo de retomada”, a sucursal argentina responde pela quase totalidade dos prêmios ganhos de sucursais no exterior. Na tabela a seguir, não temos números disponibilizados pela Companhia para fazemos a comparação para 2017 e para o 3T19.

Prêmios Ganhos da Sucursal Argentina (R\$ milhões)	2018	1S19	Acumulado desde 2018
Prêmios Ganhos - Sucursal Argentina	28	43	71
Prêmio Ganho - Contábil	4.796	2.617	7.412
Sucursal argentina (% Contábil)	1%	2%	1%

Fonte: Notas explicativas “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Todos os efeitos considerados, quando fazemos a comparação entre os prêmios ganhos reconhecidos no Triângulo e os prêmios ganhos na DRE contábil, para o período acumulado de 2018 e primeiro semestre de 2019, os números são bem aproximados, conforme pode ser visto na tabela abaixo.

Prêmios Ganhos (R\$ milhões)	2018	1S19	Acumulado desde 2018
Prêmios Ganhos - Anos do Triângulo	4.474	2.411	6.886
Prêmios Ganhos - Anos anteriores a 2014	372	131	503
Prêmios Ganhos - Triângulo	4.846	2.542	7.388
Prêmios Ganhos - Contábil	4.796	2.617	7.412
Prêmios Ganhos - Triângulo (% Contábil)	101%	97%	100%

Fonte: Notas explicativas “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”, “25.1 Prêmios ganhos – principais grupos de atuação” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Dessa forma, qualquer eventual alteração no cálculo da sinistralidade advinda dessa diferença de critério de reconhecimento de prêmio ganho seria pouco relevante e, portanto, não conduziria a conclusões diversas das apresentadas em nossa análise.

A partir do ITR do terceiro trimestre de 2019, o IRB mudou seu critério de divulgação, deixando de informar isoladamente os componentes RVNE, sucursal argentina e prêmios ganhos anteriores a 2014, passando a reportar todas as diferenças entre os prêmios ganhos na DRE e no Triângulo como “demais componentes”. O novo padrão de divulgação impossibilita a reconciliação feita na tabela anterior para o terceiro trimestre de 2019.

- **Despesas Financeiras / Variação cambial**

Na nota explicativa de desenvolvimento de prêmios e sinistros, a Companhia não fornece abertura por linhas de negócio. Entendemos que, em virtude do crescimento em riscos no exterior, poderia avaliar vir a fazê-lo, seja através de uma divisão entre Brasil e Exterior ou adotando uma discriminação por moeda na qual os prêmios são subscritos. Nesse caso, poderia fazer a divisão entre real e moeda estrangeira.

De todo modo, a desvalorização significativa do real frente ao dólar ocorreu nos anos de 2014 e 2015. A partir de 2016, o câmbio apresentou oscilação ano a ano, mas não uma tendência de desvalorização significativa. Lembrando que, conforme demonstrado na seção “3.4 Sinistralidade de 76% nos anos de subscrição recentes”, os anos de subscrição a partir de 2016 nos interessam especialmente por terem sido aqueles mais relevantes para os prêmios ganhos do IRB desde o seu IPO. Além disso, dentre os anos de subscrição com histórico informado nos Triângulos de Prêmios e Sinistros, são aqueles que apresentam a maior sinistralidade. Na tabela abaixo, apresentamos a variação do dólar médio ano a ano.

Dólar médio (USD/BRL)	2016	2017	2018	9M19	Média jan/16-set/19
Dólar médio	3,48	3,19	3,66	3,89	3,53
Variação YoY		-8%	15%	6%	

Fonte: Bloomberg.

Para investigar se a variação cambial teria causado um aumento relevante dos sinistros em relação aos prêmios ganhos, em virtude do reconhecimento contábil do prêmio ganho comumente preceder o pagamento de sinistros, podemos olhar as despesas financeiras relacionadas a provisões de sinistros. Com base nas informações disponíveis, porém, não nos parece haver uma forma precisa para se averiguar como foi a despesa financeira relacionada a essas provisões e isolar o seu componente de variação cambial.

Em relação ao componente IBNR, podemos estimar as despesas financeiras, que acreditamos ser majoritariamente decorrentes de variações cambiais, ao verificarmos as diferenças entre receitas/despesas reconhecidas na DRE e a variação de saldos no balanço patrimonial. Percebe-se que os montantes acumulados são baixos.

Despesas Financeiras estimadas de IBNR (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Saldo de IBNR retida no início do (+/-) Constituição / (Reversão) de IBNR retida	852	1.148	1.589	
	300	354	(232)	
Saldo de IBNR antes de despesas financeiras	1.152	1.502	1.357	
Saldo de IBNR verificado ao final do período	1.148	1.589	1.391	
Diferença (Estimativa de despesas financeiras)	4	(87)	(33)	(117)

Fonte: Notas explicativas “9. Ativos de retrocessão - provisões técnicas”, “19.2 Provisões de sinistros a liquidar e de sinistros ocorridos mas não avisados”, “25.2 Sinistros ocorridos - principais grupos de atuação (Bruto de retrocessão)” e “25.4 Resultado com retrocessão”.

Nota-se que o efeito estimado, de acordo com o cálculo apresentado acima, foi baixo. Além disso, não temos como alocá-lo por ano de subscrição e nem mesmo precisar qual parcela dele é referente às provisões de anos de subscrição expostos no Triângulo e qual relacionado a provisões de anos anteriores a 2014.

Para o componente PSL, não temos como realizar a mesma conta destacada acima, pois a provisão de sinistros a liquidar é reduzida quando há o pagamento efetivo de sinistros.

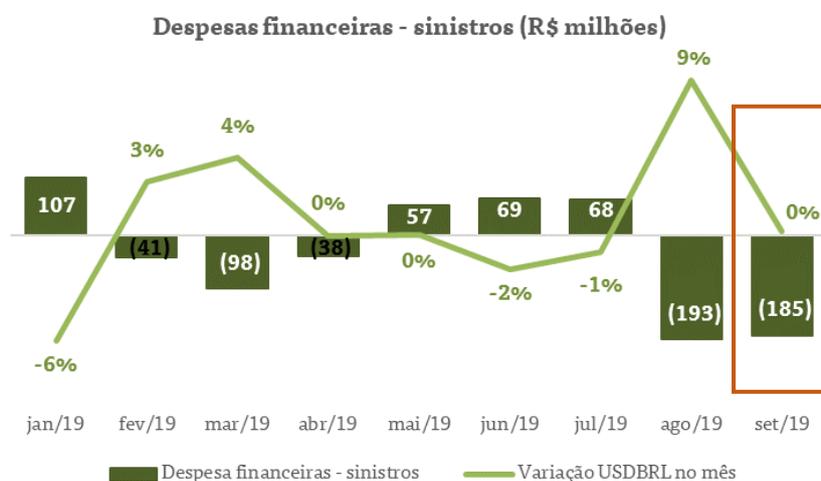
Todavia, na base SES da SUSEP, estão disponíveis os valores que a Companhia reportou para o regulador, através do Quadro 329 do FIPSUSEP, de quanto foram as despesas financeiras da Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL) mês a mês. Essa linha, que ao longo de 2017, 2018 e primeiro semestre de 2019 apresentou montante acumulado baixo, ganhou maior relevância no último resultado reportado do 3T19. Nesse trimestre, a despesa financeira relacionada à PSL retida reportada pela Companhia para a SUSEP foi de R\$ 393 milhões. A análise dos dados mensais reportados, porém, indica que a maior parte desse aumento está relacionado a fatores que não o componente cambial.

Despesas financeiras da PSL (R\$ milhões)	2017	2018	1T19	2T19	3T19	Acumulado desde 2017
Despesas financeiras - sinistros	(53)	(74)	(31)	87	(310)	(380)
Recuperação das despesas financeiras - sinistros	(70)	25	18	80	(83)	(30)
Despesas financeiras retidas - sinistros	(123)	(49)	(13)	167	(393)	(410)

Fonte: Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Observando o comportamento histórico dessas despesas, é possível constatar que, na maior parte dos meses, existe uma correlação com a variação do real *versus* o dólar no período. Nos meses em que há uma desvalorização do real frente ao dólar, as provisões em moeda estrangeira da Companhia aumentam de valor ao serem convertidas para reais. Naturalmente, isso se traduz em uma despesa financeira na DRE. Quando há valorização do real frente ao dólar, o movimento é oposto, gerando uma receita financeira.

Entretanto, como fica claro no gráfico abaixo, que considera apenas as despesas financeiras associadas à PSL bruta de retrocessão, apesar do componente cambial ser o fator mais determinante dessa linha, existem meses em que o comportamento difere substancialmente do que seria esperado.



Fonte: Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019, Bloomberg.

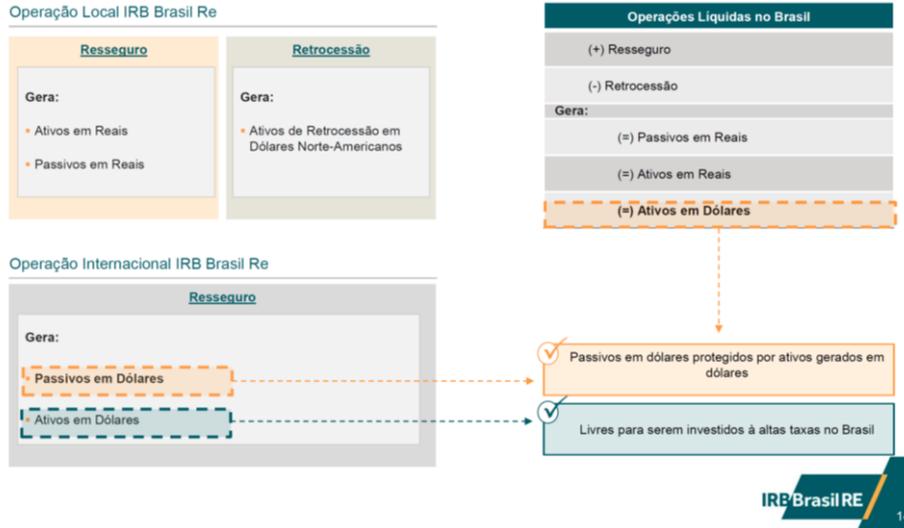
Em setembro de 2019, por exemplo, a Companhia reportou para a SUSEP uma relevante despesa no montante de R\$ 185 milhões, a despeito do câmbio estável no mês. É provável que algum outro fator, que não a variação cambial, tenha gerado tal despesa.

Diagnóstico semelhante pode ser feito para a recuperação das despesas financeiras, associada aos ativos de retrocessão PSL da Companhia. De acordo com o destacado pela Companhia em sua apresentação institucional, seria esperado que os ativos de retrocessão fossem em sua maior parte denominados em dólares norte-americanos.

Vantagens Competitivas Únicas

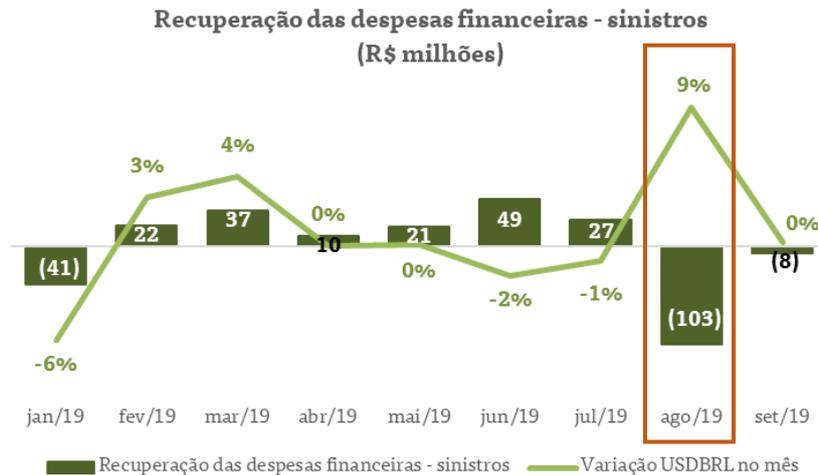
Sólido balanço patrimonial – Hedge Natural

A parceria do IRB com resseguradoras internacionais é um *hedge* natural da taxa de câmbio, permitindo que os prêmios internacionais sejam investidos à taxas mais elevadas no Brasil



Fonte: Apresentação Institucional de maio de 2018.

Observa-se que, no princípio do ano, meses em que o dólar se valorizou em relação ao real apresentaram receita financeira, e vice-versa. Nota-se, todavia, que esse padrão não ocorreu em junho, julho e agosto de 2019. Especialmente no mês de agosto de 2019, no qual houve uma grande desvalorização do real frente ao dólar, a Companhia reportou uma despesa financeira em relevante montante de R\$ 103 milhões. Pensando no componente de variação cambial, seria natural esperar uma grande receita financeira.



Fonte: Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019, Bloomberg.

Considerando o exposto acima, acreditamos que, em comparação às despesas financeiras da PSL de R\$ 393 milhões no 3T19, o componente relacionado à variação cambial foi significativamente inferior a esse montante. Apenas a despesa financeira de R\$ 103 milhões advinda dos ativos de retrocessão no mês de agosto, quando o dólar subiu 9%, somada aos R\$ 185 milhões de despesas financeiras advindas da PSL bruta no mês de setembro, quando o dólar ficou estável, totalizam R\$ 288 milhões – valor que abrange quase a totalidade da despesa financeira da PSL no trimestre.

Ainda que não tenhamos informações suficientes para averiguar a acurácia e saber as razões das elevadas despesas financeiras da PSL no trimestre, por conservadorismo, na seção “3.7 Elevado volume de sinistros nos primeiros nove meses de 2019” do Relatório de Análise, consideramos essas despesas financeiras e as alocamos como integralmente advindas das provisões dos anos de subscrição de 2014 a 2018. Caso não tivéssemos procedido dessa forma, o valor calculado de desenvolvimento de sinistros das safras de 2014 a 2018 seria maior do que o apresentado em nosso estudo.

Como colocamos no Relatório de Análise, os critérios de reconhecimento dos prêmios ganhos e sinistros na nota explicativa de desenvolvimento não seguem estritamente o padrão contábil de receitas com prêmios ganhos e despesas com sinistros. Dentre todos os componentes que elencamos, a despesa financeira da PSL é o fator que pode gerar mais divergência entre a sinistralidade calculada com base no Triângulo e a sinistralidade contábil. Por essa razão, fizemos consideração sobre não dispormos dos prêmios e sinistros discriminados por moeda. Sobre o valor da despesa financeira da PSL, o valor que consta na tabela a seguir é reportado pela Companhia para a SUSEP, entretanto, faz-se a ressalva que não é divulgado de forma individualizada nas demonstrações contábeis auditadas.

Despesas financeiras da PSL (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Despesas financeiras - sinistros	(53)	(74)	(253)	(380)
Recuperação das despesas financeiras - sinistros	(70)	25	15	(30)
Despesas financeiras retidas - sinistros	(123)	(49)	(239)	(410)
Despesas financeiras retidas - sinistros (% Prêmio ganho contábil)	-3%	-1%	-6%	-3%

Fonte: Notas explicativas “3. Informações por segmento de negócios”, “25.1 Prêmios ganhos - principais grupos de atuação”, “25.4 Resultado com retrocessão” e Quadro 329 (tabela ses_valoresresmovgrupos) da base de dados SES da SUSEP, extraída no dia 23/12/2019.

Cumpramos ressaltar que, ainda que dispuséssemos das despesas financeiras de sinistros auditadas, não teríamos como discriminar qual foi o impacto dessas despesas financeiras por ano de subscrição, nem mesmo saber se são referentes aos anos a partir de 2014. Por essa razão, não incorporamos o componente das despesas financeiras de sinistros nos cálculos de sinistralidade feitos a partir do Triângulo. A sinistralidade estimada a cada ano no capítulo “3. Sinistralidade por ano de subscrição dos contratos” é obtida apenas através dos números que constam nas demonstrações financeiras da Companhia, sem que tenha sido feita qualquer alocação ou rateio de receitas / despesas que não constam na nota explicativa “2.4.2 Desenvolvimento de prêmios e sinistros”.

Finalmente, a Companhia destaca em seu resultado financeiro um componente denominado “juros de sinistros”, o qual inclusive é realocado gerencialmente para as despesas com sinistros na DRE divulgada no *earnings release*. Não temos como saber o critério adotado pela Companhia para discriminar esse componente dentro de seu resultado financeiro e tampouco se ele inclui as variações cambiais das provisões de sinistros, de forma parcial ou integral. No 3T19, enquanto a despesa financeira da PSL foi elevada e aparentemente explicada em grande parte por fatores não relacionados à variação cambial, os “juros de sinistros” foram positivos em expressivo montante de R\$ 92 milhões.

O acumulado dos “juros de sinistros” reconhecidos desde 2017 segue abaixo, denotando que esse componente não foi relevante para o acumulado do período.

Juros de sinistros (R\$ milhões)	2017	2018	9M19	Acumulado desde 2017
Juros de sinistros	(21)	(124)	187	42

Fonte: Nota explicativa “3. Informações por segmento de negócios”.

Como visto nos itens anteriores, entendemos que a sinistralidade por ano de subscrição calculada a partir do Triângulo de Prêmios e Sinistros pode apresentar pequenas oscilações (para mais ou para menos) em função dos fatores destacados. Contudo, em face das diferenças encontradas e do exposto anteriormente, não consideramos que esses efeitos sejam de magnitude relevante e, por isso, não prejudicam as análises e conclusões apresentadas no capítulo “3. Sinistralidade por ano de subscrição dos contratos” do Relatório de Análise.

Anexo A - Prior Year Developments / Reserve Releases

Berkshire Hathaway



Losses and loss adjustment expenses in 2018 decreased \$288 million (4.0%) compared to 2017, and the loss ratio declined 18 percentage points to 77.6%. Losses incurred from significant catastrophe events in 2018 were approximately \$1.3 billion, which derived from Hurricanes Florence and Michael, Typhoon Jebi and the wildfires in California, including \$1.1 billion in the fourth quarter. Losses from significant catastrophe events in 2017 were approximately \$2.4 billion, which derived from Hurricanes Harvey, Irma and Maria, an earthquake in Mexico, a cyclone in Australia and wildfires in California. There were no significant catastrophe loss events in 2016. **In addition, losses and loss adjustment expenses reflected net gains of \$469 million in 2018, \$295 million in 2017 and \$874 million in 2016 from reductions of estimated ultimate losses for prior years' events.** The net gain in 2018 was primarily due to lower than expected property losses. The net gain from prior years' loss events in 2017 reflected losses from higher than expected property claims and increases in certain United Kingdom ("U.K.") claim liabilities attributable to the U.K. Ministry of Justice's decision to reduce the fixed discount rate required in lump sum settlement calculations of personal injury claims from 2.5% to negative 0.75%.

Fonte: Annual Report 2018 – Berkshire Hathaway Inc.. Trecho destacado pela Squadra

Munich Re



Response to benign emergence of basic losses in line with considered judgement



Actual vs. expected	Changes in projection	Business rationale
Property		Releases follow favourable indications <ul style="list-style-type: none"> ▪ Positive actual-versus-expected indications ▪ Short-tail lines develop relatively quickly ▪ Releases spread across various property lines of business
Specialty ¹		Favourable loss development leads to release <ul style="list-style-type: none"> ▪ Favourable indications across all lines ▪ Reserve release primarily in marine
Casualty		Small releases despite favourable indications <ul style="list-style-type: none"> ▪ Deliberately small reserve release, despite favourable overall actual-versus-expected development ▪ Releases² in personal accident and third-party liability ▪ Cautious reaction to signs of deterioration in selected casualty portfolios

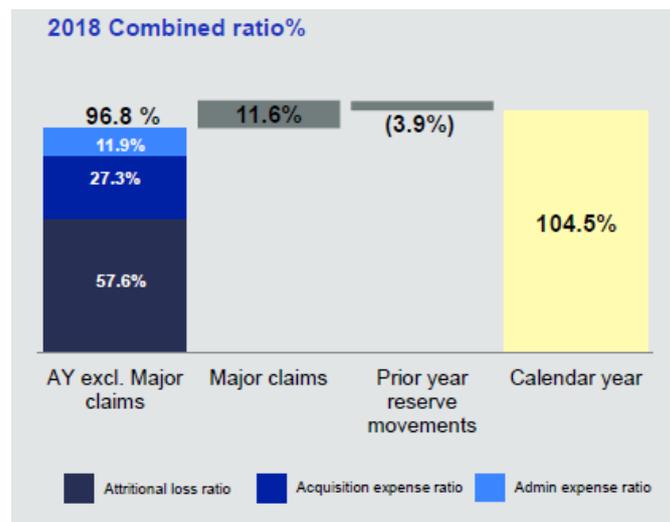
¹ Aviation, credit and marine. ² Reserve releases shown are adjusted for commission effects.

Fonte: Munich Re Analyst and Investor Call 2019 Presentation

	Major losses	Nat cat	Man-made	Reserve releases ¹
2018	11.6	6.7	4.8	-4.6
Q4 2018	17.9	14.1	3.8	-5.8
Ø Annual expectation	~12.0	~8.0	~4.0	~-4.0

Fonte: Munich Re Analyst and Investor Call 2019 Presentation

Lloyd's



Fonte: Analyst Presentation Lloyd's market results, 31 December 2018.

Swiss RE



Prior-year development

Non-life claims development during 2018 on prior years includes favourable development on property and specialty, partially offset by adverse development on casualty. The favourable development on property and specialty is mainly related to the natural catastrophe events in North America and wildfires in California that occurred in 2017. Casualty includes adverse development for motor and liability lines of business.

For the life and health business, the adverse claims development on prior-year business was across a number of lines of business, in particular the individual life and disability portfolios in the US and the group disability portfolio in Australia. This was partially offset by positive experience in other regions, including Continental Europe and Asia. Claims development related to prior years also includes an element of interest accretion for unpaid claims reported at the estimated present value.

A summary of prior-year net claims and claim adjustment expenses development by lines of business for the years ended 31 December is shown below:

SQUADRA

INVESTIMENTOS

USD millions	2017	2018
Line of business:		
Property	-555	-340
Casualty	-67	428
Specialty	-178	-295
Life and health ¹	266	249
Total	-534	42

Fonte: Swiss Re Financial Statements 2018

Anexo B – Escritura pública de compra e venda de participação no Minas Shopping



FAB
Tabelião Hamilton Barros

LIVRO 4369 FOLHA 123 ATO 76

Cartório do Recreio
4º Tabelionato de Notas - Rio de Janeiro - RJ
Tabelião: Hamilton Barros





FAB
Tabelião Hamilton Barros

123 123
4º Tabelionato de Notas
Rio de Janeiro - RJ

Escritura Pública de **Compra e Venda**, na
forma abaixo: _____



SAIBAM quantos a este público instrumento virem que aos dez (10) dias do mês de julho do ano de dois mil e dezenove (2019), nesta cidade do Rio de Janeiro, Capital do Estado do Rio de Janeiro, neste 4º Serviço Notarial da Capital do Estado do Rio de Janeiro, com sede na Avenida das Américas 16.401 – Recreio dos Bandeirantes, perante mim, **ELVIS ALVES PORTELA**, Substituto do Tabelião, compareceu como **OUTORGANTE VENDEDOOR**, doravante denominado simplesmente **"OUTORGANTE": IRB INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A.**, sociedade anônima de capital fechado, sediada nesta Cidade e Estado do Rio de Janeiro, à Avenida Franklin Roosevelt, 115, Sala 502, Centro, CEP 20.021-120, devidamente inscrita no CNPJ sob o nº 24.252.813/0001-80, com seus atos societários devidamente arquivados na Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro – JUCERJA, sob o NIRE 33300319514, com seu Estatuto Social de 26.02.2015, devidamente registrado em 29.02.2016, neste ato representada nos termos de seu estatuto social, por seus diretores, Sr. Paulo Daniel Araújo da Rocha, brasileiro, casado, contador, portador da carteira de identidade nº RJ 095001/O-5 expedida pelo Conselho Regional de Contabilidade do Estado do Rio de Janeiro e inscrito no CPF/ME sob o nº 076.963.957-07, e o Sr. Mário Patrio da Silva Maia, brasileiro, solteiro, engenheiro, portador da carteira de identidade nº 1.990.687 expedida pelo SSP/RN, e inscrito no CPF/ME sob o nº 068.737.604-12, ambos com domicílio profissional na sede do **OUTORGANTE VENDEDOOR**, devidamente confirmado por este escrevente, como delemina a Consolidação Normativa da CGJ/RJ. De outro lado, como **OUTORGADA COMPRADORA**, doravante denominada simplesmente **"OUTORGADA": BRI TRUST DISTRIBUIDORES TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.**, sociedade anônima, com sede na Cidade e Estado de São Paulo, à Rua Iguatemi, 151, 19º Andar (parte), Itaim Bibi, CEP 01451-011, devidamente inscrita no CNPJ sob o nº 13.486.793/0001-42, com seus atos societários devidamente arquivados na Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP, sob o NIRE 35300392655, com seu Estatuto Social de 22.01.2018, devidamente registrado em 18.05.2018, devidamente credenciada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") para o exercício da atividade de administração de carteiras de títulos e valores mobiliários, nos termos do Ato Declaratório Executivo nº 11.784, expedido em 30 de junho de 2011 e Ato Declaratório de Custódia nº 13.244, expedido em 21 de agosto de 2013, na qualidade de Administradora do **VINCI SHOPPING CENTER FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII**, fundo de investimento imobiliário, constituído sob a forma de condomínio fechado nos termos do artigo 2º da Lei 8.666, de 25.06.1993, e do § 1º do artigo 2º da Instrução CVM nº 472, de 31.10.2008, devidamente inscrito no CNPJ sob o nº 17.554.274/0001-25 (FII), com sede na Rua Iguatemi, nº 151, 19º andar, parte, Itaim Bibi, na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, neste ato representada nos termos de seu contrato social por seus bastantes procuradores Rodrigo Amiral de Saites Coelho, brasileiro, casado engenheiro, portador da CNH nº

Av. Das Américas, 16401 / Lj. D - Cep 22790-703 - Tel.: (21) 3434-9400
e-mail: tabelionato@cartoriohbarros.com.br



AAA 016054893

Av. Das Américas, 16401 / Lj. D - Cep 22790-703 - Tel.: (21) 3434-9400
e-mail: tabelionato@cartoriohbarros.com.br

VALIDO EM TODOS OS SERVIÇOS NOTARIAIS EM INTERIO DO ESTADO



Cartório do Recreio
4º Tabelionato de Notas - Rio de Janeiro - RJ
Tabellião: Hamilton Barros

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL

01399000958, expedida pelo DETRAN/RJ, inscrito no CPF sob o nº 090.730.127-40; e Tiago Noronha Ferreira, brasileiro, solteiro, engenheiro, portador do documento de identidade nº 13159133-1, expedida pelo DETRAN/RJ e inscrito no CPF sob o nº 129.836.537-65, ambos residentes e domiciliados nesta Cidade e Estado do Rio de Janeiro, com endereço profissional à Avenida Bartolomeu Mitre, 336, 5º Andar, Leblon, nos termos da procuração lavrada em 05.07.2019, nas Notas do 14º Ofício da Comarca de São Paulo, Estado de São Paulo, às folhas 5467, do Livro 307, devidamente confirmada por este escrevente, como determina a Consolidação Normativa da CGJ/RJ (**OUTORGANTE** e **OUTORGADA** quando designadas em conjunto, simplesmente "**CONTRATANTES**"). Todos capazes, identificados e reconhecidos como sendo os próprios, conforme se verifica em suas cédulas de identidade que me foram apresentadas, do que dou fé, e quem têm suas cópias arquivadas nesta Serventia, bem como de que a presente será remetida nota ao competente Ofício Distribuidor, na forma da Lei. Então, pelo **OUTORGANTE** me foi dito: **1) DO HISTÓRICO:** a) A **OUTORGADA** realizou, previamente à assinatura desta Escritura, auditoria técnica, ambiental, jurídica e financeira, em relação à Fração Ideal (conforme abaixo definida na Cláusula II), ao Promitente Vendedor e seus respectivos antecessores, no tocante aos riscos envolvidos na presente aquisição ("Auditoria de Aquisição"), tendo a **OUTORGADA**, com a conclusão da Auditoria de Aquisição, decidido por prosseguir com a aquisição da Fração Ideal, nos termos adiante propostos; b) Constitui condição essencial do presente negócio, em relação aos termos e preço de aquisição acordado entre as **CONTRATANTES**, que, a partir da imissão na posse da Fração Ideal pela **OUTORGADA**, esta passe a ser responsável por quaisquer Demandas e Perdas (conforme abaixo definidas no item "d" desta Cláusula) decorrentes desta transação, sejam elas futuros, presentes ou pretéritos, mantendo o **OUTORGANTE** sempre indene, nos termos adiante dispostos nesta Escritura, exceto pelo disposto no item "c" desta Cláusula; c) Constitui também condição essencial do presente negócio, em relação aos termos e preço de aquisição acordado entre as **CONTRATANTES**, que, a partir da imissão na posse da Fração Ideal pela **OUTORGADA**, o **OUTORGANTE** seja responsável por quaisquer Demandas e Perdas decorrentes desta transação, sejam elas presentes ou pretéritas, que tenha conhecimento e que não tenha sido informado à **OUTORGADA** no âmbito da Auditoria de Aquisição, incluindo a evicção de direito, mantendo a **OUTORGADA** sempre indene, nos termos adiante dispostos nesta Escritura; e d) Para os fins desta escritura consideram-se: **d.1) Demandas:** significa qualquer ação, procedimento, processo judicial, arbitral ou administrativo, demanda, ordem, notificação judicial ou extrajudicial, reclamação, auto de infração, notificação de descumprimento ou violação, investigação, autuação, notificação de cobrança, procedimento, inquérito judicial ou administrativo, medida liminar, cautelar, ou outra medida correlata, judicial ou extrajudicial, perante qualquer autoridade governamental ("**Demanda**" ou "**Demandas**"); **d.2) Perdas:** significa toda e qualquer perda, dano, prejuízo, desembolso, custo, penalidade, multa, indenização, passivo, contingência, dívida, correção monetária, penhora, constrição, despesa (incluindo honorários e despesas razoáveis de advogados, contadores,

SP - 2577989w2

COPIA DAS NOTAS DO CARTÓRIO DO RECREIO
Arquivo Sistema de Arquivos
Substituto do Tabelião

Av. Das Américas, 16401 / Lj. D - Cep.22790-703 - Tel.: (21) 3434-9400
e-mail: tabelionato@cartorioh4b.com.br

VALIDO EM TODO O TERRITÓRIO NACIONAL, SEM FÉRIAS E/OU NATURAL

AAA 016054894

SQUADRA

INVESTIMENTOS



Cartório do Recreio
4º Tabelionato de Notas - Rio de Janeiro - RJ
Tabelião: Hamilton Barros



4º Tabelionato de Notas
Rio de Janeiro - RJ

LIVRO 4369 FOLHA 124 ATO 76

peritos e outros especialistas, bem como taxas e emolumentos), que tenha sido efetivamente incorrido pela parte ("Perda" ou "Perdas"). II) **DOS IMÓVEIS:** O OUTORGANTE é dono, senhor e legítimo possuidor de 19,1393% (dezenove inteiros e mil trezentos e noventa e três décimos de milésimo por cento) dos imóveis a seguir relacionados, todos do Condomínio Minas Shopping, situado na Avenida Cristiano Machado, nº 4000, na Cidade de Belo Horizonte, MG, de competência do 4º Ofício de Registro de Imóveis da Comarca de Belo Horizonte, MG, a saber ("Fração Ideal"): -----

#	Matrícula	#	Matrícula	#	Matrícula	#	Matrícula
1	84.380	39	84.418	77	84.456	115	84.494
2	84.381	40	84.419	78	84.457	116	84.495
3	84.382	41	84.420	79	84.458	117	84.496
4	84.383	42	84.421	80	84.459	118	84.497
5	84.384	43	84.422	81	84.460	119	84.498
6	84.385	44	84.423	82	84.461	120	84.499
7	84.386	45	84.424	83	84.462	121	84.500
8	84.387	46	84.425	84	84.463	122	84.501
9	84.388	47	84.426	85	84.464	123	84.502
10	84.389	48	84.427	86	84.465	124	84.503
11	84.390	49	84.428	87	84.466	125	84.504
12	84.391	50	84.429	88	84.467	126	84.505
13	84.392	51	84.430	89	84.468	127	84.506
14	84.393	52	84.431	90	84.469	128	84.507
15	84.394	53	84.432	91	84.470	129	84.508
16	84.395	54	84.433	92	84.471	130	84.509
17	84.396	55	84.434	93	84.472	131	84.510
18	84.397	56	84.435	94	84.473	132	84.511
19	84.398	57	84.436	95	84.474	133	84.512
20	84.399	58	84.437	96	84.475	134	84.513
21	84.400	59	84.438	97	84.476	135	84.514
22	84.401	60	84.439	98	84.477	136	84.515
23	84.402	61	84.440	99	84.478	137	84.516
24	84.403	62	84.441	100	84.479	138	84.517
25	84.404	63	84.442	101	84.480	139	84.518
26	84.405	64	84.443	102	84.481	140	84.519
27	84.406	65	84.444	103	84.482	141	84.520

SP - 2070000-1

Av. Das Américas, 16401 / Lj. D - Cep 22790-703 - Tel.: (21) 3434-9400
e-mail: tabelionato@cartoriohbarros.com.br

OFÍCIO DE REGISTRO DE IMÓVEIS
Cidade de São Paulo
Tabelião de Notas

Av. Das Américas, 16401 / Lj. D - Cep 22790-703 - Tel.: (21) 3434-9400
e-mail: tabelionato@cartoriohbarros.com.br

VÁLIDO EM TODO O TERRITÓRIO NACIONAL DEBEMOS EVITAR CANCELAMENTOS

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL

AAA 016054895



Cartório do Recreio

4º Tabelionato de Notas - Rio de Janeiro - RJ
Tabelião: Hamilton Barros



28	84.407	66	84.445	104	84.483	142	84.521
29	84.408	67	84.446	105	84.484	143	84.522
30	84.409	68	84.447	106	84.485	144	84.523
31	84.410	69	84.448	107	84.486	145	84.524
32	84.411	70	84.449	108	84.487	146	84.525
33	84.412	71	84.450	109	84.488	147	84.526
34	84.413	72	84.451	110	84.489	148	84.527
35	84.414	73	84.452	111	84.490	149	84.528
36	84.415	74	84.453	112	84.491		
37	84.416	75	84.454	113	84.492		
38	84.417	76	84.455	114	84.493		

PARÁGRAFO ÚNICO: Consta averbada, em todos os IMÓVEIS, sob o Av.01, de 18.12.2006,

a Convenção de Condomínio. Todos os IMÓVEIS supracitados possuem o mesmo cadastro junto à SMF da Prefeitura Municipal de Belo Horizonte, 799097 001 0049. Todos os IMÓVEIS

a) **Da Origem Aquisitiva:** A Fração Ideal dos IMÓVEIS objeto da presente foi adquirida pelo **OUTORGANTE** por meio de integralização de capital, consoante Escritura Pública lavrada em 31.03.2016, nestas Notas, às folhas 002.061 do Livro 2981, pelo IRB-BRASIL RESSEGUROS S.A., CNPJ 33.376.989/0001-91, devidamente registrada em 29.12.2016, em todas as referidas matrículas. b) **Da Situação da Fração Ideal:** Que a Fração Ideal dos IMÓVEIS, encontra-se livre e desembaraçada de quaisquer ônus judiciais ou extrajudiciais, arresto, sequestro,

litigância, pensão, foros ou hipotecas, estando quite com os impostos, taxas, contribuições e quaisquer outros encargos ou semelhantes até esta data, inclusive contribuições condominiais, conforme declaração expressa do **OUTORGANTE**. III) **DA COMPRA E VENDA:**

Pela presente Escritura Pública e na melhor forma de direito, o **OUTORGANTE** vende, como de fato vendido tem, à **OUTORGADA**, a Fração Ideal do IMÓVEIS, cedendo e transferindo, sem reserva alguma, todo o domínio, posse, direitos e ações que exercia sobre a Fração Ideal, para que dela a **OUTORGADA** use, goze e livremente disponha, como proprietária exclusiva que passa a ser doravante, obrigando-se o **OUTORGANTE** por si e por seus sucessores, a fazer esta venda sempre boa, firme e valiosa e a responder pela evicção de direito. IV) **DO PREÇO E DA FORMA**

DO PAGAMENTO: a) O preço certo e ajustado da venda e compra é de **R\$ 137.100.000,00** (cento e trinta e sete milhões e cem mil reais) ("Preço"), sendo R\$ 920.134,23 (novecentos e vinte mil, cento e trinta e quatro reais e vinte e três centavos) para cada unidade, exceto a unidade objeto da matrícula 84.528, cujo valor atribuído é R\$ 920.133,96 (novecentos e vinte mil reais, cento e trinta e três reais e noventa e seis centavos), pagos à vista, nesta data, por meio de Transferência Eletrônica Disponível ("TED") para a conta nº 16950-2, agência nº 8587, do Itaú Unibanco S.A., de titularidade do **OUTORGANTE**. b) o comprovante de efetivação da TED servirá como recibo para todos os fins de direito, importando na mais ampla, rasa, geral,

SP - 257089v1

Cartório do Recreio
Natalia Barros de Oliveira
Tabelião

Av. Das Américas, 16401 / Lj. D - Cep 22790-703 - Tel.: (21) 3434-9400
e-mail: tabelionato@cartoriohbarros.com.br

VALIDO EM TODO O TERRITÓRIO NACIONAL SEM EXCENAS LÍQUIDAS



SQUADRA

INVESTIMENTOS

A presente **CERTIDÃO** foi extraída por processo de cópia reprográfica do **LIVRO 4369, FOLHAS 123/130, ATO: 076, datado de 10/07/2019, ESCRITURA** tratando-se de cópia fiel do original, conforme autoriza a *Consolidação Normativa da Corregedoria Geral da Justiça do Estado do Rio de Janeiro*. Certifico que, pelo presente ato, são devidas custas, no valor de R\$ 164,64 conforme Tabela 01 da Portaria 2358/2018, (Desarquivamento) R\$ 10,74; (Busca) R\$ 0,89, e mais os 20% devidos ao FETJ, consoante Lei n.º 3.217/99, no valor de R\$ 35,25 do Funperj R\$ 8,81, do Fundperj R\$ 8,81, do Funarpen R\$ 7,05 mais a cópia reprográfica, R\$ 11,20 (R\$ 0,40 por folha) – conforme Tabela 16 da lei 6370/12). **TOTALIZANDO: 247,39.**
EXTRAÍDA POR CERTIDÃO EM 31/10/2019.
EU, _____ ESCREVENTE DO 4º Ofício de Notas do Rio de Janeiro, assino, em testemunho da verdade.-----.

4.01733.03F.00755 Corregedoria G. Jus.
Natalia Santos da Silva
Substituta do Tabelião
CIR - 12719/145 RJ



Poder Judiciário - TJERJ
Corregedoria Geral da Justiça
Selo de Fiscalização Eletrônico
EDF120227-CJM
Consulte a validade do selo em:
<https://www3.tjrj.jus.br/sitapublico>

Anexo C – Escritura pública de constituição do IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A.

8º Ofício de Notas

G U S T A V O B A N D E I R A
T A B E L I Ã O


8.º OFÍCIO DE NOTAS
Luiz André Müller Lameira
Tabelião Substituto
17864/038 - RJ

Livro n.º 2918
Folha n.º 111 à 119
Ato n.º 043

ESCRITURA PÚBLICA DE
CONSTITUIÇÃO DA SOCIEDADE
IRB INVESTIMENTOS E
PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS
S.A., na forma abaixo:

Saibam quantas estas virem que aos **26 (vinte e seis)** dias do mês de **fevereiro** do ano de **2016 (dois mil e dezesseis)**, nesta cidade e capital do Estado do Rio de Janeiro, no **Cartório do 8º Ofício de Notas**, situado à Rua da Assembleia, n.º 10, Sala 1.208, Centro; perante mim, **LUIZ ANDRÉ MÜLLER LAMEIRA, Tabelião Substituto**, CTPS n.º 17.864/038-RJ, compareceu como outorgante **IRB-BRASIL RESSEGUROS S.A.**, sociedade por ações, com sede e foro nesta Capital, na Avenida Marechal Câmara, n.º 171, 9º andar, Castelo, CEP n.º 20.020-907, inscrito no CNPJ/MF sob n.º 33.376.989/0001-91, com seu ato constitutivo, estatuto social e Ata da 49ª AGE, devidamente registrados e arquivados na Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro sob NIRE n.º 333.0030917-9; cujas cópias se arquivam nestas Notas; sendo ele neste ato representado por seus bastante procuradores **Dr. BERNARDO NETTO ARRUDA**, brasileiro, casado, advogado, inscrito na OAB/RJ sob o n.º 123.060, expedida em 13.02.2004, e no CPF sob o n.º 082.263.217-94, e **Dra. LUCIANA RUAS CAÚLA BANDEIRA DE MELLO**, brasileira, casada, advogada, inscrita na OAB/RJ sob o n.º 88.308, expedida em 07.04.2009, e no CPF sob o n.º 019.614.507-47; ambos residentes e domiciliados nesta cidade, com endereço profissional na sede do ora **OUTORGANTE**; conforme instrumento público de mandato lavrado nestas Notas no Livro n.º 2920, Fols. 16 à 18, Ato n.º 006 de 18.12.2015, cuja certidão se arquivava neste ato. Os presentes reconhecidos e identificados como os próprios por mim, Tabelião Substituto, e de cuja capacidade jurídica dou fé, em face dos documentos que me foram apresentados. E, pelo **OUTORGANTE**, na forma representada, me foi dito que: **(1)** em conformidade com a deliberação na reunião do Conselho de Administração do **IRB-BRASIL RESSEGUROS S.A.**, realizada em 14.12.2015, que fica arquivada nestas Notas, foi autorizada a constituição de uma sociedade anônima sob a denominação de **IRB INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A.**, a qual iniciará suas atividades como subsidiária integral do **IRB-BRASIL RESSEGUROS S.A.**, de acordo com o disposto no artigo 251 da Lei

e sessenta reais e vinte e oito centavos); **5.5** – Subscrição imediata, com integralização a ser efetivada até 31.12.2016, de 27.557.351 (vinte e sete milhões, quinhentos e cinquenta e sete mil, trezentos e cinquenta e um) ações ordinárias do **IRB INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A.** mediante a conferência futura ao capital da Companhia das participações societária e imobiliária de 20,007% detida no Shopping Barra, localizado em Salvador-BA, administrado pela Enashopping, no valor de R\$ 27.557.351,77 (vinte e sete milhões, quinhentos e cinquenta e sete mil, trezentos e cinquenta e um reais e setenta e sete centavos); **5.6** – Subscrição imediata, com integralização a ser efetivada até 31.12.2016, de 8.283.128 (oito milhões, duzentos e oitenta e três mil, cento e vinte e oito) ações ordinárias do **IRB INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A.** mediante a conferência futura ao capital da Companhia das participações societária e imobiliária de 8,324295% detida no Esplanada Shopping, referente a parte localizada em Sorocaba-SP, administrado pela IESC – Iguatemi, no valor de R\$ 8.283.128,07 (oito milhões, duzentos e oitenta e três mil, cento e vinte e oito reais e sete centavos); **5.7** – Subscrição imediata, com integralização a ser efetivada até 31.12.2016, de 8.283.128 (oito milhões, duzentos e oitenta e três mil, cento e vinte e oito) ações ordinárias do **IRB INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A.** mediante a conferência futura ao capital da Companhia das participações societária e imobiliária de 8,324295% detida no Esplanada Shopping, referente a parte localizada em Votorantim-SP, administrado pela IESC – Iguatemi, no valor de R\$ 8.283.128,07 (oito milhões, duzentos e oitenta e três mil, cento e vinte e oito reais e sete centavos); **5.8** – Subscrição imediata, com integralização a ser efetivada até 31.12.2016, de 28.567.164 (vinte e oito milhões, quinhentos e sessenta e sete mil, cento e sessenta e quatro) ações ordinárias do **IRB INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A.** mediante a conferência futura ao capital da Companhia das participações societária e imobiliária de 20% detida no “Praia de Belas” Shopping Center, localizado em Porto Alegre-RS, administrado pela IESC – Iguatemi, no valor de R\$ 28.567.164,66 (vinte e oito milhões, quinhentos e sessenta e sete mil, cento e sessenta e quatro reais e sessenta e seis centavos); e **5.9** – Subscrição imediata, com integralização a ser efetivada até 31.12.2016, de 27.067.658 (vinte e sete milhões, sessenta e sete mil, seiscentos e cinquenta e oito) ações ordinárias do **IRB INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A.** mediante a conferência futura ao capital da Companhia das participações societária e imobiliária de 19,1393% detida no Minas Shopping,