



---

## Regulamentação na Indústria de Seguros: Reservas Técnicas, Derivativos e Seguro Apólice

**José L. Carvalho**

Professor Titular do Instituto de Ciências Econômicas e Gestão (ICEG) da Universidade Santa Úrsula  
[jlcarvalho@openlink.com.br](mailto:jlcarvalho@openlink.com.br)

---

### Resumo

A principal justificativa para a regulamentação das atividades das sociedades seguradoras, de capitalização e das entidades de previdência privada tem sido a proteção ao cliente devido a problemas associados à informação assimétrica, ao risco moral e à possibilidade da falência de uma empresa contaminar todo o setor, provocando uma sucessão de falências. Para proteger os agentes econômicos desse risco sistêmico, as autoridades públicas têm submetido tais mercados a normas de natureza estrutural e de prudência. Dentre as normas de prudência, observa-se que restrições às aplicações das reservas técnicas dessas organizações são comuns a todos os países onde tais mercados estejam estabelecidos. O propósito do presente trabalho é o de analisar o papel de valores mobiliários derivativos nas reservas técnicas das empresas seguradoras, de previdência privada e de capitalização. A principal vantagem da incorporação de derivativos às reservas técnicas é que esses ativos permitem a adoção de estratégias de investimento mais flexíveis em decorrência de sua maior capacidade de alavancagem, de limitação de possíveis prejuízos e de arbitragem com as taxas de juros. Essa maior flexibilidade pode, entretanto, ampliar o risco potencial para a empresa. Se o propósito de restrições impostas, por órgãos reguladores, às aplicações dos recursos das reservas técnicas é a proteção do cliente, a adoção de um seguro à apólice de seguro, como atesta a experiência internacional, parece ser uma alternativa mais eficiente. Por isso mesmo, sugestões para a implementação de um fundo de proteção à apólice de seguro são apresentadas.

---

### Palavras-Chave

Regulamentação; *informação assimétrica*; *risco mora*; *seguradoras*; *capitalização*; *previdência privada*; *reservas técnicas*; *derivativos*; *seguro apólice*.

---

### Sumário

1. Introdução; 2. Regulamentação no mercado de capitais: uma visão geral; 3. Regulamentação na indústria de seguros; 3.1. A experiência da OCDE; 3.2. A proteção à apólice de seguro; 3.3. O caso brasileiro: reservas técnicas; 4. Protegendo o segurado: alternativa às restrições no uso das reservas técnicas; 5. O papel dos derivativos na formação de carteiras de reservas técnicas; 6. Conclusão; 7. Referências bibliográficas.

---

### Abstract

#### Regulation of the Insurance Industry: technical reserves, derivatives and insurance policy

José L. Carvalho

Full Professor with the Economic Sciences and Management Institute (ICEG) of Santa Úrsula University,  
Rio de Janeiro, Brazil  
[jlcarvalho@openlink.com.br](mailto:jlcarvalho@openlink.com.br)

---

The main argument for regulating the activities of insurance companies, investment funds and private pension funds has been to protect the client from the problems generated by asymmetric information, moral hazard and the systemic risk provoked by the possibility that one firm insolvency might produce a sequence of bankruptcies, jeopardizing the trust in the entire system. Due to this systemic risk regulatory authorities have been imposing prudential restrictions to the management of funds attracted by the firms operating on those markets. Technical reserves required by the nature of their business are, for this reason, subject to prudential regulation wherever these firms are established. The purpose of this paper is to go over the role played by financial derivatives in the composition of technical reserves of insurance companies, investment funds and private pension funds. The main advantage of maintaining derivatives as a share of technical reserves is that this asset allows the adoption of more flexible investment strategies. This is the case due to the leverage capacity of derivatives as well as to the possibility of restricting losses and interest rate arbitrage favored by this particular financial asset. No doubt the fund management flexibility introduced by financial derivatives can, nonetheless, increase the risk potential to the firm. The international experience has shown that the regulatory agencies have on policyholder protection fund a more efficient alternative to protect the client than restricting the composition of technical reserves. Arguments are spelled out in favor of allowing the managers of technical reserves to have in their portfolio financial derivatives as a risk reducer. After summarizing the arguments developed along the study, guidelines for adopting a fund system to protect policyholders as an alternative to regulate the composition of technical reserves are drafted.

#### *Key Words*

---

Regulation; asymmetric information; moral hazard; insurance companies; investment funds; private pension fund; technical reserves; derivatives; insurance policy.

#### *Table of Contents*

---

1. Introduction; 2. Regulation of capital markets: an overview; 3. Regulation of the insurance industry; 3.1. The experience of the OECD; 3.2. Insurance policy protection; 3.3. The Brazilian case: technical reserves; 4. Protecting the insured: an alternative to the restrictions to the use of technical reserves; 5. The role played by derivatives in building a portfolio of technical reserves; 6. Conclusion; 7. References.

## 1. Introdução

A principal justificativa para a regulamentação das atividades das sociedades seguradoras, de capitalização e das entidades de previdência privada tem sido a proteção ao cliente devido a problemas associados à informação assimétrica, ao risco moral e à possibilidade da falência de uma empresa contaminar todo o setor, provocando uma sucessão de falências. Nossa preocupação se concentrará no problema de falência uma vez que dois estudos empíricos, que utilizam o trabalho seminal de Rothschild-Stiglitz (1976), descartam a importância de assimetria de informação na indústria de seguros. Chiapori-Salanié (2000), estudando o mercado de seguros de automóveis na França, não encontraram evidências de problemas de informação assimétrica. Cawley-Philipson (1999), ao analisarem o mercado de seguro de vida nos Estados Unidos, constataram evidências contrárias à assimetria de informações.

Dois tipos de regulamentação são geralmente utilizados: normas de natureza estrutural e normas de prudência. Nosso interesse, aqui neste artigo, é com um tipo particular de regulamentação de prudência que impõe restrições às aplicações das reservas técnicas dessas organizações. Uma dessas restrições recai sobre a possibilidade de aplicar recursos de reservas técnicas em valores mobiliários derivativos, ou simplesmente derivativos – isto é, títulos cujo valor deriva de outros ativos aos quais estão contingenciados. A principal vantagem da incorporação de derivativos às reservas técnicas é que esses ativos permitem a adoção de estratégias de investimento mais flexíveis em decorrência de sua maior capacidade de alavancagem, de limitação de possíveis prejuízos e de arbitragem com as taxas de juros. Essa maior flexibilidade pode, entretanto, ampliar o risco potencial para a empresa.

Para melhor compreensão da regulamentação na indústria de seguros, apresentamos, na seção seguinte, uma discussão geral sobre o papel da regulamentação no mercado de capitais. Na seção três, tratamos especificamente da regulamentação da indústria seguradora, destacando a experiência, assim como as tendências internacionais da regulamentação. A experiência internacional nos induz a dedicar uma maior atenção às medidas de proteção à apólice de seguro. Nessa mesma seção descrevemos, para o caso brasileiro, as restrições impostas ao uso dos recursos das reservas técnicas das organizações destacadas nesse trabalho.

Se o propósito de restrições impostas, por órgãos reguladores, às aplicações dos recursos das reservas técnicas é a proteção do cliente, a adoção de um seguro à apólice de seguro é sugerida, na seção quatro, como uma alternativa mais eficiente. Na seção cinco discutimos o impacto das restrições às aplicações dos recursos de reservas técnicas levando em conta estudos técnicos que demonstram a perda de eficiência na administração desses recursos decorrente de tais restrições legais. Argumentos são apresentados a favor da permissão de aplicações em derivativos como redutor de risco. Finalmente, na seção seis, concluímos que aplicações de recursos das reservas técnicas em derivativos, com o propósito de reduzir risco, assim como a constituição de um fundo para adoção de um seguro à apólice de seguro podem substituir, com ganho para todo o setor segurador, as restrições impostas à composição das reservas técnicas. Essas inovações contribuirão para que a regulamentação do mercado segurador no Brasil se fundamente em regras de prudência e para que a autoridade reguladora concentre sua ação na função de supervisão.



## **2. Regulamentação no mercado de capitais: uma visão geral**

Regulamentação é, talvez, o produto mais importante (além de defesa nacional) que um estado pode produzir. A existência de leis, códigos e regulamentos, além dos mecanismos sociais necessários ao seu cumprimento devem, principalmente, ao restringirem a ação das pessoas, promover uma vida social mais harmônica. Com esse propósito em mente, as regras numa sociedade são necessárias para prevenir conflitos entre os seus membros, definir direitos individuais e proteger interesses de terceiros, sempre que necessário.

A organização de um estado estabelece instituições responsáveis por prover a sociedade com leis e regulamentação. Em uma sociedade organizada, sob a égide da modernidade, uma câmara de representantes é responsável por aprovar as leis gerais provendo a estrutura institucional para a organização do estado.

À medida que as sociedades crescem economicamente e em população, a administração da coisa pública se torna cada vez mais difícil e, desse modo, poder é delegado pelos organismos governamentais representativos para instituições menos representativas. De um modo geral, essas últimas instituições adquirem, por lei, o poder de impor restrições legais às ações dos indivíduos e das firmas. Nossa preocupação primeira neste artigo se refere às restrições econômicas que são aplicadas no mercado de capitais e afetam diretamente a ação de alguns investidores institucionais. Embora não venhamos a considerar intervenções por meio de impostos e subsídios, devemos registrar que eles resultam, também, de leis e regulamentos.

A grande dificuldade que uma sociedade enfrenta na determinação da quantidade e da qualidade da regulamentação imposta aos seus membros, decorre do fato de não termos um mercado formal associado a esse produto. Num contexto de mercado livre, os preços relativos fornecem a informação necessária para que as pessoas determinem a quantidade e a qualidade dos bens produzidos e consumidos. Na ausência de distorções, essas quantidades serão ótimas no sentido de que dada a atual disponibilidade de recursos e tecnologia, essas quantidades, em um nível particular de qualidade, promovem o mais alto nível de bem-estar social possível. Deste modo, gerada fora de um sistema livre de preços, dificilmente a regulamentação produzirá os resultados esperados: o mais alto bem-estar social possível. Embora a regulamentação seja importante para a redução dos atritos da vida em sociedade, a ausência de um mercado livre que promova a regulamentação pode produzir algumas imperfeições de modo a tornar negativo o seu produto líquido para a sociedade.

As agências reguladoras têm, de um modo geral, poder discricionário para impor regras à sociedade. Esse poder discricionário produz, também, uma certa instabilidade na medida em que regras e regulamentação estão sujeitas a mudanças. Mudanças freqüentes nas regras produzem uma incerteza desnecessária para os agentes econômicos sujeitos a tais normas. Uma vez as regras possam ser modificadas por algum poder discricionário, os agentes econômicos usarão, inevitavelmente, recursos escassos com o intuito de promoverem mudanças específicas na regulamentação<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Sobre regulamentação econômica, ver Stigler (1971), Posner, (1974) e Mitnick (1980).

O principal objetivo da lei e da regulamentação é estabelecer um conjunto de regras que permita às pessoas viverem, de forma *civilizada*, numa sociedade. Não somente para viverem mas, também, para trabalharem, produzirem e comercializarem na sociedade. Em princípio, tais regras devem garantir os direitos individuais e proteger cada um contra a ação dos outros, evitando deste modo, a existências de efeitos externos e externalidades.

Embora leis e regulamentos procurem aumentar o bem-estar na sociedade, há fortes evidências empíricas de que, em geral, a regulamentação beneficia grupos específicos às custas do público em geral.<sup>2</sup> Desse modo, o uso de recursos na promoção de *lobby* para obtenção de benefícios, por meio de regulamentação, tende a crescer, por uma simples razão: tais benefícios são concentrados, favorecendo a poucos, e os seus custos são dispersos, pouco prejudicando a muitos. Assim, pequenos grupos podem se organizar, a um baixo custo, para pressionar as agências reguladoras por regras que os beneficiem. Por outro lado, uma vez que aqueles que incorrem nos custos da promoção desse benefício são muitos em número e, portanto, enfrentam um elevado custo de organização em relação ao que cada indivíduo perde – em decorrência da regulamentação –, dificilmente reações contundentes contra a redistribuição de renda gerada pela regulamentação se fará sentir na sociedade.

Um outro pequeno grupo que se beneficia da regulamentação são os burocratas que têm o poder discricionário de introduzir nova regulamentação ou modificar uma que exista. Isso explica, na maioria dos países, o vertiginoso crescimento do papel regulador do estado, associado a um correspondente crescimento na sua burocracia.<sup>3</sup>

Mercados de capitais são regulados em todos os países. Por certo, alguma regulamentação se faz necessária para proteger os interesses de clientes, depositantes ou poupadores. Em que medida, porém, a regulamentação cumpre seu papel? Considere o setor bancário, por exemplo. Sem dúvida alguma, os bancos são organizações importantes no processo de canalização de fundos entre os agentes econômicos. Sem dúvida alguma, os bancos são a organização mais importante na administração de depósitos do público em geral. Assim, é lógico que algumas restrições à ação do banco sejam impostas, de modo a proteger seus depositantes e evitar a exposição a riscos excessivos nas suas operações de empréstimo.

Revell (1981), distingue dois tipos básicos de regulamentação no setor financeiro: estrutural e de prudência. A **regulamentação de natureza estrutural** se refere aos tipos de atividade permitidos às diferentes organizações no mercado, às condições para o estabelecimento de novas organizações bem como a abertura de agências das que existem, e vários tipos de controle sobre taxas de juros e taxas de serviços. Na **regulamentação de prudência** o esforço regulador se concentra no controle das contas do balanço das organizações de modo a garantir liquidez e solvência.

<sup>2</sup> Ver Stigler (1971). Para dois estudos de caso no Brasil, ver Carvalho (1979).

<sup>3</sup> Ver Posner (1974). Sem dúvida alguma, o crescimento da burocracia gera um conflito entre os burocratas e a representatividade efetiva do governo. Sobre esse assunto, ver Niskanen (1971).



É interessante observarmos que a regulamentação de prudência, sugerida por Revell, está associada à idéia de evitar-se externalidades pela redução da exposição de um banco ao risco. Mas não é o banco o maior interessado em permanecer no negócio? A idéia de Revell é similar à lei de Greshman: o mau banco expulsará o bom banco. Se a regulamentação for liberal, no que se refere ao risco bancário, no curto prazo, alguns bancos seguramente assumirão posições arriscadas e, com isso, poderão auferir lucros mais elevados, induzindo outros bancos a um comportamento similar. No longo prazo, o sistema bancário é colocado em cheque, como ocorreu na Europa no final de 1973 e ao longo do ano de 1974. Essa argumentação de Revell não é sólida como bem demonstrou Heremans em seus comentários ao trabalho de Revell (*op.cit.* p. 33).

Revell também relata de que forma a regulamentação estrutural foi abandonada na França e chama a atenção para o fato de que a competição e a regulamentação que promovem prudência não são alternativas, indicando que em sua percepção elas são complementares. Assim, mais competição tem que ser seguida de mais regulamentação. Ou, se mais competição é desejável no mercado financeiro, ela pode ser promovida por meio de mais regulamentação de prudência. Entretanto, esse resultado não emerge da evidência empírica e da constatação de que de um modo geral, a regulamentação tem beneficiado pequenos grupos.

As preocupações destacadas anteriormente têm produzido regulamentação das atividades dos intermediários financeiros, e em especial das atividades bancárias, em todos os países, inclusive no Brasil. A determinação dos custos de tais normas pode ser feita caso se tenha acesso às informações pertinentes, como bem demonstram os estudos desenvolvidos pela *American Bank Association* para os Estados Unidos. Essa organização estimou que, em 1991, os custos diretos para os bancos cumprirem as regulamentações que lhes foram impostas pelas autoridades daquele país atingiram a fabulosa cifra de US\$ 11 bilhões, ou seja, 59% da renda líquida do setor bancário!<sup>4</sup> Estudos como esse para os Estados Unidos foram viabilizados pela crise enfrentada pelo setor no período 1986 a 1991, em decorrência da política de juros elevados resultante da necessidade de o governo financiar seu déficit, pela venda de títulos públicos. Nesse período, a despeito de transferências líquidas para o setor que montaram em US\$ 150 bilhões, pagos pelos contribuintes, registraram-se quebra de 200 bancos e 600 organizações de poupança (*Savings & Loans Associations*)<sup>5</sup>.

Recentemente, Stiglitz (2001) propôs modificações na regulamentação do sistema financeiro dos países por constatar que a crise global registrada no período 1997-99 resultou da inadequada regulamentação desse setor por parte dos governos locais. Sua proposta é que os sistemas financeiros podem ser reformados de modo gradativo para promover, pela regulamentação, incentivos à boa administração. Stiglitz caracteriza boa administração como um melhor alinhamento, no sistema

<sup>4</sup> Conforme relatado em Rose (1995).

<sup>5</sup> Ver a esse respeito, Benston (1995).

financeiro, dos incentivos privados com os benefícios sociais gerados pelo sistema. Sugere ainda esse autor a aplicação de regulamentação sobre as aplicações das organizações nesse sistema de modo a reduzir seu grau de exposição ao risco e melhorar sua capacidade de conviver com esse elemento.

Se por um lado Stiglitz apresenta um diagnóstico correto, no que se refere à regulamentação, ele desconsidera a intervenção do governo nos mercados financeiros. Em nosso entender, essas últimas foram, em grande parte, responsáveis pela crise mencionada, uma vez que as intervenções dos governos, promovendo uma saída alternativa à falência para as organizações financeiras (como por exemplo, bancos que assumiram riscos excessivos), estimularam o *risco moral* responsável pela crise.

Não temos dúvida da importância de estudar-se o impacto da regulamentação no mercado de capitais; não só pelos seus efeitos sobre a alocação de recursos e sobre a eficiência da intermediação financeira mas, também, pelas mudanças que ela vem promovendo no mercado monetário e sobre a habilidade da autoridade monetária controlar a moeda. Consideremos, entretanto, as atividades de mercado associadas ao nosso interesse específico.

### 3. Regulamentação na indústria de seguros

A regulamentação na atividade seguradora visa proteger o público da ação incompetente ou fraudulenta das companhias de seguro. Muito freqüentemente os autores a justificam invocando o argumento da confiança, similarmente à argumentação usada no caso dos bancos. Não há dúvida da necessidade de proteger-se interesses de terceiros e, muito provavelmente, fraudes e má administração justificam, historicamente, o desenvolvimento da regulamentação do setor. Foi exatamente assim que nos Estados Unidos da América, imediatamente após a guerra civil, quando a indústria de seguros experimentava um vertiginoso crescimento, fraudes e má administração impuseram elevadas perdas aos detentores de apólices de seguro. Em nome da sobrevivência da indústria de seguros, regulamentação e supervisão governamentais foram introduzidas uma vez que, com a falência de uma seguradora, a perda do proprietário de uma apólice poderia ser muito superior ao prêmio pago.

Além da restrição à entrada, decorrente da exigência de licença de operação, a regulamentação na indústria de seguros afeta a seguradora em três áreas: a financeira, a de caracterização do produto e a de comercialização. Nas normas financeiras, justificadas como medida de prudência, estão incluídas, entre outras exigências, a obrigatoriedade da publicação de balanços e de outras informações (transparência); controles sobre a despesa; exigências sobre reservas técnicas, bem como restrições à sua composição; restrições às aplicações financeiras e controle de prêmios.

A caracterização do produto é totalmente supervisionada pela autoridade reguladora que aprova os planos atuariais de cada produto (apólice de seguro). A justificativa para tal monitoramento é proteger o segurado da irresponsabilidade técnica da seguradora. O terceiro conjunto de restrições está associado à comercialização do produto e tem por



objetivo proteger o público em geral da incompetência técnica e da desonestidade de corretores de seguros. O controle é feito por meio de concessão de registro especial de corretor de seguros, satisfeitas certas exigências, podendo tal registro ser cassado por práticas fraudulentas, ilegais ou enganosas.

As empresas de previdência privada, e em menor extensão as de capitalização, também estão sujeitas a restrições similares às descritas para as companhias de seguro, exceto no que se refere à comercialização de seus produtos.

**3.1. A experiência da OCDE** O Relatório Paratte, patrocinado e publicado pela OCDE em 1963, foi o primeiro esforço sistemático de analisar, comparativamente, a indústria de seguros de países membros. O estudo considera 18 países da OCDE, todos localizados na Europa. O relatório compara, para os diversos países considerados no estudo, o arcabouço legal e o escopo da supervisão a que a indústria de seguros estava sujeita. Assim, são contempladas as condições de licenciamento para operação de uma seguradora, os tipos de seguro autorizados e os seguros obrigatórios, as regras impostas à alocação dos ativos das seguradoras, as condições para suspensão ou fechamento de seguradoras, bem como as normas específicas para procedimentos contábeis e para valorização de ativos<sup>6</sup>.

A preocupação da OCDE com sua indústria de seguros tem promovido uma continuada revisão e ampliação, ao longo do tempo, do relatório pioneiro. Em 1988, em um novo estudo, o número de países membros considerados foi elevado para 21. Um outro estudo, de 1994, analisa as mudanças ocorridas na regulamentação e no sistema de supervisão da indústria de seguros. De modo a ampliar a cobertura do estudo, em 1997 a OCDE procurou incluir a indústria de seguros de economias em transição, convidando vários países com essa característica a participar do projeto. Dezesete economias em transição foram então incorporadas a esse esforço sistemático e continuado de análise da indústria de seguros. Segundo Vollbrecht (2001), esse último relatório engloba cerca de 95% do mercado mundial de seguros.

A importância da indústria de seguros numa economia de mercado está na proteção que ela promove para quase todo tipo de risco e perda inesperada, tanto para indivíduos quanto para organizações. Ao cumprirem seu papel na diluição de riscos, as seguradoras acumulam recursos financeiros que correspondem a uma parcela significativa dos investimentos de um país.

A compreensão atual quanto ao objetivo da regulamentação e da supervisão impostas à indústria de seguros é a de proteger a apólice de seguro, o segurado, o beneficiário de um contrato de seguro, bem como os interesses de terceiros que possam vir a ter qualquer

---

<sup>6</sup> Nossa apresentação sobre a indústria de seguros na OCDE está baseada no trabalho de Vollbrecht (2001), que apresenta uma comparação da regulamentação e dos mecanismos de supervisão nessa indústria conforme estudo da OCDE, de 1997.



exigibilidade contra uma seguradora. Dessa forma, a regulamentação e a supervisão nesta indústria têm evoluído no sentido de garantir que as seguradoras se mantenham numa posição de poder cumprir suas obrigações a qualquer tempo.

Embora dominante, essa não é uma tendência universal. Alguns países, como por exemplo França, Alemanha, Islândia e Suécia, mantêm a preocupação em controlar prêmios, os tipos de contrato, o que pode ser segurado, bem como garantir, por meio de normas, uma relação *adequada* entre o prêmio e os benefícios garantidos pelo seguro.

De qualquer modo, prevalece nos países membros da OCDE, por parte das autoridades locais, uma atitude em favor da inovação e da expansão das seguradoras, num mercado cada vez menos regulado e mais sujeito à supervisão. Nesse sentido, distinguimos duas correntes de supervisão: *supervisão financeira e supervisão material*. Essa última corrente não abre mão do controle sobre as atividades da seguradora, supervisionando todos os aspectos do negócio de seguros, desde a caracterização do produto à fixação de prêmios, e é observada nos países cuja regulamentação da indústria é mais restritiva. A supervisão financeira é de fato uma supervisão num contexto mais liberal de regulamentação e tem por objetivo proteger a apólice de seguro.

A tendência nos países da OCDE é de concentrar a ação da autoridade local na supervisão financeira da indústria de seguros, evitando legislação específica, deixando para a legislação genérica, inclusive a de proteção ao consumidor, a definição do arcabouço legal de garantia a terceiros e ao segurado.

Em todos os países considerados no estudo da OCDE, de 1997, a entrada no mercado não é livre. Além das barreiras geradas por exigências legais que privilegiam a prudência (como, por exemplo, capital mínimo), todos os países exigem um licenciamento especial para as seguradoras poderem operar em seu território. Essas exigências são, também, feitas para as atividades de resseguro. Basicamente, as exigências para o licenciamento de uma seguradora são de natureza legal, financeira e técnica.

Antes de discutirmos essas exigências, destacamos uma questão, a elas associadas, que se refere ao escopo das atividades de uma seguradora. Pode uma seguradora oferecer outros produtos além de seguros? Embora a resposta a essa pergunta seja sim para muitos países, esta possibilidade está sujeita a muitos condicionantes como, por exemplo, a caracterização dos sócios ou acionistas da seguradora. Em todos os casos, entretanto, o controle, pela seguradora, das reservas técnicas referentes a seguros deve ser mantido separadamente das demais atividades da empresa. Com relação às reservas técnicas, muitos países exigem que as reservas referentes a seguro de vida (e em alguns casos seguro saúde) sejam mantidas e administradas separadamente das reservas referentes aos demais seguros.

#### *Exigências legais*

A forma de constituição da firma seguradora é em geral restrita às seguintes: sociedade anônima, sociedade limitada, sociedade de mútuo

e cooperativa. Seus regimentos e estatutos precisam ser aprovados. Para alguns poucos países, seus planos atuariais têm que ser aprovados pelo órgão regulador. Isto se justifica no caso da República Tcheca e da Hungria pela ausência de estatísticas domésticas que permitam os cálculos atuarias das seguradoras domésticas. Japão, Coréia, México, Polônia, Suíça e Estados Unidos exigem a aprovação de planos atuariais.

Em todos os países as seguradoras estão sujeitas a normas contábeis específicas com o propósito de permitir a supervisão das autoridades locais. Tais informações são utilizadas na verificação de atendimento às exigências financeiras e técnicas. Além disso, as seguradoras estão sujeitas a normas administrativas específicas.

Além da exigência de publicação de balanços, em periódicos de grande circulação, o requisito de transparência em alguns países implica na divulgação dos nomes e das qualificações profissionais dos administradores da seguradora. Num número menor de países é exigida, ainda, a divulgação de proprietários de lotes significativos de ações ordinárias, sejam eles pessoas físicas ou jurídicas.

#### *Exigências financeiras*

É universal a exigência de capital mínimo, assim como outras exigências financeiras que trataremos juntamente com as exigências técnicas, como é o caso específico das reservas técnicas. Na constituição da companhia de seguro há sempre um mínimo do capital social que precisa estar integralizado, variando este mínimo entre 20% e 50%. A exigência de capital mínimo é geralmente inferior para seguradoras especializadas em seguro de vida se comparadas àquelas que, além deste tipo de seguro, operam outros seguros. Em alguns países há ainda, para constituição de uma seguradora, exigência de um fundo de organização mantido por alguns poucos anos.

A maioria dos países que exigem um depósito de garantia das seguradoras impõe esse custo apenas às companhias estrangeiras. Este depósito pode ser fixo, como um percentual do capital mínimo, ou variável de acordo com as atividades da seguradora.

#### *Exigências técnicas*

Na maioria dos países, tanto o prêmio para os diversos tipos de seguro quanto as reservas técnicas têm que ser apresentados aos órgãos de supervisão, mas não precisam ser por eles aprovados. Isso é válido tanto para companhias domésticas quanto estrangeiras. A Austrália e a Bélgica exigem a aprovação do órgão regulador somente no caso do seguro de vida. Dinamarca, Luxemburgo, México, Noruega e Turquia mantêm essa exigência para todo e qualquer seguro. Isso também vale para a República Tcheca e Hungria, não por filosofia de regulamentação, mas pela ausência de estatísticas adequadas, como mencionamos anteriormente. O Japão exige que o plano de seguro seja aprovado pelo órgão supervisor e regulador.

Além da exigência das reservas técnicas, calculadas atuarialmente com base em estatísticas oficiais existentes, muitos países exigem uma reserva de equalização, vista como uma exigência de precaução, porquanto seu objetivo é levar em conta a volatilidade de algumas

aplicações financeiras das seguradoras. De um modo geral, essa exigência incide sobre as reservas associadas a outros seguros que não o seguro de vida. A Austrália, o México, a Turquia e os Estados Unidos não adotam esse tipo de exigência. No caso específico dos Estados Unidos, a reserva de equalização só é exigida para aplicações em derivativos financeiros.

Os investimentos das seguradoras com base nos recursos apropriados às reservas técnicas eram controlados no passado com o objetivo de proteger a apólice de seguro, direcionar recursos para setores priorizados pelo governo e impedir que grandes investidores, como as seguradoras, afetassem o mercado. O controle dos investimentos das seguradoras só se referia aos recursos associados às reservas técnicas. Pelos princípios da diversificação e liquidez, os órgãos reguladores impunham tetos aos vários tipos de aplicações.

Recentemente, este tipo de restrição tem perdido as características de especificação das aplicações permitidas e de restrições quantitativas a tais aplicações para assumir o caráter de indicações gerais, conhecidas como *regras de prudência*. Essa nova forma de considerar as reservas técnicas dá mais liberdade ao administrador dos recursos da seguradora pelo caráter exclusivo de supervisão da ação do órgão regulador. Reino Unido e Estados Unidos são dois exemplos típicos dessa nova forma de tratar as reservas técnicas.

A ênfase em supervisão das reservas técnicas, por meio de regras de prudência, além de acentuar o contato entre a seguradora e os órgãos reguladores e de supervisão, atribui a esses últimos uma responsabilidade maior à sua função de supervisão.

Os investimentos das seguradoras com recursos de reservas técnicas em derivativos financeiros não são permitidos na França, Hungria, Luxemburgo, Noruega, Polônia e Turquia. Tais aplicações, excetuadas as opções devido ao seu elevado poder de alavancagem, são permitidas na Bélgica, Dinamarca, Alemanha, Islândia, Coreia, México, Países Baixos, Noruega e Reino Unido, desde que os derivativos sejam usados com o propósito de *hedging*.

Investimentos no exterior são permitidos às seguradoras, ainda que provenientes de recursos de reservas técnicas, respeitado um teto que varia de 5% no caso da Polônia a 100% dessas reservas, nos casos da Alemanha, Itália, Luxemburgo e Noruega. Alguns países como Austrália, República Tcheca, Hungria, México e Turquia proíbem os investimentos das seguradoras no exterior.

### **3.2. A proteção à apólice de seguro**

Como proteger o detentor de uma apólice de seguro caso sua seguradora venha a falir? Essa pergunta só faz sentido porque o segurado, credor da seguradora, não é contemplado prioritariamente na Lei de Falências. Duas têm sido as formas de proteger o segurado: reservas técnicas e o fundo de proteção à apólice de seguro. A tendência dos órgãos de regulamentação e supervisão da indústria de seguros é a de

---

concentrar a proteção ao segurado na instituição de um fundo similar ao que sustenta o seguro de depósito bancário<sup>7</sup>.

O fundo de proteção à apólice de seguro é um fundo constituído de contribuições compulsórias das seguradoras, e pode se referir a uma classe específica de seguro ou a todo tipo de seguro. Vinte e um dos países da OCDE possuem um ou mais fundos de proteção à apólice de seguro.

Os fundos por classe específica de seguro são geralmente constituídos para o caso de seguros obrigatórios como, por exemplo, o seguro de veículos automotores que cobre danos a pessoas e perda de renda. A função desse fundo é proteger a vítima do sinistro, credor involuntário da seguradora. Assim, na eventualidade da falência da seguradora ou da inexistência de uma apólice de seguro, mesmo que obrigatório, o fundo garante a vítima. Embora o seguro obrigatório de veículos automotores seja universal, existem outros seguros de natureza obrigatória como é o caso do de acidentes de trabalho. Quatorze países da OCDE possuem fundos por classe específica de seguros, sendo que no caso de acidentes de trabalho somente a Bélgica, a Finlândia, a França e a Espanha instituíram tal fundo.

Nosso maior interesse, entretanto, recai sobre o fundo geral de proteção da apólice de seguro que se refira a seguros de qualquer natureza. Canadá, França, Islândia, Japão, Coreia, Noruega, Polônia, Reino Unido e Estados Unidos adotam tal fundo. Se por um lado a existência de um fundo geral de proteção à apólice de seguro gera benefícios e favorece o desenvolvimento da indústria de seguros, a possibilidade de *risco moral* resume os aspectos negativos da instituição de tal fundo.

Dois são os principais benefícios, citados pelos técnicos, decorrentes da instituição de um fundo geral de proteção à apólice de seguro: a redução do problema da assimetria de informação e o aumento na confiança no setor de seguros. No primeiro caso, o argumento é que os detentores de apólice de seguro não têm a competência profissional para distinguir as seguradoras segundo sua solidez financeira. Os detentores de apólice de seguro são credores das seguradoras que não têm, nesse caso, capacidade de verificar o risco deste crédito embora sejam responsáveis pela má escolha feita. Há, portanto, uma assimetria de informação sobre a verdadeira situação da seguradora, e isso pode reduzir a aquisição de apólice de seguro por parte das pessoas. As organizações são normalmente excluídas dessa argumentação, e conseqüentemente da proteção da norma, por poderem contar com o concurso de profissionais, na escolha de uma seguradora.

O ganho em termos de redução na assimetria pode ser imaginário<sup>8</sup>. Assim como as pessoas escolhem seu médico gastando tempo e recurso para obter informações sobre as qualidades pessoais e profissionais do mesmo, elas devem, ao adquirirem seguro, aplicar recursos na escolha da seguradora. Nesse particular, as pessoas têm uma posição privilegiada para escolha de seguradoras relativamente à escolha de médicos. Se a escolha de médicos se baseia em informações

---

<sup>7</sup> Ver a esse respeito Yasui (2001).

<sup>8</sup> Estudando seguro de vida nos Estados Unidos, Cawley-Philipson (1999) não conseguiram, empiricamente, determinar que assimetria de informação representa uma barreira para o bom funcionamento desse mercado.

restritas ao conhecimento de experiências pessoais, no caso dos seguros as pessoas têm a assistência do corretor de seguros, profissional que pode orientar a aquisição de apólices de seguro não só em seu caráter técnico mas, também, em relação à seguradora.

A regulamentação que procura garantir que as seguradoras mantenham uma posição financeira sólida e a ação efetiva de supervisão pelos órgãos reguladores não tem evitado a falência das seguradoras. A falência de uma empresa, em qualquer atividade, informa à sociedade que recursos escassos estão sendo mal utilizados por aquela organização. Num sistema de mercado livre sempre ocorrerão falências. O argumento contra falência no caso da indústria de seguros é similar ao argumento utilizado na indústria bancária. A falência de uma seguradora pode abalar a confiança no setor de seguros. A contaminação do sistema de seguros decorrente da falência de uma seguradora é mais improvável do que no caso dos bancos.

Ainda assim, há um risco de contaminação na indústria de seguros pela falência de uma seguradora. A existência de um fundo de garantia à apólice de seguro, além de gerar confiança, facilita a saída do segurado de uma companhia, que ele considere incompetente, para uma outra. Isso promove o desenvolvimento da competição no mercado de seguros. Além disso, na ausência de um fundo, as agências reguladoras agirão com uma intensidade coercitiva maior de modo a evitar falências. Será, também, maior o esforço de recuperar uma seguradora em dificuldade. Esses dois atos, próprios do agente regulador, podem acabar por reduzir a competição no mercado de seguros.

Na presença de um fundo de proteção à apólice de seguro, os consumidores tendem a ser menos cautelosos na escolha de sua seguradora. Sob essa condição, há um estímulo para que os consumidores busquem seguros mais baratos, sem considerarem os riscos associados à seguradora que promove tais apólices, por acreditarem estar protegidos das conseqüências negativas de tal escolha, pela existência do fundo de proteção à apólice de seguro.

A maior propensão ao risco dos consumidores produz um incentivo às seguradoras a assumirem maiores riscos em suas aplicações para, aumentando seus retornos, oferecer seus produtos a preços mais baixos. A evidência empírica nos ensina que essa é a estratégia usada pelas organizações financeiras que enfrentam dificuldades. Uma situação como essa pode induzir a agência supervisora a adotar uma atitude mais permissiva no que se refere às exigências de prudência. Para sobreviver nesse contexto as seguradoras passam a assumir maiores riscos, o que pode causar a falência de muitas seguradoras ao mesmo tempo e, desse modo, exaurir os recursos do fundo de proteção, com perda para os segurados.

Desse modo, o risco moral gera duas situações adversas à adoção de um fundo de proteção à apólice de seguro<sup>9</sup>. A primeira se refere ao desestímulo que têm as seguradoras para adotar uma administração prudente de seus recursos financeiros. Como os recursos do fundo

---

<sup>9</sup> Cawley-Philipson (1999) encontraram evidências contrárias à presença de risco moral.

representam custo para as seguradoras, aquela que adota uma administração prudente é duplamente penalizada: tem seu custo elevado pela constituição do fundo e paga pela irresponsabilidade das seguradoras imprudentes. A segunda situação ocorre numa conjuntura adversa à indústria de seguro, quando há uma maior probabilidade da ocorrência de imprudência administrativa.

### **3.3. O caso brasileiro: reservas técnicas**

A legislação mais moderna sobre seguros no Brasil inicia-se com o Decreto Lei 73 de 21 de Novembro de 1966, que dispõe sobre o Sistema Nacional de Seguros e Resseguros. O sistema brasileiro de seguros foi então caracterizado por autoridades públicas que regulam (CNSP – Conselho Nacional de Seguros Privados), controlam e supervisionam o sistema (SUSEP – Superintendência de Seguros Privados), pelo IRB – Instituto de Resseguros do Brasil, pelas sociedades autorizadas a operar em seguros privados e por corretores habilitados. Praticamente, esta estrutura se mantém até hoje<sup>10</sup>. Nossa principal preocupação neste artigo é com as reservas técnicas.

O CMN – Conselho Monetário Nacional é a autoridade pública responsável por definir as exigências referentes às reservas técnicas (garantia suplementar, reservas técnicas não comprometidas e reservas técnicas comprometidas) das seguradoras e de outras organizações. Nessa sua função, deve o CMN satisfazer a critérios que garantam remuneração adequada, segurança e liquidez dos investimentos associados às reservas técnicas.

Cabe à SUSEP a supervisão do nível adequado de reservas técnicas, de fundos e provisões, bem como sua composição em termos de aplicações financeiras. A composição dessas reservas, fundos e provisões não pode ser alterada sem a autorização da SUSEP. Isso pode penalizar as organizações reguladas por impedir-lhes maior rapidez em seu processo de ajustamento às condições de um mercado cada vez mais dinâmico<sup>11</sup>. Uma vez constatada a incapacidade de uma sociedade em satisfazer tais exigências, a SUSEP está autorizada a aplicar-lhe uma série de penalidades que, em caso extremo, pode chegar à cassação do funcionamento da organização.

O Decreto-Lei procura, ainda, proteger o segurado e outros beneficiários que sejam credores por indenização ajustada ou por ajustar, garantindo-lhes prioridade sobre as reservas técnicas, fundos e provisões garantidores de operações de seguro. Entretanto, essa proteção, por não constar da Lei de Falências, representa, em muitos casos, uma proteção pouco eficaz. De qualquer modo, a uma seguradora é vedado requerer falência, cabendo à SUSEP, quando for o caso, decretar sua liquidação extrajudicial.

<sup>10</sup> Talvez a transformação mais marcante se refira ao IRB. Em Agosto de 1996, o IRB perdeu sua condição de monopolista no mercado de resseguros e no ano seguinte foi transformado em sociedade por ações, permanecendo como empresa estatal de economia mista, com controle acionário da União.

<sup>11</sup> A SUSEP é bastante flexível com relação a mudanças na composição das reservas e fundos quando essas mudanças são executadas por uma seguradora sólida, sendo, entretanto, rigorosa nos demais casos.



O Decreto 60.459 de 13 de Março de 1967, que regulamenta o DL 73, estabelece as condições para o funcionamento das seguradoras e estrutura as funções da SUSEP, definindo suas atribuições e estabelecendo o processo de liquidação de uma seguradora. Define ainda que metade do capital social realizado da sociedade seguradora seja resguardado como garantia suplementar das reservas técnicas e que suas aplicações estejam sujeitas às mesmas regras impostas às referidas reservas.

O CNSP, por meio de Resolução, aprova normas detalhadas para a constituição das reservas técnicas das seguradoras. As reservas técnicas são categorizadas em *comprometidas* e *não comprometidas*. As reservas técnicas não comprometidas correspondem aos riscos de futuros eventos aleatórios e referem-se a reservas de riscos não expirados e a reservas matemáticas. As reservas técnicas comprometidas são provisões destinadas ao atendimento de eventos já ocorridos e podem referir-se a sinistros a liquidar e a seguros vencidos. Também, por Resolução, o CNSP estabelece as penalidades a serem aplicadas às sociedades seguradoras e de capitalização por descumprirem suas obrigações legais. Pela Resolução 13 de 21 de Maio de 1976, o CNSP define como *crime contra a economia popular* a insuficiência de reservas técnicas.

Por meio de Circular, a SUSEP impõe instruções para a constituição e contabilização das reservas técnicas das sociedades seguradoras. As reservas técnicas são quantitativamente definidas como um percentual do prêmio correspondente, com base na receita de prêmios do passado. O lapso de tempo para esse cálculo depende do tipo de seguro, podendo variar de três meses a um ano. A supervisão, pela SUSEP, do atendimento dessas exigências é feita mensalmente, com exceção da reserva matemática que está sujeita a uma verificação trimestral.

Para efeitos de constituição e contabilização de reservas técnicas das sociedades seguradoras, a SUSEP distingue os seguros em duas categorias. Os seguros elementares e/ou seguro de vida em grupo estão sujeitos às reservas de risco não expirados e às reservas de sinistros a liquidar. Os seguros de vida individuais exigem reserva matemática, além dos dois tipos de reserva exigidos para os demais seguros.

Embora a definição técnica das reservas e sua supervisão sejam responsabilidade da SUSEP, é o CMN – Conselho Monetário Nacional que define as diretrizes para as aplicações dos recursos alocados às reservas técnicas de *modo a lhes preservar segurança e rentabilidade e liquidez*. As atuais normas que regulam as aplicações dos recursos das sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência privada foram definidas em 5 de Junho de 1996, pelo Banco Central, pela Resolução 2.286.

Concedendo maior flexibilidade na composição das carteiras das organizações sujeitas à Resolução 2.286, o Banco Central favorece títulos com menor risco e prazos inferiores a um ano. Além disso, impede a concentração das aplicações desses recursos em títulos de um mesmo emissor. Inovação importante dessa resolução é a permissão, sob certas condições, de aplicações de recursos pelas organizações, exceto aqueles que compõem sua reserva técnica, *em mercados organizados*



---

*de liquidação futura administrados por bolsas de valores ou de mercadorias e de futuros (Art. 4<sup>o</sup>). Tais operações, entretanto, devem ser disciplinadas pela SUSEP, em conjunto com o Banco Central ou com a Comissão de Valores Mobiliários.*

De forma bastante cautelosa, aplicações em derivativos passam a fazer parte das opções abertas às sociedades e entidades na composição de suas carteiras livres das exigências de reservas técnicas. Recentemente, o CNSP limitou a realização de aplicações em derivativos conforme o artigo 7 da Resolução 52, de 3 de Setembro de 2001: *a) operações destinadas à diminuição do risco a que estão expostos seus investimentos; e b) aplicação em cotas de fundos de investimento cuja atuação em mercados de derivativos gere alavancagem inferior a uma vez o respectivo patrimônio líquido.*

Assim, procura a regulamentação permitir que as organizações, a ela subordinada, possam usar derivativos para reduzir os riscos de suas aplicações, evitando a tentação de uma alavancagem excessiva, limitando-a ao patrimônio líquido da organização.

Uma vez uma organização sujeita às exigências de reservas técnicas (sociedade seguradora, sociedade de capitalização e entidade aberta de previdência complementar) não cumpra tais requisitos, a SUSEP, órgão supervisor, poderá intervir por meio dos mais variados procedimentos. Nos casos de incapacidade da organização em manter seus compromissos em dia, a SUSEP poderá liquidá-la por meio de um processo de intervenção ordinária ou extrajudicial.

Não nos foi possível construir uma série histórica do número de casos de liquidação extrajudicial ou ordinária das organizações sujeitas à supervisão da SUSEP. Entretanto, no *site* dessa organização ([www.susep.gov.br](http://www.susep.gov.br), seguindo o caminho Atendimento ao Público / Empresas em Regime Especial) tivemos acesso às empresas, sob supervisão da SUSEP, que se encontram em regime de liquidação ou tiveram, recentemente, sentenciado seu processo de falência. Atualmente existem, em liquidação extra judicial, com processos iniciados nas mais variadas épocas (de 1966 a 2001), 25 organizações: 15 seguradoras, nove entidades abertas de previdência privada e uma sociedade de capitalização. No período 2000/01, três seguradoras entraram em regime de liquidação ordinária e duas receberam sentença em seus processos de falência.

Do total das 25 organizações sob liquidação extrajudicial, 10 processos (40%) foram iniciados entre 1966 e 1988 (num intervalo de 23 anos), e os restantes 60% ocorreram a partir de 1992, isto é, nos últimos dez anos. Desses últimos 15 processos, seis (24% do total ou 40% dos processos iniciados a partir de 1992) tiveram início no período 2000/01. Esta crescente intervenção está associada à supervisão mais efetiva da SUSEP, e não a algum problema estrutural destes segmentos de mercado. De qualquer forma, somente uma parcela pequena das organizações sujeitas à supervisão da autoridade pública tem apresentado dificuldades, o que demonstra a maturidade deste mercado.

Atualmente, existem em operação no País 128 seguradoras, sendo que 42 que operam com seguro de vida estão, também, autorizadas a operar

com previdência complementar. As entidades abertas de previdência privada autorizadas a operar são em número de 31, sendo que somente três têm fins lucrativos. Dezoito são as sociedades de capitalização devidamente autorizadas e que operam no País.

A partir de 1996, sete seguradoras estão sob liquidação extrajudicial, três sob liquidação ordinária e duas com sentença de falência já emitida. Isso significa 9,4% do total das 128 seguradoras em atividade e devidamente autorizadas a operar em todo País. Se considerarmos que essas intervenções ocorreram ao longo de 6 anos, numa frequência aproximada de dois casos por ano, verificamos que cerca de 1,56% das seguradoras não conseguiu cumprir as normas que lhes foram impostas pela autoridade pública.

#### **4. Protegendo o segurado: alternativa às restrições no uso das reservas técnicas**

Ninguém contesta a necessidade de uma seguradora manter reservas técnicas. Uma vez mais, o paralelo com a indústria bancária se aplica. Bancos necessitam manter reservas associadas aos depósitos a vista e outros tipos de depósito de seus clientes (depósito de poupança ou depósitos a prazo) para permanecer nos negócios. Historicamente, a imposição de reservas compulsórias aos bancos teve origem na Inglaterra com o propósito de carrear recursos para a Coroa<sup>12</sup>. No Brasil, reservas compulsórias têm sido utilizadas para direcionar recursos para financiar a dívida pública federal e estimular alguns setores econômicos. Desde sua origem, e pela própria natureza de seu negócio, os bancos sempre mantiveram reservas e esta exigência legal não tem evitado as falências bancárias em todo mundo. Este mesmo argumento se aplica às reservas técnicas das seguradoras.

Talvez a analogia com a demanda por moeda, por um cidadão comum, seja mais útil para nossa argumentação. Desde o Século XVII os economistas consideravam duas razões para demandarmos moeda. Aos motivos transação e precaução, Keynes adicionou o motivo especulação. É exatamente esse último motivo que pode justificar alguma restrição à ação livre das seguradoras na administração de suas reservas técnicas.

As reservas técnicas de uma seguradora têm a função de permitir-lhe atender seu segurado, ou seu beneficiário, na eventualidade de um sinistro. A carteira de seguros contratada pela seguradora está, portanto, intimamente associada à necessidade de ela manter um volume de recursos financeiros capaz de, prontamente, atender às exigências de tais contratos.

Para aceitar os riscos indesejáveis dos seus clientes, a seguradora cobra-lhes um prêmio (preço da apólice de seguro) e lhes garante condições de menor risco definidas num contrato. O prêmio pago pelo cliente depende da probabilidade de ocorrência do evento aleatório do qual ele deseja proteger-se. A solidez de uma seguradora está na sua eficiência em definir o prêmio mínimo que exigirá para firmar o contrato de seguro com seu cliente e em sua capacidade de administrar esta receita conciliando retorno e risco em seus investimentos com a

<sup>12</sup> Ver a esse respeito, Smith (1936).

eventualidade de um sinistro. Uma imposição exógena sobre qualquer desses elementos afeta não só o desempenho da seguradora mas as condições de convivência com o aleatório em uma sociedade.

Vimos que a regulamentação do setor tomou corpo a partir da ação inescrupulosa de seguradoras nos Estados Unidos do Século XIX. Vimos, também, que a tendência atual na maioria dos países da OCDE, após longos anos de controle governamental, é a de reduzir a ação de regulamentação e acentuar a ação de supervisão da agência governamental. Verificamos, ainda, que o fundo de proteção à apólice de seguro é um instrumento importante na proteção ao segurado especialmente se a Lei de Falência, no caso de seguradora, não favorecer o segurado.

Assim, é nosso propósito, nessa seção, argumentar em favor da constituição de um fundo de proteção à apólice de seguro no Brasil, bem como provocar, nesse contexto, uma reflexão sobre a auto-regulação. A instituição deste fundo pode abrir uma possibilidade efetiva de proteção ao segurado sem os custos associados ao controle das aplicações das correspondentes reservas técnicas. Sua implantação exigirá, entretanto, um estudo específico. Yasui (2001), ao analisar a experiência de países da OCDE, registra que alguns países, que introduziram este instrumento de proteção ao segurado, experimentaram falências de grandes seguradoras. Entretanto, o autor registra também que países como Coréia e Reino Unido obtiveram sucesso pelo fato de tal fundo coexistir com seguro de depósito bancário.

Auto-regulação é muito mais comum do que pode parecer à primeira vista. As bolsas de valores são o exemplo mais conhecido de auto-regulação. Entretanto, o condomínio residencial é a forma de auto-regulação mais comum entre nós. Outra modalidade de auto-regulação, a concessão, pela associação de produtores, de selo de qualidade para produtos específicos como café, tem se mostrado mais eficiente na proteção dos interesses dos consumidores do que normas impostas por órgãos reguladores. Muitos problemas associados ao uso de bens de propriedade comum, como os recursos naturais, têm sido resolvidos por meio da auto-regulação<sup>13</sup>.

De um modo geral, os seguros são separados em duas grandes categorias distinguindo o seguro de vida e de saúde, do seguro de propriedade e contra acidentes. Em todos os países que adotam o fundo de proteção à apólice de seguro, mesmo naqueles onde um único fundo protege todas as apólices de seguro, os recursos correspondentes ao seguro de vida e de saúde são contabilizados e administrados separadamente dos demais tipos de seguro (propriedade e contra acidentes). Sugerimos, portanto, a adoção de um único fundo de proteção à apólice de seguro, embora os recursos do seguro de vida e de saúde sejam administrados separadamente dos demais seguros.

A maioria dos países que adotou um fundo de proteção à apólice de seguro, procura, com esse instrumento, proteger os indivíduos não

---

<sup>13</sup> Ver, por exemplo, Carvalho (2001).

considerando proteção às empresas, pois essas possuem capacidade técnica de avaliar a qualidade e os riscos associados à escolha de uma seguradora. Entretanto, como no caso do Reino Unido, a associação de pessoas físicas e empresas do tipo sociedade civil ou limitada (e com mais razão as *simples*) devem estar incluídas na proteção do fundo.

Para contornar, em parte, o problema do risco moral, o fundo de proteção à apólice de seguro deve estabelecer um teto para o valor do seguro abaixo do qual o segurado será protegido. Deve estabelecer, também, uma garantia, no caso de sinistro, até um percentual da exigibilidade a que a seguradora está sujeita. O teto e esse percentual de compensação do segurado devem ser determinados a partir de estudos específicos. O Japão e o Reino Unido, por exemplo, garantem uma compensação de até 90% da exigibilidade, exceto para seguros obrigatórios quando, nesse caso, o fundo cobre 100% das exigibilidades. A imposição do teto e de um percentual de cobertura pelo fundo mitigam o problema do risco moral e protegem integralmente seguros de pequena monta para os quais o risco moral é praticamente inexistente.

A principal função do fundo de proteção à apólice de seguro é compensar os segurados pelas perdas decorrentes da falência de sua seguradora. Sua existência não dispensa a manutenção, pela seguradora, de reservas técnicas. Entretanto, esse pode ser um instrumento importante para dissociar-se restrições quantitativas e alocativas impostas às aplicações de reservas técnicas com o propósito de evitar a falência da seguradora. Na ocorrência de tal falência o fundo pagará as dívidas da seguradora para com os segurados e receberá o crédito correspondente quando da execução da falência. Há que se considerar ainda os contratos de seguro vigentes no momento da falência, e que não estão associados a ocorrências de qualquer sinistro. Estas operações de seguro devem ser transferidas a outras seguradoras membros do fundo de proteção ao segurado.

Seguros de vida e de saúde devem ser tratados diferentemente dos demais seguros. De um modo geral, há uma perda para o segurado se ele tiver que fazer um novo contrato de seguro de vida (ou de saúde) em decorrência da falência da seguradora de sua escolha. Na maioria dos países da OCDE, a proteção à apólice de seguro implica na manutenção do mesmo contrato transferido de uma seguradora falida para uma seguradora pertencente ao sistema. Ainda para esses países, o seguro de propriedade e contra acidentes não é visto como problema, dada a sua natureza de curto prazo. Na eventualidade de uma seguradora falir, os detentores de tais apólices terão seus contratos terminados, com a restituição de créditos, que porventura tenham, para que possam escolher uma outra seguradora para contratar novo seguro.

No Canadá e nos Estados Unidos o seguro de vida é tratado diferentemente pela sua característica de longo prazo. Nesses países, o fundo assume os contratos da seguradora falida e, a partir deste momento, se responsabiliza por sua administração e integridade.

Financiado pelas seguradoras participantes, o fundo de proteção à apólice de seguro tem sido constituído por contribuições específicas das seguradoras (pré-financiamento) ou tem sido mantido escrituralmente

---

nos registros de cada seguradora, só sendo transferido para o fundo quando necessário (pós-financiamento).

Conforme relata Yasui (2001) há países que adotam o pré-financiamento e outros que adotam o pós-financiamento. Há, ainda, países como o Canadá, a Noruega e a França que possuem esses dois tipos de financiamento combinados de maneira muito particular. Quantitativamente, o número de países que adota o pré-financiamento é um pouco superior ao dos que adotam o pós-financiamento.

A contribuição de cada seguradora para constituição do fundo é definida como um percentual sobre a receita líquida ou bruta de prêmios. Nos países onde há controle do prêmio cobrado aos clientes, o órgão regulador permite que esse percentual seja adicionado ao prêmio. Qualquer que seja o caso o segurado estará pagando sua proteção por meio de um aumento no prêmio de seu seguro. Isso pode ser um forte estímulo para que o segurado procure escolher melhor sua seguradora, uma vez que quão pior o desempenho do setor, maior será o custo de sua apólice e maior a probabilidade de receber apenas uma fração daquilo que lhe é devido, quando da ocorrência de sinistro.

A Coréia classifica seguradoras em três níveis de risco. As de nível médio têm sua contribuição definida com um percentual da receita de prêmios. As de baixo risco têm uma contribuição percentual, que é 5% menor do que as de risco médio. As seguradoras de mais alto risco contribuem com 5% a mais do que as de médio risco.

O fundo de proteção à apólice de seguro é geralmente administrado por uma sociedade sem fins lucrativos cujos sócios são as seguradoras. Seus objetivos e procedimentos básicos são definidos em lei, havendo necessidade de aprovação de seu regimento, estando seus registros contábeis sujeitos à supervisão do governo. A participação das companhias de seguro nesse fundo pode ser compulsória ou voluntária. A idéia da compulsoriedade tem sido defendida para evitar-se o efeito da saída de uma seguradora do sistema que mantém o fundo, com o conseqüente aumento de riscos para seus segurados. Deseja-se ainda evitar a seleção adversa porquanto há, nitidamente, um estímulo para as seguradoras mais agressivas e que assumem maiores riscos de se associarem ao fundo, enquanto as companhias de boa reputação e com uma administração prudente têm um menor estímulo para participar do fundo.

Na realidade, nos parece que um sistema de proteção à apólice de seguro pode ser mantido e auto-regulado pelas próprias seguradoras. É fundamental que a participação seja voluntária e que nenhuma seguradora possa ter seu ingresso vetado neste sistema de proteção ao segurado. O Fundo de Proteção à Apólice de Seguro (FPAS) deveria se constituir numa sociedade sem fins lucrativos, administrada por uma Comissão de Liquidação de Entidades (CLE).

O fundo de proteção à apólice de seguro deve ser constituído por contribuições das seguradoras em proporção às receitas de prêmio, destacando seguro de vida e de saúde dos seguros de propriedade e contra acidentes. As seguradoras devem ser classificadas em três níveis

de risco, similarmente ao caso coreano. Será necessário um estudo especial para caracterização destes três tipos de seguradora.

Assim como em qualquer caso de auto-regulação, torna-se necessária uma legislação específica que venha a regular, em linhas gerais, por meio de uma lei orgânica, o funcionamento deste sistema de proteção à apólice de seguro. A constituição deste fundo libera o excesso de controle sobre as aplicações das reservas técnicas, melhorando o desempenho das seguradoras e reduzindo os custos administrativos desse controle. Se, por um lado, ela aumenta o valor do prêmio de seguro, ao dar mais liberdade à seguradora na alocação de suas reservas técnicas, ela aumenta a rentabilidade da seguradora. O processo de competição entre as seguradoras pode levá-las a repassar parte desse ganho ao segurado, reduzindo o prêmio. Portanto, somente um estudo detalhado poderá determinar sob que condições a instituição de um fundo de proteção à apólice de seguro provocará ou não um aumento no prêmio pago pelos segurados.

## **5. O papel dos derivativos na formação de carteiras de reservas técnicas**

Vários estudos têm constatado que a imposição de restrições às aplicações dos recursos apropriados às reservas técnicas das seguradoras, das entidades de previdência privada e das sociedades de capitalização tem imposto um custo a essas organizações, com implicações para o bem-estar de seus clientes. Isso ocorre porquanto as restrições têm, em geral, reduzido a rentabilidade das aplicações e elevado a exposição ao risco dessas organizações.

Pinto (1985) analisou o impacto das restrições impostas pelas Resoluções 790 e 793, ambas de 1983, sobre as aplicações das sociedades de investimento estrangeiro, das seguradoras e das entidades fechadas de previdência privada. Adotando a hipótese de normalidade para as distribuições dos retornos das aplicações financeiras e medindo o risco pela variância desses retornos, o autor concluiu que, para uma carteira com o mesmo retorno médio, essas restrições produziam um aumento no nível de risco das aplicações dos recursos das reservas técnicas dessas organizações.

Mais recentemente, Contador-Costa (1998) examinaram o impacto das Resoluções 2.286 e 2.324 de 1996 sobre as aplicações das entidades de previdência privada, das seguradoras e das sociedades de capitalização. Os autores utilizaram a metodologia de Markovitz para comparação de carteiras. Com dados mensais, as carteiras eficientes foram compostas de títulos públicos federais, ativos de renda fixa, ativos de renda variável e imóveis, para o período janeiro de 1990 a junho de 1998, desconsiderando-se as possibilidades de venda a descoberto e empréstimos, e admitindo que os investidores eram avessos ao risco. Os retornos às aplicações consideradas, utilizados na determinação da fronteira eficiente, sem restrição legal, foram retornos reais. A comparação da carteira de variância mínima da fronteira eficiente com a carteira efetivamente observada foi feita para o mesmo nível de risco, isto é, para a mesma variância.

O custo real da regulamentação para as entidades fechadas de previdência privada, calculado por Contador-Costa (1998), variou, no





caso das reservas não comprometidas, entre 0,157% a.a e 1,366% a.a, dependendo do índice de preços usado para descontar a inflação. Resultado semelhante é relatado pelos autores para as entidades abertas de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização. Para as reservas técnicas comprometidas, sujeitas a maiores restrições, o custo real da regulamentação calculado pelos autores foi, em média, 3,3 vezes superior, variando de 0,92% a.a a 2,825% a.a.

Assim, por essas evidências empíricas, a regulamentação imposta nas aplicações das reservas técnicas destas organizações parece não cumprir seu propósito. As regras de prudência, que justificariam a imposição de restrições à constituição da carteira, possivelmente não estão incorporadas à regulamentação, poderia ser argumentado. Portanto, a solução seria reformar a regulamentação. Essa não é a lição a ser aprendida.

A lição que, consistentemente, estudos dessa natureza nos têm dado, para os mais variados países e circunstâncias, é que não há como promover prudência por meio de restrições às aplicações financeiras dos investidores institucionais. A dinâmica do mercado financeiro e as constantes inovações a que ele está sujeito tornam esse tipo de controle pouco eficiente para o propósito desejado. Exatamente por isso que exigências de capital e seguro de proteção ao cliente têm emergido como uma solução mais eficiente.

Uma das características da regulamentação sobre as aplicações financeiras destas organizações é a proibição de aplicações em derivativos financeiros. Vimos que derivativos são inovações financeiras que cumprem a função de proteger os investidores de determinados riscos associados a ativos específicos. Assim, vedar aplicações em derivativos retira destas organizações uma possibilidade importante de redução de risco na administração de suas carteiras, com repercussão direta sobre a composição de suas reservas técnicas.

Não há dúvida que derivativos, pelo seu poder de alavancagem, se introduzidos numa carteira de aplicações financeiras, podem aumentar o risco dessa carteira. Esse fato não deve, entretanto, impedir o uso prudente deste instrumento. A regulamentação nos Estados Unidos, como vimos anteriormente, permite às seguradoras, na composição de suas carteiras, a inclusão de derivativos. A restrição imposta é que derivativos sejam usados como *hedge*, isto é como redutor de risco. Assim imposta, essa restrição não só permite às seguradoras se tornarem mais eficientes na alocação de seus recursos como satisfaz às exigências de prudência. Mais ainda, pela própria natureza da norma, a supervisão pela autoridade pública é de baixo custo e de fácil aplicação. Acertadamente, o CNSP, pela Resolução 52, de 3 de setembro de 2001, abre essa possibilidade (Art. 7).

A possibilidade de aplicações financeiras em derivativos enfatiza o artigo terceiro da referida Resolução, que responsabiliza a SUSEP por regulamentar os *procedimentos de controle e de avaliação de risco de mercado e dos demais riscos inerentes aos [seus] investimentos* das sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades



abertas de previdência complementar. Nesse sentido, é relevante examinarmos o relatório do Subcomitê de Derivativos da *International Association of Insurance Supervisors*, aprovado em 1 de Outubro de 1998 (ver [www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org)).

A IAIS reconhece a importância do uso de derivativos, assim como a diversidade institucional que permite organizações como seguradoras aplicarem recursos neste tipo de ativo. Destaca, entretanto, que as diversas possibilidades de uso de derivativos por essas organizações, nos mais variados arranjos institucionais existentes, estão sujeitas a estritas normas de prudência. Sob tais circunstâncias, aplicações em derivativos são permitidas para a promoção da redução de riscos das carteiras das organizações; para satisfazerem às exigências de composição de carteiras eficientes no processo de administração de seus recursos. Em alguns arranjos institucionais, as organizações podem adquirir derivativos com recursos alocados às reservas técnicas.

A dinâmica do mercado de derivativos, sujeito a freqüentes inovações financeiras, e o poder de alavancagem das aplicações financeiras nesse mercado, levaram a IAIS a orientar suas filiadas no sentido de observarem, em sua ação supervisora, as recomendações de dois importantes relatórios sobre derivativos. O primeiro, datado de julho de 1994, trata da administração de risco quando derivativos são incluídos nas aplicações das organizações supervisionadas (*Risk Management Guidelines for Derivatives*, do Comitê da Basileia sobre Supervisão Bancária). O segundo é o relatório conjunto do Comitê da Basileia sobre Supervisão Bancária com o Comitê Técnico da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSC), datado de maio de 1995, sobre as informações necessárias à supervisão das aplicações em derivativos.

As exigências quanto aos procedimentos internos da organização sujeita à supervisão concentram-se em três aspectos: política de investimento, definição de responsabilidades e qualificação de pessoal técnico. É recomendado que a política de investimentos seja caracterizada em documento escrito e de ampla divulgação interna entre os setores responsáveis pela administração dos recursos das organizações. Particular atenção deve ser dada à orientação para aplicações em derivativos, bem como aos preceitos a serem respeitados para a administração do risco desses ativos e sua interação com as demais aplicações da organização. Destaque especial deve ser dado à caracterização das responsabilidades do Conselho Diretor pela definição, monitoramento, controle e auditorias internas dessa política. Deve, também, ser esse Conselho responsável pela caracterização de todos os procedimentos operacionais associados à administração das aplicações da organização. Finalmente, há determinações expressas sobre o grau de qualificação profissional dos técnicos responsáveis pelas aplicações em derivativos.

## 6. Conclusão

Neste artigo desenvolvemos uma argumentação para a modificação na atual regulamentação que tem por objetivo aperfeiçoar a solvência do sistema e a proteção ao cliente, preservando a liberdade das organizações na administração de suas reservas técnicas. As sugestões

aqui apresentadas precisam ser seguidas de estudos técnicos que explorem todas as suas implicações e que contemplem simulações capazes de fornecer indicações quantitativas sobre as condições de retorno e risco sob o marco institucional proposto.

A experiência de países da OCDE indica que as restrições impostas aos investimentos das seguradoras, com base nos recursos apropriados às reservas técnicas, têm perdido as características de especificação das aplicações permitidas e de restrições quantitativas a tais aplicações para assumir o caráter de indicações gerais conhecidas como *regras de prudência*. Esta nova forma de considerar as reservas técnicas, que dá mais liberdade ao administrador dos recursos da seguradora pelo caráter exclusivo de supervisão da ação do órgão regulador, tem permitido às seguradoras acesso às aplicações em derivativos, de um modo geral restritos a operações associadas à redução de risco.

A ênfase em supervisão das reservas técnicas, por meio das regras de prudência, além de acentuar o contato entre a seguradora e os órgãos reguladores e de supervisão, atribui a esses últimos uma responsabilidade maior à sua função de supervisão.

Vários estudos têm constatado que a imposição de restrições às aplicações dos recursos apropriados às reservas técnicas das seguradoras, das entidades de previdência privada e das sociedades de capitalização tem imposto um custo a essas organizações, com implicações para o bem-estar de seus clientes. Isso ocorre porquanto as restrições têm, em geral, reduzido a rentabilidade das aplicações e elevado a exposição ao risco dessas organizações. Esse é mais um forte argumento para a introdução de um seguro de proteção à apólice de seguro em substituição ao custoso sistema de controle sobre as aplicações financeiras com recursos das reservas técnicas.

## 7. Bibliografia

BENSTON, G. J. The sins of banking regulation in the USA. **Economic affairs**, 15, p. 18-23, 1995.

CARVALHO, José L. **O Estado na economia brasileira**: estudo de dois casos brasileiros. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1979.

CARVALHO, José L. Regulate or not regulate the environment? Property rights are the answer. IN: **INTERNATIONAL workshop on business and environment towards sustainable development** organizado por ICEG/USU, IBRE/FGV e CETEM. Rio de Janeiro, Búzios, 12-14 ago. 1998. Versão 2001

CAWLEY, John; PHILIPSON, Tomas. An empirical examination of information barriers to trade in insurance. **American economic review**, 89, p. 827–845, September 1999.

CHIAPPORI, Pierre-André; SALANIÉ, Bernard. Testing for asymmetric information in insurance markets. **Journal of political economy**, 108, p. 56-78, February 2000.

CONTADOR, Cláudio Roberto; COSTA, Mariana Ribeiro Timotheo da. **Entidades de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização**: o custo da restrição imposta pela regulamentação à composição de suas carteiras. Rio de Janeiro: COPPEAD, 1998.

- MITINICK, B. M. **The political economy of regulation**. New York: Columbia University Press, 1980.
- NISKANEN, W. **Bureaucrats and representative government**. Chicago: Aldine-Atherton, 1971.
- PINTO, A. C. F. **Investidores institucionais: efeitos da regulamentação econômica**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1985.
- POSNER, R. A. Theories of economic regulation. **Bell journal of economics and management science**, 5, p. 335-358, 1974.
- REVELL, Jack R. S. The complementary nature of competition and regulation in financial sector. In: VERHEIRSTRAETEN, Albert. **Competition and regulation in financial markets**. New York: St. Martin's Press, 1981. p. 16-31.
- ROSE, Harold. Financial regulation: the underlying issues. **Economic affairs**, 15, p. 7-11, 1995.
- ROTHSCHILD, Michael; STIGLITZ, Joseph E. Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. **Journal of Economics**, 90, p. 630-49, nov. 1976.
- SMITH, V. **The rationale of central bank**. London: P. S. King & Sons Ltd., 1936.
- STIGLER, George J. The theory of economic regulation. **Bell journal of economics and management science**, 2, p. 3-21, 1971.
- STIGLITZ, Joseph E. Principles of financial regulation: a dynamic portfolio approach. **The world bank research observer**, v. 16, n. 1, p. 1-18, 2001.
- VOLLBRECHT, Jörg. Insurance regulation and supervision. IN: OECD Policy Issues in Insurance. **Insurance regulation, liberalization and financial convergence**, n. 3, p. 7-67, 2001.
- YASUI, Takahiro. Policy holder protection fund: rationale and structure. In: OECD Policy Issues in Insurance. **Insurance regulation, liberalization and financial convergence**, n. 3, p. 303-329, 2001.