



Microssseguros para o Brasil: O GILR-Bond[†]

Bernardo Weaver

Advogado formado pela PUC-Rio, com mestrado em direito de seguros nos EUA. É autor de inúmeros artigos e consultor internacional do BID e do Banco Mundial em Washington, na área de seguros e mercado financeiro

bernardow@contractual.iadb.org

Resumo

Enquanto a microfinança geralmente se preocupa em como aliviar as pessoas da pobreza, o microsseguro tem como objetivo ajudar as pessoas para não caírem nas armadilhas da pobreza em suas trajetórias à classe média. Para evitar que as pessoas empobrecam devido a doenças, desastres naturais, ausência de poupança, perda de ativos ou bens semoventes, os países em desenvolvimento devem investir no microsseguro. No caso específico do Brasil, apesar de ainda haver um grande espaço para a expansão do microsseguro, as seguradoras locais parecem não estar preparadas para esse desafio. Portanto, as microsseguradoras devem tentar atender a essa demanda não explorada. Este artigo traz à luz o tema da securitização de ativos no Brasil como uma forma de redução dos custos de capital para as seguradoras e microsseguradoras e apresenta um novo produto financeiro chamado de GILR-Bond ou securitização de grandes volumes de contratos de seguros. A securitização proporciona muitas vantagens em relação ao seguro tradicional. Termina custando menos ao consumidor, na medida em que os mercados financeiros têm custos mais baixos de capital e mais capacidade, em comparação à seguradora comum. Também representa um risco de insolvência menor para o consumidor, uma vez que os proprietários dos títulos pulverizados (como um todo) são mais solventes do que uma seguradora única. O GILR-Bond é particularmente adequado para a atual realidade do mercado de capitais do Brasil. As fragilidades dos mercados de seguros e de capitais associados ao ambiente legal amigável permitem ao microsseguro representar um importante papel social. Atendem àqueles que não são alcançáveis pelos serviços financeiros e conseguem obter lucro através do processo.

Palavras-Chave

microssseguro; microsseguradoras; microfinança; GILR-Bond; securitização; Brasil.

Sumário

1. Introdução; 2. O Microssseguro e o GILR-Bond; 2.1. A América Latina no banco da frente; 3. Um produto para democratizar os derivativos – o GILR-Bond; 3.1. O que é?; 3.2. O que o Cat bond (Título de Catástrofe) não é? ; 3.3. Estrutura; 3.4. O papel dos investidores; 3.5. O papel do grupo segurado; 3.6. O papel das seguradoras; 3.7. Corretores de seguros, para conduzir o grupo de segurados junto; 3.8. Comparação: Contrato de seguros e o GILR-Bond; 4. O GILR-Bond e a securitização no Brasil; 4.1. O GILR-Bond no Brasil; 4.2. O atalho; 5. O modelo GILR-Bond afetando os níveis mais baixos de renda; 6. Conclusão.

[†] Artigo recebido em 6/5/2008. Aprovado em 15/3/2009.



Abstract

Micro-insurance for Brazil: The GILR-Bond

Bernardo Weaver

Having graduated at PUC as a lawyer, he obtained a Masters in Insurance Law in the USA. He has written countless articles and is an international adviser for BID and the World Bank in Washington, in the insurance area and in the financial market
bernardow@contractual.iadb.org

Summary

While microfinance in general worries about relieving people from poverty, micro-insurance focuses on helping people from falling into poverty traps on their way to the middle-class. In order to avoid people from becoming poor due to illness, natural disasters, lack of savings or loss of assets or livestock, developing countries must invest in micro-insurance. In the specific case of Brazil, while there is still plenty of room for insurance expansion, local insurers do not seem to be up for the job. Hence microinsurers must try to serve this untapped demand. This article brings to light the issue of securitization of assets in Brazil as a way to reduce cost of capital for insurers and micro-insurers. It presents a new financial product called the GILR-Bond, or the securitization of large bulks of insurance contracts. Securitization has plenty of advantages over traditional insurance. It ends up costing less to consumers, as financial markets face lower cost of capital and have more capacity than do regular insurers. It also represents a lower insolvency risk to customers, as pulverized bondholders (as a whole) are more solvent than a single insurer. The GILR-Bond is particularly adequate to the current Brazilian capital market reality. Insurance and capital markets weaknesses associated with friendly legal environment, allow micro-insurance to play an important social role. They reach those unreached by financial services, and turn a profit on the process.

Key Words

micro-insurance; micro-insurers; microfinance; GILR-Bond; securitization; Brazil.

Contents

1. Introduction; 2. Micro-insurance and the GILR-Bond; 2.1. Latin America in the front seat; 3. A product to democratize derivatives – GILR-Bond; 3.1. What is it?; 3.2. What it is not – Cat bond; 3.3. Structure; 3.4. The role of investors; 3.5. The role of the insured group; 3.6. The role of insurers; 3.7. Brokers, to pull the insured group together; 3.8. Comparison: Insurance contract and the GILR-Bond; 4. GILR-Bond and securitization in Brazil; 4.1. The GILR-Bond in Brazil; 4.2. The shortcut; 5. The GILR-Bond model affecting lowest income levels; 6. Conclusion.



Bernardo Weaver

Sinopsis

Microseguros para o Brasil: El GILR-Bond

Bernardo Weaver

Abogado graduado por la PUC-Río, con Master en derecho de seguros en los EEUU. Autor de innúmeros artículos y consultor internacional del BID y del Banco Mundial en Washington, en el área de seguros y mercado financiero

bernardow@contractual.iadb.org

Resumen

Mientras que la microfinanza en general se preocupa en como aliviar las personas de la pobreza, el microseguro se centra en ayudar a las personas en no caer en las trampas de la pobreza en su trayectoria hacia la clase media. Para evitar que las personas empobrezcan en virtud de enfermedades, desastres naturales, ausencia de ahorros, pérdida de activos o de bienes semovientes, los países en desarrollo deben invertir en el microseguro. En el caso específico de Brasil, a pesar de todavía haber gran espacio para la expansión del microseguros, los aseguradores locales parecen no estar preparados para este desafío. Por lo tanto, los micro-aseguradores deben intentar atender a esta no explotada demanda. Este artículo trae a la luz el tema de la securitización de activos en Brasil como una forma de reducir los costos de capital para los aseguradores y microaseguradores. Presenta un nuevo producto financiero llamado de GILR-Bond (*General Incident Loss Reporting – Informe de Pérdidas de Accidentes Generales*), o securitización de grandes volúmenes de contratos de seguro. La securitización proporciona larga ventaja sobre el seguro tradicional. Termina costando menos al consumidor, en la medida que los mercados financieros tienen costos más bajos de capital y más capacidad en comparación al asegurador regular. También representa un riesgo de insolvencia más bajo para el consumidor, una vez que los tenedores de bonos pulverizados (como un todo) son más solventes que un asegurador único. El GILR-Bond es particularmente adecuado para la actual realidad del mercado de capitales de Brasil. Las debilidades de los mercados de seguros y de capitales asociados con el ambiente legal amigable permiten al microseguro representar un importante papel social. Atienden a los inalcanzables por los servicios financieros y logran la obtención de utilidades en el proceso.

Palabras-Clave

microseguro; microaseguradores; microfinanza; GILR-Bond; securitización; Brasil.

Sumario

1. Introducción; 2. Microseguro y el GILR-Bond; 2.1. América Latina en el asiento delantero; 3. Un producto para democratizar derivados – el GILR-Bond; 3.1. ¿Qué es eso?; 3.2. Lo que eso no es. – Cat bond; 3.3. Estructura; 3.4. El papel de los inversionistas; 3.5. El papel del grupo de asegurados; 3.6. El papel de los aseguradores; 3.7. Corredores de seguros, para empujar el grupo asegurado; 3.8. Comparación: Contrato de seguro y el GILR-Bond; 4. El GILR-Bond y la securitización en Brasil; 4.1. El GILR-Bond en Brasil; 4.2. El atajo; 5. El modelo GILR-Bond afectando los niveles de renta más bajos; 6. Conclusión.



1. Introdução

Este artigo debate o microseguro dentro do contexto da securitização de ativos no Brasil. Há um capítulo zero, que explica o tema tradicional do microseguro: como melhorar a subscrição, o gerenciamento de sinistros e a comercialização, com redução das despesas administrativas, de forma a permitir que um grande número de consumidores com pouco ou nenhum recurso financeiro venha a adquirir seguro. Depois disso, este artigo passa a responder a uma outra pergunta: como o microseguro poderia reduzir os custos de capital, de maneira a permitir que pessoas adquiram coberturas mais baratas de microseguro?

O primeiro capítulo apresenta este produto chamado GILR-Bond. Basicamente, é a securitização de um volume de contrato de seguros cuja sinistralidade é o risco adjacente em uma transação de derivativo. O capítulo seguinte lista as vantagens comparativas para lançar o GILR-Bond. Circunstâncias locais específicas relacionadas com mercados de capitais restritos do Brasil e sistemas de seguros elitistas dão espaço para o GILR-Bond crescer. O capítulo final joga com questões relacionadas com a redução da pobreza e a utilização do microseguro no Brasil. Conclui que o GILR-Bond poderia resultar no crescente acesso ao microseguro e, portanto, na securitização de ativos no Brasil. A democratização dos derivados a um público mais amplo permitirá custos mais baixos do microseguro e melhores garantias aos empresários locais.

2. O Microseguro e o GILR-Bond

O microseguro¹ é o seguro que atende às faixas mais baixas de renda² em um país. Serve àqueles que normalmente não são servidos pelos ramos de seguros privados. Há outros componentes relacionados com o microseguro. O primeiro é a maciça penetração. Os contratos de seguros devem ser vendidos a um grande número de pessoas a taxas muito baixas. Devem fornecer cobertura contra perdas que normalmente não são muito expressivas. Assim, as microseguradoras vendem milhões de contratos para conseguirem obter um lucro muito pequeno³. Às vezes até mesmo o volume total de receita não é alto. As microseguradoras são conhecidas por terem métodos de subscrição simples e diretos, geralmente cobrando o mesmo prêmio para riscos semelhantes. O gerenciamento de sinistros deve ser ainda mais objetivo. As seguradoras devem garantir perdas que sejam fáceis de identificar⁴, avaliar e

¹ Todas as informações apresentadas neste capítulo zero, as quais delimitam a abrangência deste artigo, foram trazidas das várias perspectivas sobre o microseguro, disponíveis em: http://www.microinsurancecentre.org/UploadDocuments/MicroInsurance_Note_9_Future_of_Microinsurance%5B1%5D.pdf.

² O autor explica que nem as soluções do governo nem as do setor privado são capazes de atender às famílias de baixa renda. Ahuja, Rajeev. "Microinsurance in India" ("Microseguro na Índia"), página 362, na Série de Relatórios de Seguros da Índia 1: por H. Chaturvedi, Dharmendra Kumar, Rahul Singh.

³ Uma boa explicação do que as seguradoras, órgãos reguladores, ONGs e associações comunitárias locais necessitam para trabalharem em conjunto, a fim de fazer o microseguro funcionar adequadamente está disponível na página 2 do relatório "*Into action microinsurance – making microinsurance work for the poor*" ("Microseguro em ação – fazendo o microseguro funcionar para os pobres"). Este é um relatório sintético da conferência sobre microseguro realizada em outubro de 2005 e publicado em janeiro de 2006. Churchill, Craig; Reinhart, Dirk. Disponível em: http://www.munichre.com/publications/302-05002_en.pdf.

⁴ Página 5, item 4, disponível em: www.rmi.nccu.edu.tw/apria/docs/Concurrent%20III/Session%204/4607Apria2007MicIns.doc.



indenizar⁵. Uma boa maneira de lidar com estes sinistros é através de índices paramétricos⁶. O índice⁷ paramétrico confere ao segurado consumidor certo montante de fundos relacionados com um valor publicado por um indicador público. Os indicadores paramétricos funcionam bem para indicadores de temperatura e clima.

Por exemplo: os consumidores em uma determinada área tendem a gastar mais recursos em custos com energia quando os verões são mais quentes. As seguradoras podem facilmente garantir esse risco aos consumidores. Se os verões forem mais quentes, de acordo com as taxas de temperatura oficiais, os consumidores podem ganhar certa quantidade de fundos⁸ suplementares. Estes são os chamados derivativos meteorológicos⁹. Pode haver maneiras interessantes de encaixar esses serviços nos produtos de seguros mais tradicionais.

Outra questão importante para o microsseguro é a comercialização. Os consumidores em famílias de baixa renda não confiam, não compreendem, nem desejam comprar seguro. O seguro é considerado enganoso, na medida em que as seguradoras podem não pagar os sinistros¹⁰. O seguro é visto como complexo¹¹, pois existem exceções difíceis de explicar. O seguro é considerado como desnecessário¹², pois a maioria dos seus compradores viveu toda sua vida sem nunca ter adquirido este serviço¹³ abstrato.

⁵ Uma boa discussão sobre a necessidade de publicar regras mais fáceis para o gerenciamento de sinistros e pagamento de indenização aos consumidores está disponível nas páginas 22 e 56 de:

http://www.iaisweb.org/__temp/Issues_Paper_in_regulation_and_supervision_of_microinsurance__June_2007.pdf.

⁶ Para uma melhor compreensão de como o índice paramétrico funciona, veja o anexo 1 do Banco Mundial apresentado em:

siteresources.worldbank.org/PROJECTS/Resources/CatastropheRiskInsurance.pdf.

⁷ Neste artigo, o autor explica que uma das soluções para tornar o seguro com índice paramétrico atrativo às pessoas em áreas rurais é vendê-lo combinado com outros insumos agrícolas. A venda de fertilizantes e sementes, conjugada com seguro parametrizado com prêmios mais baratos, permite uma penetração maior para todos os consumidores. Harold Alderman, Trina Haque, página 6, em *“Insurance against covariate shocks: the role of index-based insurance in social protection in low-income countries in Africa”* (“Seguro contra choques de covariáveis: o papel do índice de seguro baseado na proteção social de países de baixa renda na África”). Ed. World Bank, 2007. Washington DC, EUA.

⁸ Para não mencionar o atual aumento dos preços de energia que os salários insuficientes das pessoas pobres têm que suportar.

⁹ Uma boa explicação sobre os derivativos climáticos encontra-se disponível em: <http://www.cme.com/files/weatherde.pdf>.

¹⁰ Esta pesquisa para a América Latina, na qual todos estes dados foram levantados, foi introduzida em um documento de apólice, que está disponível em: página 18, *Insurance Market Development in Latin America and the Caribbean*. Pietro Masci; Ian Webb; Luis Tejerina.

¹¹ Id.

¹² Preker explica que o microsseguro pode quebrar o molde do seguro tradicional, especialmente quando as operações de microsseguro são transparentes, têm baixos custos indiretos e os consumidores compreendem que todos estão pagando o mesmo valor. Portanto, os consumidores que já sabem que um sinistro pode causar sérios danos ao seu meio de vida, começam a acreditar que o seguro (através do microsseguro) é uma boa maneira de adquirir proteção contra eventos não previstos. *“Health insurance and reinsurance at the community level”* (“Seguro saúde e resseguro ao nível comunitário”), página 107. David M. Dror, Alexander S. Preker *“Social reinsurance: a new approach to sustainable community health financing”* (“Resseguro social: uma nova abordagem para o financiamento sustentável da saúde comunitária”). Publicado em 2002 pela *International Labour Organization* (Organização Internacional do Trabalho).

¹³ Um debate completo sobre as opções para comercializar o microsseguro para um vasto número de pessoas, incluindo uma discussão inteligente sobre seguro obrigatório e voluntário pode ser visto na página 90 de Craig Churchill's: *“Making insurance work for microfinance institutions”* (“Fazendo o seguro funcionar para instituições de microfinanças”). Publicado em 2003 pela *International Labour Organization* (Organização Internacional do Trabalho).



O microseguro é também um produto que as famílias de baixa renda devem adquirir por meio de um modo combinado. O produto ideal de microseguro cobre não somente riscos de saúde e de vida do assalariado, mas também dos semoventes¹⁴ da família. Há muitas razões sobre por que a combinação de riscos é importante para a comercialização. Primeiro, os consumidores precisam ser convencidos de que o seguro é útil. Todos os obstáculos culturais não são fáceis de serem superados em um curto período de tempo¹⁵. Séculos têm mantido as famílias de baixa renda afastadas do seguro. Uma seguradora de microseguro com subsídios de fundos¹⁶ oriundos de organizações internacionais dificilmente poderá romper a inquebrantável barreira cultural se todas as coberturas disponíveis não forem vendidas juntas¹⁷. Conforme o antigo provérbio¹⁸ expressa: “Seguro não é comprado, mas vendido¹⁹.”

Se os consumidores vierem a comprar microseguro, seria porque estão receosos de adoecerem. Talvez porque estejam com medo de perder a capacidade de continuar a ganhar salário. Também podem estar preocupados com a perda de ovelhas ou do gado da família. Podem estar preocupados que suas casas sejam destruídas no próximo tufão ou tempestade. Assim, a seguradora precisa vender um produto que cubra a maioria desses riscos, a fim de alcançar o maior número de pessoas. O objetivo é obter um lucro pequeno e ganhar ampla exposição para o máximo de riscos não-relacionados quanto possível²⁰.

¹⁴ O trecho sobre seguro saúde, página 14, oferece uma boa explicação sobre como associar diferentes coberturas conjuntamente no mesmo produto de microseguro. Ele encontra-se disponível em: http://www.microinsurancecentre.org/UploadDocuments/MicroInsurance_Note_9_Future_of_Microinsurance%5B1%5D.pdf. Visões sobre o futuro do microseguro e reflexões sobre como chegar lá. Microseguro – Nota nº 9 McCord, Michael J.

¹⁵ Ravi Kanbur explica a importância de se respeitar as tradições culturais. Na Índia, o esquema de microfinanças da *Self-Employed Women's Association – SEWA* (Associação das Mulheres que se Auto-empregam) trabalha com mulheres nos povoados. Kanbur explica que o microseguro deveria tentar seguir a mesma estratégia. Kanbur, S. M. Ravi; Lustig, Nora. “*Attacking Poverty*” (“Atacando a Pobreza”), na página 10. Publicado pelo Banco Mundial em 2000.

¹⁶ Como por exemplo, os subsídios fornecidos pela Fundação Bill and Melinda Gates: <http://www.opportunity.org/NETCOMMUNITY/Page.aspx?pid=458&srcid=265> e estes: <http://www.nextbillion.net/newsroom/2007/12/20/ilo-and-gates-foundation-announce-microinsurance-initiative>.

¹⁷ Id.

¹⁸ http://microfinancegateway.org/resource_centers/insurance/focus_notes/_note_1

¹⁹ Uma interessante observação neste antigo provérbio advém de Smits e Elgar. Eles explicam que a tradição de seguro no continente europeu tem um solidário elemento intrínseco para a operação de seguros. Assim, o seguro é vendido, não comprado. O corretor é visto como um representante da seguradora, e é relativamente pouco regulado. No mundo anglo-saxão, a tradição do seguro advém da lei marítima. O intermediário é o corretor, que é considerado um representante do segurado. O corretor é fortemente regulado e tem grande autonomia para negociar contratos, que em sua maioria são negócios de curta duração. Nessa tradição, “o seguro é comprado, não vendido”. Para obter mais informações sobre este assunto: Smits, J.M.; Elgar, Edward, páginas 319-320. “*Elgar encyclopedia of Comparative Law*” (“Enciclopédia do Elgar sobre Lei Comparativa”), publicada em 2006 pela Editora Edward Elgar.

²⁰ Sobre como associar diferentes riscos conjuntamente, consulte a página 16 de “*The economics of microfinance*” (“A economia da microfinança”). De Aghion, Beatriz Amendariz; Murdoch, Jonhattan. Publicado por MIT Press.



Se riscos tão afastados uns dos outros forem agrupados em conjunto, subscritos de forma precisa e os sinistros gerenciados de maneira sensata, os prêmios poderão atingir um nível científico mínimo, não disponível nos produtos de seguro comercial de países em desenvolvimento²¹. Os países em desenvolvimento possuem mercados de seguros pequenos, nos quais os riscos estão concentrados. Esses riscos não estão espalhados e não atingem toda a população. Suas propriedades estão nas mesmas áreas, seus veículos são dos mesmos modelos e trafegam pelas mesmas ruas, e estão sujeitos aos mesmos padrões de criminalidade e de acidente. Existe todo um novo universo a apenas alguns bairros da rua onde os padrões de risco são totalmente, ou pelo menos parcialmente, não relacionados com os habituais riscos que estas seguradoras vêm assumindo por décadas²². A grande diferença entre os níveis de penetração dos países desenvolvidos e em desenvolvimento é a quantidade de famílias de baixa renda com seguro. Os mercados de seguros podem alcançar taxas semelhantes de PIB, tanto os de países da América do Norte como os da América do Sul, se somente os pobres forem alcançados²³.

Concluindo, a melhor maneira de vender microsseguro é através da aquisição de volume de riscos fáceis de entender, para um amplo grupo com renda consistente. Portanto, as microsseguradoras devem vender coberturas de vida, saúde, bens e semoventes a todos que moram em favelas²⁴, ou bairros pobres, com altos copagamentos e rápida liquidação de sinistros, obtida através de indicadores paramétricos amplamente conhecidos. O prêmio deve ser o mínimo suficiente para as seguradoras obterem lucro. Prêmios baixos garantem penetração e cobrem as despesas mínimas de um formal esquema de gerenciamento de sinistros.

²¹ O trecho sobre seguro saúde, página 14, oferece uma boa explicação sobre como associar diferentes coberturas conjuntamente no mesmo produto de microsseguro. Ele está disponível em: http://www.microinsurancecentre.org/UploadDocuments/MicroInsurance_Note_9_Future_of_Microinsurance%5B1%5D.pdf. Visões do futuro do microsseguro e reflexões sobre como chegar lá. Microsseguro – Nota nº 9 McCord, Michael J.

²² Dentre os quatro bilhões de indivíduos que vivem com menos de dois dólares por dia, somente 10 milhões possuem cobertura de seguro.

²³ As Nações Unidas iniciaram em 2004 uma parceria com a Allianz, uma seguradora Alemã, para aumentar a penetração do seguro nas populações que vivem com menos de US\$ 2 (dois dólares) por dia. Suas apólices de vida a termo custam US\$ 1,05 (um dólar e cinco centavos) de prêmio e fornecem US\$ 420 (quatrocentos e vinte dólares) às famílias sobreviventes. Witte, Jan Martin; Reineicke, Wolfgang H. “*Business Unusual: Facilitating United Nations Reforms through Partnerships*” (“Negócio Singular: Facilitando as Reformas das Nações Unidas através de Parcerias”). Página 39, quadro 11. Publicado em 2005 pelas Nações Unidas.

²⁴ Sobre a importância do envolvimento comunitário nas operações de microsseguro, por favor, visite: <http://www.villagebanking.org/site/c.erKPI2PCloE/b.2394109/k.BEA3/Home.htm>.



Todas essas preocupações, muito comuns e importantes, não são o campo deste artigo. Este artigo apresenta soluções financeiras que podem ser usadas em uma variedade de estruturas de subscrição para o microseguro, comissão de corretagem e esquemas de gerenciamento de sinistros. O produto financeiro GILR-Bond permite às microseguradoras cobrarem *spreads* mais baixos devido ao menor custo de capital²⁵. Este artigo não está ligado a operações complicadas, gerenciamento suave de sinistros ou a uma subscrição complexa. Ele é sobre o quão pouco o seu capital custará e o quão grande é a sua capacidade de indenizar sinistros, encarar a volatilidade e adquirir exposição. Em todos esses aspectos, os mercados de capitais são amplamente reconhecidos por serem bem mais capazes de atuar do que as companhias de seguro. As seguradoras enfrentam custos mais altos de capital do que os investidores. As seguradoras obtêm fundos no mercado como qualquer outra empresa, e devem investir suas carteiras duramente reguladas para conseguirem retornos mais reduzidos e ainda lograrem obter algum lucro. As seguradoras também enfrentam cada vez mais o crescimento de adversidades em relação a questões legais, judiciais e desastres naturais. Parece ser que os órgãos reguladores, associações de consumidores, juizes e aquecimento global conspiram todos para incrementar o valor dos prêmios. Os investidores financeiros têm de alocar suas exposições de acordo com as estratégias teóricas da carteira. Eles obtêm lucro aumentando o nível de exposições não-correlacionadas²⁶. Os investidores financeiros têm uma baixa probabilidade de inadimplência em uma base agregada, comparada a uma seguradora única. Assim, eles podem ser mais agressivos investindo suas carteiras. Os consumidores podem usufruir de prêmios mais baixos, o que é crucial para uma penetração de mercado mais sustentável e mais ampla no negócio²⁷ do microseguro.

Este é o foco deste artigo. Todo o restante está fora do escopo.

²⁵ Isto é muito importante para solidificar o conceito de custo de capital mais barato nos mercados financeiros. Segue abaixo a explicação apresentada por Harrington:

"... Devido ao fato de as seguradoras reterem capital para assegurar que sejam capazes de cumprir suas promessas contratuais (indenizar sinistros) aos segurados, o custo para reterem este capital não deixa de ser um custo adicional dos contratos de seguro. Em contrapartida, uma vez que duas partes com exposições correlacionadas negativamente tenham sido identificadas, uma quantia relativamente pequena de capital passa a ser necessária para assegurar o cumprimento contratual em um contrato derivado que resguarda o risco de ambas as partes. A razão é que o contrato derivado irá requerer um pagamento somente quando os fluxos de caixa da empresa se tornarem elevados. Por exemplo, um usuário de petróleo que tenha adquirido um contrato de prazo futuro de petróleo terá que pagar ao vendedor do contrato de prazo futuro (o produtor de petróleo) quando os preços do petróleo estiverem baixos, que é quando o usuário de petróleo terá fluxos de caixa de operações relativamente elevados; inversamente, o produtor de petróleo terá que pagar ao usuário de petróleo quando os preços do petróleo estiverem altos, que é quando o produtor de petróleo terá fluxos de caixa relativamente elevados. Desde que os contratos derivados sejam usados para minimizar o risco, as partes contratuais deveriam comparativamente necessitar de **pouco capital para vincular seus comportamentos através do contrato derivado. As seguradoras, por outro lado, normalmente retêm capital considerável para vincular seus comportamentos aos segurados.**" Scott E. Harrington e Gregory R. Niehaus, *Risk management and insurance* (gerenciamento de risco e seguro), p. 316, Ed. Irwin. Série da McGraw-Hill sobre finanças, seguros e mercado imobiliário.

²⁶ Cox, Samuel H., Fairchild, Joseph R., e Pedersen, Hal W. "*Economic aspects of securitization of risk*" ("Aspectos econômicos da securitização de risco"), *Astin Bulletin*. vol. 30. nr. L 2000, pp 157-193. Disponível em: <http://www.casualtyactuarialsociety.org/library/astin/vol30no1/157.pdf>. "Um mercado é considerado completo se todos os padrões de fluxos de caixa puderem ser replicados através de alguma carteira de títulos (securities) negociados no mercado. Os pagamentos finais de títulos baseados em seguro, cujos fluxos de caixa podem depender de furacões, terremotos e assim por diante, não são nem de perto parecidos com uma carteira de ativos tradicionais, que já são negociados no mercado, como as ações e demais títulos."

²⁷ Todas essas questões serão apresentadas nos capítulos seguintes.

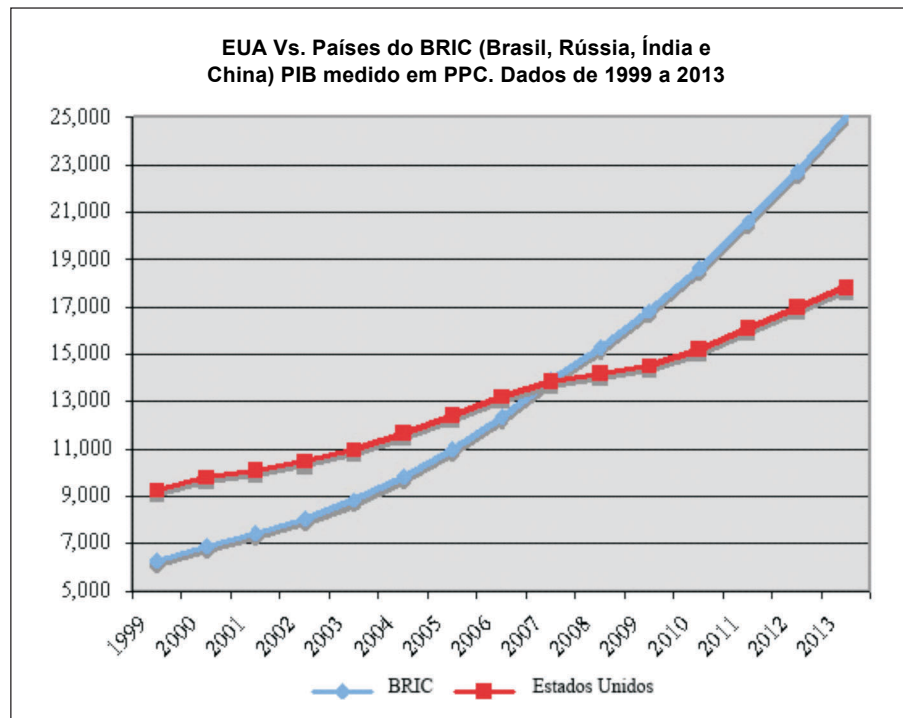


Bernardo Weaver

2.1. A América Latina no banco da frente

Até hoje os mercados da América Latina estiveram muito atrás dos países desenvolvidos no que se refere ao uso de derivativos²⁸. Se os mercados de capitais regionais tivessem pegado carona nos derivativos, eles teriam ficado no banco de trás. Geralmente, os produtos modernos²⁹ já estão estabilizados nos países desenvolvidos, bem antes de, timidamente, dar seus primeiros passos nos mercados emergentes. O famoso³⁰ relatório BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) que Jim O'Neill da Goldman Sachs escreveu em 2003 expõe que os Mercados Emergentes estão propensos a assumir a liderança na economia mundial até 2050. Os dados mais recentes do FMI mostram que os países do BRIC já possuem uma economia maior do que os Estados Unidos. Seus PIBs medidos em termos de Poder de Paridade de Compra, em dólares atuais, já são superiores ao PIB dos Estados Unidos.

Quadro 1 – PIB – Produto Interno Bruto em termos de PPC – Poder de Paridade de Compra, medido em bilhões de dólares atuais. Dados do FMI: Visão Geral Econômica, edição de abril de 2008. Os dados de 1999 a 2007 são oficiais do país. Os dados de 2008 a 2012 são estimados pelo FMI. Dados disponíveis em: www.imf.org³¹



²⁸ Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience. Página 15, por Augusto de la Torre, Sergio L. Schmukler – Business & Economics – 2007 – 209 páginas.

²⁹ Cummins, J. David. "Títulos de Catástrofe (CAT bonds) e outros títulos vinculados a riscos: situação do mercado e desenvolvimentos recentes" (19 de novembro de 2007). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1057401>.

³⁰ <http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/index.html>.

³¹ Os dados desse quadro foram tirados de uma tabela existente em uma pesquisa, disponível neste link: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=62&pr.y=11&sy=1999&ey=2013&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C924%2C922%2C534%2C111&s=PPPGDP&grp=0&a=>



Portanto, o produto financeiro apresentado agora neste artigo objetiva ser lançado diretamente no mercado em um país do BRIC: Brasil. Esse produto final capitalizará as circunstâncias particulares que fazem do Brasil um lugar vantajoso para o negócio. O gigante sul-americano, rico em reservas cambiais e impulsionado pela exportação de commodities, tem as áreas de serviços financeiros e de seguros fracas. Também é fraca a regulamentação do setor financeiro. Finalmente, é um mercado-alvo para esquemas de microseguro, já que uma considerável fatia de sua população é muito pobre. Além disso, os produtos tradicionais de seguro não atingem a maioria dos brasileiros. O GIRL-Bond necessita de países com ricos mercados de capital, famintos por riscos não-relacionados para aperfeiçoarem as práticas saudáveis de gerenciamento de carteira e prosperar.

3. Um produto para democratizar os derivativos – o GIRL-Bond

3.1. O que é?

A Sinistralidade do Grupo Segurado (GIRL-Bond) é uma mera securitização de volumes de contratos de seguros³². O grupo de consumidores segurados troca fluxos de caixa com os investidores, que compram o risco deles, chamado de detentores de GIRL-Bond. O primeiro grupo paga prêmios mensalmente para o segundo, que por sua vez indeniza mensalmente os sinistros do primeiro. Em poucas palavras, é um *swap* de derivativo de seguro³³. É um contrato de resseguro emitido, que é cedido a 100% como um título no mercado. Oferece, conforme será explicado a seguir, muitas vantagens para os consumidores no que se refere a seguro. Só para citar algumas: permite prêmios³⁴ menores e risco de insolvência menor para as seguradoras.

3.2. O que o Cat bond (Título de Catástrofe) não é?

Esse produto foi destacado como o oposto de um derivativo chamado Cat bond³⁵. Um Cat bond é um título de catástrofe que garante riscos relativos a eventos catastróficos, tais como desastres naturais. É geralmente subscrito por pouquíssimas empresas e é vendido no mercado a taxas³⁶ muito caras. Portanto, somente muito poucos operadores³⁷ de mercado podem realmente aproveitar seus benefícios. Conforme será mostrado abaixo, o GIRL-Bond democratiza os Cat bonds, e derivativos em geral, para operadores inexperientes.

³² Companhia Swiss Re, repensando o Gerenciamento de Risco, 12, disponível em www.swissre.com (26 de março de 2002): “No passado (...) os riscos eram garantidos através de resseguro ou composição de riscos finitos. Na medida em que os executivos de finanças passaram a adotar uma visão mais integrada do risco, incorporando tanto os riscos financeiros como os seguráveis, um arsenal ampliado de ferramentas financeiras de risco foi desenvolvido. Este “arsenal” inclui não somente resseguro tradicional e produtos de resseguro financeiro, mas também produtos do próprio mercado financeiro. Neles, estão incluídos os derivativos financeiros e de seguro, devidamente estruturados para transferir riscos de seguro para os mercados de capital.”

³³ Um *swap* é uma série de trocas de fluxos de caixa com a contraparte, de acordo com um índice preestabelecido. Veja mais em: <http://www.nfa.futures.org/BasicNet/glossary.aspx?term=S>.

³⁴ Em relação aos altos preços de resseguro nos mercados internacionais, um produto que, sem sobra de dúvidas, incrementa o custo do seguro para o consumidor, consulte Kenneth A. Froot *The financing of Catastrophe Risk* (O financiamento do Risco Catastrófico), p. 12, Jornal da Universidade de Chicago, 1999: “Emitir resseguro em qualquer lugar, **com prêmios próximos aos atuarialmente justos**, é considerado como sendo contrário aos interesses dos acionistas.”

³⁵ http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/seo_revised_testimony.pdf.

³⁶ Id.

³⁷ COX, Samuel H., FAIRCHILD, Joseph R. e PEDERSEN, Hal W. “*Economic aspects of securitization of risk*” (“Aspectos econômicos da securitização de risco”). *Astin Bulletin*. vol. 30, nr. L 2000, pp. 157-193. Disponível em: <http://www.casualtyactuariesociety.org/library/astin/vol30no1/157.pdf>. “Durante 1997 e 1998, houve emissões de títulos de risco catastrófico pelos EUA, Swiss Re, Winterthur, St. Paul Re, e outros.”



Ao invés de garantir alta severidade e baixa frequência de riscos como os Cat bonds, o GILR-Bond garante baixa severidade e alta frequência de riscos. Isso significa que, ao invés de garantir perdas causadas por um furacão da categoria 4, que possa vir a atingir a cidade de Cancun, o GILR-Bond cobre todos os motoristas segurados pela seguradora Sul América³⁸ no Rio de Janeiro. Assim, em vez de pagar perdas catastróficas que tenham a probabilidade de ocorrência de 1 em 100, como os Cat bonds, os GILR-Bonds pagam perdas muito pequenas e com pouca frequência que venham a ocorrer diariamente. Devido às suas frequências agregadas e não aos seus valores individuais, eles justificam a operação de securitização³⁹ em uma maneira rentável⁴⁰. Estas apólices, associadas conjuntamente, são o risco adjacente para o derivativo. O valor final em moeda brasileira (real) é o volume total de prêmios pagos, menos o custo agregado de todos os sinistros desses motoristas do Rio de Janeiro, previamente segurados com a Sul América.

3.3. Estrutura⁴¹

Esta é a forma como a primeira emissão do GILR-Bond deveria ser preparada:

Todos os motoristas que atualmente possuem seguro com a Sul América no Rio de Janeiro agrupam seus riscos por meio da assistência de um corretor de seguros ou através da equipe de subscritores da Sul América para securitizar esses riscos e emitir o título. Este título produziria um retorno baseado na diferença entre os prêmios ganhos e os sinistros. Prêmios ganhos significam os prêmios pagos pelos consumidores menos a comissão de corretagem e os custos com a subscrição e com o gerenciamento dos sinistros.

³⁸ Companhia de seguros sediada no Rio de Janeiro, Brasil. Website: <http://www.sulamerica.com.br/>.

³⁹ COX, Samuel H., FAIRCHILD, Joseph R. e PEDERSEN, Hal W. *Economic aspects of securitization of risk* ("Aspectos econômicos da securitização de risco"). Astin Bulletin. vol. 30, nr. L 2000, pp. 157-193, disponível em: <http://www.casualtyactuarialsociety.org/library/astin/vol30no1/157.pdf>. "De acordo com uma ampla definição, securitização significa 'o agrupamento ou reempacotamento de direitos a fluxos de caixa futuros para venda nos mercados de capitais'. Em todos os casos que mencionamos aqui e mais generalizadamente, em todas as transações que conhecemos sobre isso, o reempacotamento fornece uma alocação de risco mais eficiente."

⁴⁰ A esse respeito, as securitizações de contratos de seguro funcionam tal qual o microsseguro tradicional.

⁴¹ COX, Samuel H., FAIRCHILD, Joseph R. e PEDERSEN, Hal W. *Economic aspects of securitization of risk* ("Aspectos econômicos da securitização de risco"). Astin Bulletin. vol. 30, nr. L 2000, pp. 157-193, disponível em: <http://www.casualtyactuarialsociety.org/library/astin/vol30no1/157.pdf>. "A tecnologia de securitização se aplica a vários tipos de riscos, não somente aos catastróficos. Em securitização de ativos e responsabilidade civil, a estrutura comum geralmente envolve quatro entidades: consumidores de varejo, um emissor de contrato de varejo, uma empresa com finalidade especial e os investidores."



Esse título poderá ser negociado em uma câmara de compensação. Primeiramente, o título poderá ser subscrito por seguradoras e, com otimismo, subscrito a longo prazo por subscritores profissionais – isso é, na verdade, a função histórica tradicional dos subscritores, ou seja, meramente avaliar o risco⁴². A câmara de compensação poderá colocar na BM & F⁴³ através do mercado de balcão de derivativos. Para operar nesse mercado, os investidores devem contabilizar um título, o qual deverá variar de acordo com o tamanho das exposições que os investidores tenham naquele mercado. Alternativamente, uma marca agressiva para a regulação diária de mercado de fundos *hedge* permitiria cenários de garantias com valores mais baixos, a fim de aumentar o *spread* dos investidores e reduzir o prêmio potencial final aos consumidores.

3.4. O papel dos investidores

Avidamente⁴⁴, os investidores comprariam exposições dessa nova ferramenta financeira, simplesmente porque este é um risco que hoje ainda é exclusivo de poucos operadores financeiros. As seguradoras têm monopolizado esse risco segurável ou risco puro. Atualmente, os investidores podem obter exposição para estes títulos e certamente podem pagar seu prêmio⁴⁵. A teoria geral de carteira recomenda⁴⁶ uma exposição maior a riscos não-relacionados para melhorar a probabilidade de retorno a longo prazo. As carteiras de valores ao redor do mundo se encarregariam de adquirir esse novo risco com avidez, o qual, antes contaminado nas ações de companhias de seguros, está agora separado e livre de outras impurezas.

⁴² Como os famosos subscritores do Lloyds de Londres, que começaram no início do século XVII, simplesmente avaliando os riscos oferecidos no Café do Lloyds. Os tomadores de risco eram os capitalistas, os chamados Nomes (membros), que empregavam esses subscritores. Robert Jerry, p. 40, *Understanding insurance law* (Compreendendo a Lei do Seguro), 2ª Ed. Lexis Publishing (1999) (1996). Também vale a pena mencionar a seguinte informação histórica:

“Até 1688, era costume para uma pessoa interessada em obter seguro de navio ou de uma carga ir até o Lloyds e circular entre os presentes uma papeleta na qual era escrita uma descrição do navio ou da carga, a identidade ou natureza do capitão e da tripulação, a viagem contemplada e o montante do seguro desejado. Qualquer um que estivesse interessado em segurar o navio ou a carga escrevia abaixo da descrição seu nome ou iniciais, seguido do montante sobre o qual esta pessoa desejava se responsabilizar em caso de um sinistro. O termo “subscritor” deriva desta prática. Em 1692, o Lloyds se mudou para a Lombard Street.” Robert Jerry, p. 18, *Understanding insurance law* (Compreendendo a Lei do Seguro), 2ª ed. Lexis Publishing (1999) (1996).

⁴³ BM & F quer dizer Futuras e Trocas de Mercadorias. O nome em português é “Bolsa de Mercadorias e Futuros.

⁴⁴ http://www.riskglossary.com/link/portfolio_theory.htm.

⁴⁵ COX, Samuel H., FAIRCHILD, Joseph R. e PEDERSEN, Hal W. “*Economic aspects of securitization of risk*” (“Aspectos econômicos da securitização de risco”). *Astin Bulletin*. vol. 30, nr. L 2000, pp. 157-193, disponível em: <http://www.casualtyactuariesociety.org/library/astin/vol30no1/157.pdf>. “Em 1997, na Escola de Verão Suíça de Atuária, realizada na Universidade de Lausanne, os atuários da Winterthur comentaram sobre uma proposta para emissão de títulos que transfeririam o risco de mortalidade aos detentores dos títulos. Intuitivamente, parece claro para nós que o risco de mortalidade possui covariância baixa em relação ao mercado de ações e, por isso, esperamos que esses títulos sejam considerados atrativos aos investidores.”

⁴⁶ A diversificação é cientificamente provada pela Lei dos Grandes Números: “Suponhamos que você jogue ao ar uma moeda várias vezes. A Lei dos Grandes Números não diz que a média de seus lançamentos irá se aproximar de 50% à medida que você aumenta o número de lançamentos; a simples matemática pode afirmá-lo, poupando o trabalho tedioso de ficar jogando sucessivamente a moeda para o ar. Pelo contrário, a lei estipula que um maior número de lançamentos irá aumentar, de forma correspondente, a probabilidade de que o percentual de caras jogadas sobre o total de lançamentos irá variar de 50% para menos do que algum resultado afirmado, não importa o quão pequeno. A palavra ‘variar’ é que interessa. A pesquisa não é para a média real de 50%, mas para a probabilidade de que o erro entre a média observada e a média real seja menor do que, digamos, 2%. Em outras palavras, o aumento do número de jogadas irá aumentar a probabilidade de que a média observada venha a cair dentro de 2% da média real.” Peter Bernstein, *Against the gods – the remarkable story of risk* (Contra os deuses – a história do risco), p. 122, Ed. John Wiley & Sons Inc. (1996).



O lançamento do produto tem de ser agressivo porque as seguradoras desejam manter seus negócios e lucros médios intactos. Há um profundo conservadorismo nas seguradoras, que é mais intensificado do que no resto da população. Isso é chamado⁴⁷ de aversão ao risco⁴⁸. Investidores financeiros devem pagar um prêmio inicial para a “entrada no mercado”, a fim de transformarem esse produto em realidade. Os investidores talvez tenham de suportar lucros apertados ou até pequenas perdas nas primeiras operações desse tipo. As seguradoras poderão passar por riscos voláteis muito piores⁴⁹ antes de conseguirem compartilhar produtos razoáveis. Uma boa alternativa poderia ser trabalhar com corretoras independentes, a fim de redirecionar alguns de seus negócios para esse tipo de emissão. Isso poderia propiciar o começo de competições muito desejadas entre os mercados de capital e a indústria de seguros⁵⁰, com óbvias chances de ganhos para os consumidores, investidores, solvência de mercado e inclusive para as próprias seguradoras. Os investidores podem se dar ao luxo de cobrar prêmios mais baixos para ganhar exposições para estes “riscos seguráveis” no início, quando os riscos repassados pelas seguradoras seriam muito voláteis.

3.5. O papel do grupo segurado

O grupo segurado deve aceitar a transferência de risco para os investidores financeiros ao invés de transferi-lo para as companhias de seguros⁵¹. Os consumidores podem fazer com que toda essa operação funcione independentemente do que a indústria de seguros deseja. Um corretor pode reunir os riscos, securitizando esses contratos em um título, após os subscritores terem avaliado o histórico dos riscos em um passado recente. Os subscritores trabalhariam da mesma maneira que as agências de classificação vêm trabalhando na assessoria para as securitizações imobiliárias. É difícil estimar qual seria a redução de prêmios⁵² para os consumidores. O importante é reconhecer seus principais elementos.

⁴⁷ <http://cepa.newschool.edu/het/essays/uncert/aversion.htm>.

⁴⁸ <http://hsmp.sph.sc.edu/Courses/Econ/RiskA/RiskA.html>.

⁴⁹ COX, Samuel H., FAIRCHILD, Joseph R. e PEDERSEN, Hal W. *Economic aspects of securitization of risk* (“Aspectos econômicos da securitização de risco”). *Astin Bulletin*. vol. 30, nr. L 2000, pp. 157-193, disponível em: <http://www.casualtyactuarialsociety.org/library/astin/vol30no1/157.pdf>. “As securitizações dos riscos de seguro apresentam um problema de risco moral que deve ser ressaltado. A seguradora tem um incentivo para aplicar a cobertura em um sinistro, assim ela não terá de pagar um cupom (...)”

⁵⁰ “Adquirir resseguro é essencialmente uma decisão de estruturação de capital, com capital social e resseguro atuando como substitutos.” Disponível em: Lawrence A. Berger, J. David Cummins e Sharon Tennyson, 1992, “*Reinsurance and the Liability Crisis*,” (“O Resseguro e a Crise de Responsabilidade Civil”), *Journal of Risk and Uncertainty* (Jornal de Risco e Incerteza), vol. 5, p. 253-272. O artigo foi citado em outra publicação, disponível em: <http://aria.org/RTS/proceedings/2003/Powell&Sommer%20Risk%20Theory%20Final%20Submission.pdf>.

⁵¹ Id.

⁵² COX, Samuel H., FAIRCHILD, Joseph R. e PEDERSEN, Hal W. *Economic aspects of securitization of risk* (“Aspectos econômicos da securitização de risco”). *Astin Bulletin*. vol. 30, nr. L 2000, pp. 157-193, disponível em: <http://www.casualtyactuarialsociety.org/library/astin/vol30no1/157.pdf>. “Nos Estados Unidos algumas companhias oferecem taxas atrativas de seguro de vida a termo para pessoas selecionadas em um mercado bastante competitivo. Há pouca experiência para se poder indicar qual será a mortalidade máxima final para essas vidas selecionadas. A securitização permitiria cobrir por um período bastante longo o risco de divergência entre a mortalidade máxima e a mortalidade projetada para a população em questão.”



Grande capacidade dos mercados de capitais + menores restrições regulatórias + custos comerciais menores + custos administrativos menores + maior competição + custo menor de capital.

Os elementos que resultam em um maior prêmio para os consumidores são os seguintes:

Prêmio inicial das seguradoras para vender suas informações de subscrição + volatilidade inicial devido à baixa qualidade dos riscos inicialmente vendidos ao mercado + problemas com litígios até que a regulamentação seja estabelecida.

Enquanto os primeiros fatores são estruturais e permanentes, os últimos são todos transitórios por suas próprias naturezas. Assim, o produto GILR-Bond é sustentável em função de sua própria característica, mesmo se vier a enfrentar alguns problemas difíceis nas suas primeiras emissões. É isso que os consumidores têm que entender quando se envolverem nesta operação.

3.6. O papel das seguradoras

A seguradora, no modelo de securitização de contratos de seguros aqui apresentado, é a subscritora⁵³. A primeira questão a ser considerada em relação à estrutura da emissão do GILR-Bond é a assimetria da informação⁵⁴ entre o grupo segurado e os investidores do mercado financeiro. É aí onde o subscritor entra⁵⁵. O subscritor avalia os riscos contratuais apresentados pelo grupo segurado aos detentores do título em perspectiva, estimando o prêmio e o retorno esperado. As seguradoras podem desempenhar o papel de avaliadores do risco desde o começo, vendendo suas opiniões financeiras em troca de um honorário. Elas também poderiam cobrar um honorário pelos serviços de gerenciamento dos sinistros.

⁵³ Swiss Reinsurance Company (Swiss Re), repensando o Gerenciamento de Risco, p. 12, disponível em: www.swissre.com (26 de março de 2002). “É fácil imaginar, então, companhias de seguros subscrevendo apólices de seguro, eficientemente atuando como originadoras, fontes e vendedoras daqueles riscos para os mercados de capitais, na forma em que as taxas de juros e os riscos de crédito são negociados hoje. Os riscos de seguro sempre foram comercializados, mas a atividade comercial tem estado limitada ao mercado de capital de seguros. O uso de produtos financeiros pode expandir a comercialização a mercados de capitais mais amplos.”

⁵⁴ ARROW, K. “*Uncertainty and the welfare economics of medical care*” (“A Incerteza e os aspectos econômicos da assistência médica do bem-estar social”). Em: *The American Economic Review*, v. 3, n. 5, Dez. 1963. Em seu artigo, Arrow explica que a informação assimétrica não permite aos consumidores negociar com os médicos nas mesmas condições. Os médicos podem fazer com que os consumidores gastem seus recursos mais do que o necessário (por exemplo, exames, medicamentos e até procedimentos). Arrow também explica que as seguradoras, na qualidade de terceiros participantes, são também menos capazes de compreender as necessidades de saúde de seus consumidores do que os médicos.

⁵⁵ Para uma discussão sobre informação assimétrica entre as seguradoras primárias e as resseguradoras, e como isso afeta o custo e em quais maneiras o resseguro está disponível, veja Jean-Baptiste, Esllyn L. e Santomero, Anthony M., 2000. “*The design of private reinsurance contracts*” (“O projeto dos contratos de resseguro privado”). *Journal of Financial Intermediation* (Jornal da Intermediação Financeira), vol. 9, p. 274-297.



A indústria de seguros deve dissociar-se da ideia de que o subscritor é quem retém o risco. Não é porque a companhia avalia um risco mais saudável que ela tem de retê-lo em seus livros como um lucro variável. Os subscritores podem realizar serviços autônomos em troca de um honorário fixo. O retorno variável não está amarrado à avaliação de risco. Os subscritores podem e devem trabalhar em troca de um pagamento determinado. Seus lucros devem advir de sua respeitabilidade no mercado como assessores precisos, e não por sua capacidade de conseguir capital no mercado, através de capital social ou dívida, de investimentos em reservas, de gerenciamento de sinistros, de pagamento aos corretores, de administração de sua estrutura de recursos humanos ou de obter um lucro variável após seus relatórios trimestrais de receita. A subscrição e o gerenciamento de sinistros devem ser realizados juntos na mesma companhia, de forma que uma atividade reforce a outra. Mas também está longe de ser desejável reter a originação de capital e o gerenciamento de reservas nessa mesma companhia.

Assim como uma empresa classificadora, esses subscritores e administradores de sinistros dependem da confiança do mercado ou da percepção dessa confiança. A fim de evitar um viés pró-mercado, os reguladores devem desempenhar o mesmo papel que eles vêm desenvolvendo, mantendo rígido controle no gerenciamento de sinistros e no padrão de subscrição. Através do modelo apresentado neste artigo, o prêmio do GILR-Bond pode não estar ajustado para confirmar retorno sobre os investimentos durante a duração de um contrato, ou seja, um ano. Embora os modelos de avaliação de seguro ajustando os prêmios ao longo do tempo não sejam muito populares, o GILR-Bond poderia ser usado no início para facilitar a volatilidade dos maus riscos repassados pelas seguradoras. Esta é uma possibilidade para se evitar pôr em risco um produto totalmente novo sobre desempenhos ruins em anos ruins. Isso é, entretanto, algo que deve ser feito de modo muito transparente, a fim de reduzir frouxos gerenciamentos de sinistros. O gerenciamento de sinistros pode se tornar excessivamente generoso se os prêmios puderem ser ajustados mensalmente para estar à altura das perdas.

3.7. Corretores de seguros, para conduzir o grupo de segurados junto

Quem poderia reunir todos esses contratos espalhados no mercado? Bem, isso pode ser feito através de uma corretora ou um grupo de corretores de seguros sindicalizados. Eles têm que convencer os consumidores a criar um grupo segurado. Isto já aconteceu antes, em 1970, nos EUA. Eram chamados de grupos compradores de seguro, também conhecidos como grupos⁵⁶ de retenção⁵⁷ de risco. Hoje em dia, eles andam por aí como modernos consumidores de “seguradora cativa⁵⁸”. No Brasil, a Petrobras possui fortes operações de seguradora

⁵⁶ Eric Mills Holmes & Mark S. Rhodes. *Appleman on Insurance*, 2D, ch9, vol. 1, p. 293, West Publishing Co. (1996) (1941)

⁵⁷ A regulação norte-americana sobre o GILR-Bond é aquela utilizada para um grupo de retenção de risco e alguns elementos de segurança.

⁵⁸ “Embora tecnicamente não sejam seguradoras cativas, os grupos de retenção de risco possuem a maioria das características de grupos cativos (...). Antes de 1981, a formação de sistemas de associação entre empresas foi prejudicada devido às exigências que o sistema de associação geralmente requeria para satisfazer as regulamentações estaduais sobre seguro, a fim de legalmente poder fornecer seguro primário.” Scott E. Harrington, *Risk management and insurance* (Gerenciamento de risco e seguro) 589, 6, e 302 Ed. Irwin Mc Graw-Hill. Série de finanças, seguro e mercado imobiliário.



cativa sediada no Caribe⁵⁹. De acordo com o nosso produto GILR-Bond, estes grupos de consumidores segurados deveriam vender seus riscos “seguráveis” para os detentores de títulos, objetivando conseguir alguma exposição ao risco puro. Porém, de forma ideal, a operação piloto deveria ser desenvolvida pelas seguradoras vendendo um volume de seus riscos. Isso já ocorreu antes, em 2001, quando a Prudential⁶⁰ vendeu suas operações de seguro de vida. A Prudential securitizou o volume de seus contratos e os vendeu como títulos no mercado. Este é um bom começo, mas está longe dos produtos financeiros complexos apresentados aqui, em termos de vantagens para o consumidor e operadores de mercado em geral.

As operações de microsseguro também podem ser organizadas. Entretanto, parece ser que a ausência de história e de experiência de risco pode estancar a demanda, ou aumentar o prêmio de risco cobrado pelos investidores que desejam comprar exposição a essas emissões iniciais do GILR-Bond. Além disso, a atratividade de novos riscos poderia ser forte o suficiente para permitir alguma demanda dessas emissões de GILR-Bond de microsseguro.

3.8. Comparação: Contrato de seguros e o GILR-Bond

a) Custo mais baixo de capital

Capital para as seguradoras e resseguradoras é mais escasso e mais caro do que para os investidores financeiros em geral. As seguradoras também arcam com encargos e despesas administrativas e legais mais pesados do que as instituições financeiras, tais como fundos hedge⁶¹, fundos mútuos⁶² e outros. Portanto, se as instituições financeiras tiverem que arcar com custos mais baixos de capital do que as seguradoras, o prêmio cobrado aos consumidores⁶³ deveria ser mais barato do que o cobrado pelas companhias de seguros, em um mercado ainda mais competitivo.

⁵⁹ Bear é o nome da cativa. Ela não retém riscos, somente os coloca no mercado: <http://64.233.169.104/search?q=cache:qGNhbqzmzAFcJ:www2.petrobras.com.br/ri/ing/ConhecaPetrobras/FatoresRisco/GerenciamentoRiscos.asp+petrobras+captive+operations&hl=en&ct=clnk&cd=1&gl=us&client=safari>.

⁶⁰ Em Dezembro de 2001, a Prudential Financial realizou a securitização de um bloco fechado de apólices de seguro, simultaneamente com a sua desmutualização. A Prudential emitiu 100 milhões de ações “Classe A” em sua oferta pública inicial, levantando aproximadamente US\$ 3 bilhões, e distribuiu um adicional de ações de 456 milhões aos segurados. Ao mesmo tempo, ela securitizou o bloco fechado através da emissão de certificados de dívida e de capital social de “Classe B”, o qual mantém os juros residuais no bloco. A transação do bloco fechado da Prudential é um exemplo típico de uma classe emergente de securitizações de todo o negócio, “através da qual um negócio operacional inteiro é isolado, suas operações, codificadas em acordos de serviços, e seu fluxo de caixa, dedicado aos investidores” (Millette et al., 2002, p. 403). Cummins, J. David; “*Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities*” (“Securitização de Ativos de Seguro de Vida e Responsabilidade Civil”). Disponível em: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/04/0403.pdf>.

⁶¹ Em relação às isenções da câmara de compensação sobre a regulamentação do Ato de Modernização de Futuras Commodities (CFMA) de 2000, veja: Ato de Modernização de Futuras Commodities de 2000, Simpson Thacher & Bartlett, p. 2, em www.simpsonthacher.com/FSL5CS/memos/memos664.asp (25 de março de 2002). Devido ao CFMA definir como elegível o contrato de participantes, a maioria dos operadores conseguirá negociar o GILR-Bond. Instituições financeiras, fundos hedge, companhias de investimento, certas associações de commodities, grandes corporações e parcerias, entre outras.

⁶² <http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm>.

⁶³ Em relação aos altos preços do resseguro nos mercados internacionais, veja Kenneth A. Froot. *The financing of Catastrophe Risk* (O financiamento do Risco Catastrófico), p. 12, Jornal da Universidade de Chicago, 1999. O Resseguro é um produto que afeta o custo final do seguro para o consumidor de uma forma direta.



b) Teoria da carteira

Uma, dentre as muitas classificações de risco, divide os riscos em preço⁶⁴, crédito⁶⁵ e risco puro⁶⁶. O risco de preço é o tipo de risco geralmente associado com receitas e despesas a partir de uma determinada organização. O risco de crédito é o risco associado à possibilidade de inadimplência, e o risco puro é o risco geralmente espalhado através dos contratos de seguros. Os riscos puros há muito têm sido o objeto de quase um monopólio da seguradora, duramente contestado ao longo da história financeira pela maioria dos participantes desse mercado. Quando as instituições financeiras dos mercados se tornarem capazes e habilitadas a escriturar exposições de risco puro em suas carteiras, o retorno sobre o investimento será mais provável⁶⁷ de ocorrer do que de não aumentar com o passar do tempo. Assim, de acordo com a teoria da carteira, as agências de investimento escriturarão alguma exposição aos riscos puros, assim que elas forem habilitadas para tal, mesmo se os riscos forem de alguma forma voláteis⁶⁸ no início.

⁶⁴ "Risco de preço refere-se a incertezas sobre a magnitude dos fluxos de caixa devido a possíveis alterações nos valores de receitas e despesas" Harrington, Scott E. *Risk management and insurance* ("Gerenciamento de riscos e seguros"), p. 5, Irwin/McGraw-Hill ed. (1999).

⁶⁵ "O risco de que os consumidores de uma empresa e as partes para as quais ela emprestou dinheiro venham a não cumprir os pagamentos prometidos é conhecido como risco de crédito".

⁶⁶ "Risco puro às vezes é definido como o risco no qual o resultado aleatório somente pode redundar em perda (produzir um escoamento de dinheiro); isto é, nenhum resultado envolvendo um ganho (entrada de dinheiro) é possível. Mas isto também é verdade para outras receitas incertas enfrentadas por empresas (por exemplo, o custo de matérias-primas). Essa definição também ignora o fato dos ganhos financeiros de indivíduos ou empresas, quando os sinistros decorrentes do risco puro são inferiores aos esperados. Esse ganho não é diferente, em substância, do ganho que seria obtido se o preço das matérias-primas caísse de modo a que a empresa pudesse comprá-las mais barato". Id em 6.

⁶⁷ "Apenas para mencionar o conceito da chave matemática e lógica que explica esta questão: 'A distribuição de probabilidade descreve o possível resultado e as probabilidades desses resultados para uma variável aleatória. O desvio-padrão (ou variância) é uma medida de variação provável em torno do valor esperado de uma distribuição de probabilidade para uma variável aleatória e, portanto, do risco (imprevisibilidade) da variável.' Estas são as bases para a diversificação dos contratos de seguro, mas que funcionam, por outro lado, para investimentos, e também para a diversificação, a fim de se obter melhores retornos (por exemplo, se uma pessoa pode compreender que a probabilidade menor de perdas significa melhor retorno sobre o investimento)". Scott E. Harrington. *Risk management and insurance* (Gerenciamento de risco e seguro), p. 59, Ed. Irwin. Série da McGraw-Hill sobre finanças, seguros e mercado imobiliário.

⁶⁸ "De 1871 a 1958, os rendimentos das ações superavam os rendimentos dos títulos por uma média de cerca de 1,3 ponto percentual, com somente três reversões transitórias, sendo a última em 1929. Em um artigo da Revista Fortune, de Março de 1959, Gilbert Burke declarou: "Tem sido praticamente um artigo de fé nos EUA que as boas ações tenham que render mais receita do que os bons títulos, e quando não for assim, seus preços cairão rapidamente" (Veja Bank Credit Analyst, 1995). Há uma razão para se acreditar que as ações rendam mais do que os títulos, mesmo antes de 1871, que é o ponto de partida de dados confiáveis do mercado de ações. Desde 1958 os rendimentos dos títulos superavam os rendimentos das ações por uma média de 3,5 pontos percentuais. Conforme citado em Peter Bernstein. "Against the gods – the remarkable story of risk". p. 334 (1996).



c) Menor risco de insolvência⁶⁹

Devido ao modelo do GILR-Bond, a associação de riscos do contrato de seguros é pulverizada em milhares de detentores de títulos, ao invés de numa única seguradora, sendo o risco de insolvência menor para os consumidores. Os operadores de mercado têm de pagar uma fiança para operar nesse mercado, cujo nível será determinado por todas as agências reguladoras com jurisdição sobre ele. No Brasil, SUSEP, CVM e o Banco Central. Nos EUA, seriam o SEC⁷⁰, os reguladores de seguro estaduais⁷¹ e o CTFC⁷². A câmara de compensação é um facilitador administrativo, que não detém nenhum risco segurável puro, apenas o risco de inadimplência (crédito) das partes contratantes (detentores de títulos e grupo segurado), além do pagamento da fiança feito no mercado. Portanto, não se trata de uma seguradora sob nenhuma definição legal⁷³.

Por exemplo: se os sinistros do grupo segurado previstos pelos subscritores atingirem 70% do prêmio, mas devido a um ano atípico ou a um mau tratamento de sinistros no controle das perdas esse valor ascender a 98% do prêmio e os custos administrativos saltarem para 19%, devido ao trabalho extra para tratar desses sinistros, e nenhum resseguro tiver sido adquirido, então o detentor do título terá que pagar os 17% dos custos remanescentes. Se tudo falhar, a câmara de compensação desconta o título.

d) Menor preço para os consumidores

O índice de rendimento do GILR-Bond é a diferença compensatória entre a sinistralidade e os prêmios pagos pelo o segurado. Alguém poderia perguntar: Isso é suficiente? Bem, isso tem permitido às seguradoras viver bem até hoje, com custo de capital bem superior ao que as agências de investimento têm que suportar. Assim, parece muito provável que seja suficiente. O GILR-Bond é mais barato porque ele acessa o excesso de capacidade dos mercados de capitais, o que significa menores custos de capital. Existe demanda para o GILR-Bond, já que ele oferece risco puro para as carteiras

⁶⁹ “Além disso, se ocorrer inadimplência, a magnitude da perda será presumivelmente menor, já que uma única contraparte representa apenas uma porção pequena da carteira. A melhoria do sistema de crédito (tal como o sistema colateral) e o estabelecimento de limites de crédito para cada parte são também úteis no gerenciamento do risco de crédito incorrido através do uso de derivativos”. Rethinking Risk Management (Repensando o Gerenciamento de Risco), p. 6. Disponível em: www.swissre.com.

⁷⁰ Em SEC V. W.J. Howey Co. 328 U.S. 293, 90 L. ED. 1244, 66 S.Ct 1100 (1946) cada investidor adquiriu uma parcela individual de alguns acres de fruta cítrica juntamente com uma porção dos lucros obtidos pelo gerenciamento do produtor do pomar de cítricos. A Corte Suprema deliberou em Howey que um contrato de investimento é um título se os investidores (1) pretenderem obter lucro a partir dele (2) uma empresa comum que (3) depender dos esforços dos outros.

⁷¹ Ver, por exemplo, Estado Ex rel: Liga dos Consumidores v. Ratchford, 1982, 457 N.E. 2d 878, 8 Ohio appl 3d 420 (o tribunal considerou que o superintendente de seguros tinha o claro dever de requerer a certos emissores de seguro de vida e de crédito que mostrassem o motivo pelo qual as suas taxas não deveriam ser reduzidas, ou de realizarem reduções através da desaprovação de relatórios requerendo uma sinistralidade possível de 50%). Citado em Eric Mills Holmes & Mark S. Rhodes. Appleman on Insurance, 2D, ch18, vol. 1, p. 54, West Publishing Co. (1996) (1941)

⁷² Ver, no geral, no o Ato de Modernização de Futuras Commodities de 2000, Simpson Thacher & Bartlett, p. 2, em www.simpsonthacher.com/FSL5CS/memos/memos664.asp. (25 de março de 2002).

⁷³ A maioria das definições legais de seguradoras nos EUA gira em torno da ideia de retenção de risco e comercialização ao público, com o objetivo de lucro.



que estão sempre ávidas por diversificação⁷⁴. O efeito final em um mercado competitivo são prêmios menores para os consumidores. Portanto, o prêmio menor é causado pela demanda intensificada e pelos custos mais baixos de capital arcados pelos investidores, quando comparados com os consumidores. Os custos comerciais, administrativos e legais, conforme explicado neste artigo, são outros elementos que contribuem para um produto final mais barato para todos.

4. O GILR-Bond e a securitização no Brasil

4.1. O GILR-Bond no Brasil

O GILR-Bond está propenso a florescer na região. A América Latina possui fracos sistemas de mercados de capitais. Os bancos e as carteiras dos investidores estão fortemente concentrados em débitos governamentais locais. Seus acionistas são os “suspeitos habituais⁷⁵”: duas ou três ações controlam o índice das Bolsas de Valores. Para piorar o assunto, as companhias de seguros na região são geralmente vinculadas a famílias com interesse de controle⁷⁶. É fácil imaginar que as carteiras dos investidores financeiros não estão expostas a riscos demasiadamente difíceis. Além disso, estas carteiras não estão nem mesmo expostas ao risco puro por meio dos acionistas da seguradora. Nos EUA, pelo menos, os investidores podem comprar ações das seguradoras⁷⁷, a fim de ganhar exposição ao risco puro⁷⁸.

Portanto, por um lado, os investidores têm tão pouca exposição ao risco puro que eles teriam uma maior inclinação para comprar GILR-Bond do que as companhias norte-americanas, porque pelo menos nos EUA as ações das seguradoras são publicamente negociadas. Por outro lado, os investidores estão tão acostumados a deter títulos do governo que seu apetite por risco é reduzido, devido ao forte risco moral decorrente dos frágeis mecanismos institucionais. Isto pode ser solucionado por meio de um bom enquadramento jurídico para proteger a emissão do GILR-Bond.

⁷⁴ “A distribuição de probabilidade descreve a possível receita e as probabilidades dessas receitas para uma variável aleatória. O desvio-padrão (ou a variância) é uma medida de variação provável em torno de um valor esperado de uma distribuição de probabilidade para uma variável aleatória e, portanto, do risco (imprevisibilidade) da variável.” Scott E. Harrington, *Risk management and insurance (Gerenciamento de risco e seguro)*, p. 59, Ed Irwin McGraw-Hill. Série sobre finanças, seguros e mercado imobiliário.

⁷⁵ A Petrobras e a Vale representam um terço do índice brasileiro do Mercado de Ações. <http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaCarteiraP.asp?Indice=Ibovespa>.

⁷⁶ Explicando os passos dados pelas muito poucas seguradoras e operadoras de planos de saúde que vieram a público: http://www.sindseg.com.br/areas/sala_imprensa/colunistas_texto.asp?id=172.

⁷⁷ Uma lista resumida de companhias de seguro negociadas na Bolsa de Nova Iorque (NYSE) está disponível em: <http://www.nyse.com/about/listed/1120128534205.html?ListedComp=All>.

⁷⁸ “A troca pode também atrair os investidores e especuladores para participarem nos lucros decorrentes da experiência de subscrição das companhias. Na realidade, estes atores estariam assumindo riscos puros de seguro, em oposição ao risco econômico, de gerenciamento e de seguro, que eles assumiriam ao adquirir ações de companhias de seguro.” Swiss Reinsurance Company (Swiss-Re), *Rethinking Risk Management (Repensando o Gerenciamento de Risco)*, p. 26, disponível em: www.swissre.com (26 de março de 2002).



O GILR-Bond tem muitas possibilidades para prosperar de acordo com os aspectos jurídicos na região. Primeiramente, a regulamentação de seguros está engatinhando na região, se comparada com o mercado dos EUA⁷⁹. No Brasil, grande parte das regulamentações⁸⁰ é proveniente de um Ato, enquanto que nos EUA existem muitos estatutos⁸¹ e decisões⁸², criando um ambiente⁸³ confuso⁸⁴. Seria relativamente fácil criar estatutos permitindo possibilidades muito mais amplas na securitização do risco puro. Em segundo lugar, os órgãos reguladores de seguro são federais na região. Nos EUA, as companhias têm que se esforçar para trabalhar com 50 autoridades diferentes, redigindo estatutos diferentes e enfrentando diferentes normas dos tribunais. Esse processo incômodo gera muita incerteza. Na América Latina e no Brasil, um bom estatuto aprovado por um regulador é suficiente para permitir uma emissão segura do GILR-Bond no país inteiro.

⁷⁹ “Em 1994, uma decisão balizadora feita pela Suprema Corte dos EUA declarou que o seguro era um comércio interestadual sujeito à regulamentação federal. Como tal, as disposições *anti-trust* dos Atos de Sherman, Clayton e Robinson-Patman puderam ser aplicados ao negócio de seguro. Na verdade, esta decisão tornou ilegal a classificação coordenada que associações como a SEUA estavam realizando, salvo os estados classificadores ativamente supervisionados.” Kathleen Heald Ettlinger, Hamilton, Krohm – State Insurance Regulation (Regulação Estadual de Seguro), 67, 1ª Ed. (1995). Na realidade, essa questão que causou a disposição legal para promover o Ato McCarran Ferguson voltou à cena muito recentemente. Na verdade, 19 advogados estaduais em 1989 iniciaram uma ação judicial contra a ISO, com as mesmas queixas de “compartilhar dados sobre sinistros” para criar fixação de taxas e preços (ou manipulação). Isso não seria permitido se tivesse sido feito em outras indústrias, porque as questões *anti-trust* iriam surgir. Não obstante, na indústria de seguro isto é necessário, principalmente porque o montante total de dados mantidos por uma seguradora não é suficiente para prever com certeza quais os preços que a seguradora deveria cobrar para fazer face aos futuros sinistros esperados. Ver, no geral, “Kathleen Heald Ettlinger, Hamilton e Krohm – State Insurance Regulation” (Regulação Estadual de Seguro), p. 62-64, 1ª Ed. (1995).

⁸⁰ Decreto-Lei 73 de 1966.

⁸¹ “Por outro lado, a Lei Estadual não poderia dispor sobre:

- Direito comum – causas de ações por falha no fornecimento de benefícios aos segurados;
- Proteção aos acionistas (que deveria ser fiscalizada pelos *Securities Federal Acts* – Atos Federais sobre Títulos);
- Regulamentação de contratos de capitalização (também sob as normas e fiscalização do SEC); e
- “Planos de aposentadoria para funcionários estaduais (normalizados pela ERISA).” John F. Wagner Jr. *Supreme Court’s view as to validity, construction, and application of McCarran-Ferguson Act* (A visão da Corte Suprema sobre vigência, construção e aplicação do Ato de McCarran-Ferguson) (15 USCS §§ 1011-1015), a respeito de negócio de seguro pela lei federal ou estadual, em Lexus – Lexsee 125 L. Ed. 2d 879.

⁸² Estados Unidos v. South-Eastern Underwriters Ass’ n 322 US 533 (1944).

⁸³ Em *Prudential Ins. Co. v. Benjamin* (Prudential Ins. Co. V Benjamin (1946) 328 US 408, 90 L Ed 1342), é observado que o negócio da regulamentação e da tarifação de seguro está nas mãos do Estado. McCarran-Ferguson apenas reforçou que outras legislações federais não devem prevalecer (por exemplo, a cláusula comercial interestadual), conforme segue: “O poder do Congresso sobre o comércio, exercido inteiramente sem referência à ação coordenada dos estados, não é restrito, exceto como expressamente disposto pela Constituição, por alguma limitação que o proíba de tomar partido contra o comércio interestadual e a favor do comércio local. A abrangência de seu plenário habilita o Congresso não somente a promover, mas também a proibir o comércio interestadual, como tem feito frequentemente e por uma série de razões. Este poder não é exercido em uma via de mão única ou em uma via estreita de dimensões fixas. O Congresso pode manter a via aberta, confiná-la amplamente ou estreitamente, ou ainda, fechá-la por completo, sujeito somente às restrições colocadas sobre sua autoridade por outras disposições constitucionais e requerimentos que não devem invadir os domínios de ação, reservados exclusivamente aos estados. O Congresso pode exercer sozinho esta ampla autoridade, sujeita a estas limitações ou em conjunto com ações coordenadas pelos estados.”

⁸⁴ O Congresso colocou expressamente todo o seu poder para dar suporte às regulamentações estaduais do negócio de seguro, a fim de sustentar tal regulamentação de qualquer ataque relacionado à cláusula de comércio (Art. I, § 8, cl 3), sujeito somente às exceções expressamente dispostas por outras disposições constitucionais. A Suprema Corte concluiu pelo Ato que: a uniformidade não é do interesse público, a menos quando especificamente estabelecido; os impostos estaduais que poderiam conter discriminação não oneraram o comércio interestadual, o que ele não deveria suportar quando houvesse uma concorrência com negócios locais.



Um outro aspecto é o nível de desenvolvimento do mercado de seguros com um todo. As companhias de seguros na região representam uma fração pequena do pequeno PIB desses países. O PIB dos EUA é de US\$ 13 trilhões⁸⁵ e 8,8% são decorrentes dos negócios de seguro⁸⁶. O PIB do Brasil alcançou US\$ 1 trilhão⁸⁷, e somente 2,8% vieram do seguro⁸⁸. Em um país que possui dois terços da população dos Estados Unidos é fácil imaginar o montante de riscos que as seguradoras não estão cobrindo. Pesquisas realizadas na América Latina indicam que os consumidores desejam garantir riscos, mas não compram seguro. A pesquisa mostrou que o seguro é visto como caro e difícil de entender, de acordo com os consumidores⁸⁹. Portanto, o GILR-Bond poderia atender a riscos não alcançados pela indústria de seguros.

Isto significa que, se o GILR-Bond for introduzido no Brasil, ele não necessariamente tomará negócios das carteiras das companhias de seguro. O GILR-Bond poderia prosperar preenchendo os espaços vazios deixados disponíveis pela ineficiente história das seguradoras na região. Os países da América Latina precisam transformar suas deficiências em trunfos. Essa é a maneira mais fácil para reduzir a lacuna existente com as nações desenvolvidas.

Outro problema que o Brasil possui são seus fracos mercados de capitais. As empresas não podem ir à Bolsa com muita facilidade. O mercado de ações é baseado em poucas ações, negociadas fortemente. 2007 foi o ano de ouro para o Brasil, para as companhias que desejavam ir à Bolsa. Por conseguinte, havia 63 IPOs. De 1995 a 2003 havia seis companhias que foram à Bolsa. Em 2004 havia sete, em 2005, nove e em 2006, 26. De 1995 a 2005 havia duas companhias indo à Bolsa em média por ano⁹⁰. O Brasil está se preparando para a crise global e há muita volatilidade no mercado. As companhias que estiverem querendo ir à Bolsa terão que procurar capital em fontes de financiamento mais caras e menos competitivas (ou seja, bancos varejistas). A previsão consensual⁹¹ do mercado oficial é reduzir pela metade o número de IPOs⁹². Enquanto isso, as taxas de juros no Brasil ainda são as mais altas do mundo, a 11,25%. O *spread* cobrado pelos bancos locais, sendo

⁸⁵ A estimativa do FMI é de US\$ 13,194 bilhões. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=2006&ey=2008&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=111&s=NGDPD&grp=0&a=&pr.x=46&pr.y=9>.

⁸⁶ O negócio de seguro nos EUA atinge US\$ 1,169 bilhões, de acordo com o relatório sigma da Swiss-re. Este relatório está disponível em: http://www.swissre.com/resources/f04b168047d1993ea149b728409d653c-WorldInsurance_Appendix_update.pdf.

⁸⁷ A estimativa do FMI é de US\$ 1,067 bilhões, disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=2006&ey=2008&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223&s=NGDPD&grp=0&a=&pr.x=29&pr.y=10>.

⁸⁸ O negócio de seguro do Brasil atinge US\$ 30 bilhões, de acordo com o relatório sigma da Swiss-re. Este relatório está disponível em: http://www.swissre.com/resources/f04b168047d1993ea149b728409d653c-WorldInsurance_Appendix_update.pdf.

⁸⁹ Disponível em: página 18, Insurance Market Development in Latin America and the Caribbean. Pietro Masci; Ian Webb; Luis Tejerina.

⁹⁰ Disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/01/02/ult4294u908.jhtm>.

⁹¹ Disponível em: http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/04/21/2008_um_ano_nao_muito_promissor_para_ofertas_iniciais_da_bolsa_ipos_-426982999.asp.

⁹² Disponível em: <http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0911/financas/m0150926.html>.



eles mesmos beneficiários de um sistema financeiro protegido e fechado, é de aproximadamente 3 a 4 vezes este valor, na média. A taxa de juros média cobrada pelos bancos varejistas a pessoas jurídicas foi de 62,52% por ano, em fevereiro de 2008⁹³. Em um país onde o capital é tão caro, há uma necessidade intrínseca de formas alternativas de financiamento.

Este é o porquê do mercado de ações ser tão concentrado no Brasil: porque as companhias rentáveis não podem ir à Bolsa, para amadurecer suas estruturas de capital, conforme elas fazem nos EUA. Isso ocorre devido ao débil enquadramento institucional. Ao invés de ficar se lamentando sobre essa realidade, ou de assumir a difícil tarefa, politicamente inacreditável, de fortalecer as companhias, o Brasil poderia tomar um atalho. Devido às suas próprias ineficiências, esse atalho poderia, de fato, ajudar os mercados de capitais.

4.2. O atalho

O atalho proposto é baseado em todas as questões acima mencionadas que os investidores enfrentam enquanto tentam diversificar as exposições de risco. Primeiro, há um excesso de débito governamental no mercado. Há também poucas opções para diversificar os investimentos em um mercado de ações dominado por poucos participantes. Assim, suas carteiras estão pobremente equilibradas. Os investidores não podem comprar ações de seguradoras, já que a maioria é mantida de maneira privada⁹⁴. Outra vantagem do Brasil para implementar o GILR-Bond é a sua fraca penetração no mercado de seguros. Há muito espaço para a securitização do risco puro e do microseguro neste mercado. Finalmente, as exportações de commodities e das reservas cambiais fizeram com que o Brasil aproveitasse os excedentes para o mercado exterior que, nos últimos quatro anos, foi de cerca de US\$ 40 bilhões. O GILR-Bond é um produto financeiro que pode lidar com muitos lados dessa questão, sem necessidade de esperar pela institucionalização madura dos mercados de capitais.

5. O modelo GILR-Bond afetando os níveis mais baixos de renda

Basta dizer que as soluções de microfinanças objetivam resolver problemas resilientes que afetam as famílias de baixa renda em uma maneira desigual. A falta de penetração nos mercados de seguros locais para adquirir risco de vida de alguém, de saúde e de danos é realmente um fardo. Se as pessoas não podem segurar suas minivans, na traseira da quais elas vendem cachorros-quentes para sobreviver nas ruas de São Paulo, um ladrão poderá levá-las de volta à pobreza. Se o chefe de família não pode contratar seguro saúde em Lima, a chegada de um câncer poderia provocar a pobreza não somente para ele ou ela, mas para todos os seus filhos. Apólices de seguro de vida a termo poderiam ser a solução para seus problemas. Mas, o seguro é visto como muito caro. Além disso, os consumidores não confiam nas seguradoras para pagar um sinistro quando ele vier a ocorrer⁹⁵.

⁹³ <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u382085.shtml>.

⁹⁴ Poucas seguradoras estão começando a ir à Bolsa, através de um moderado esforço com resultados inconclusivos.

⁹⁵ Disponível em: página 18, Insurance Market Development in Latin America and the Caribbean. Pietro Masci; Ian Webb; Luis Tejerina.



Esses problemas de falta de disponibilidade de seguro e de custo excessivo são reais, de acordo com as pesquisas de mercado realizadas pelo Banco de Desenvolvimento Inter-Americano na América Latina⁹⁶. A disponibilidade de seguro para as pessoas comuns poderem comprar não é necessariamente uma saída da pobreza, mas é definitivamente uma maneira para as pessoas evitarem descender, retornando à pobreza novamente. A existência de algum capital inicial para poder pagar um prêmio é algo que diferencia o seguro de outros serviços financeiros⁹⁷. Porém, a redução do número de pessoas que ficam pobres devido às circunstâncias que estão além de seus controles se dá pelo seguro (público ou privado).

Em relação ao empreendedorismo, o seguro evita a falência e conduz à sustentabilidade. Os empreendedores que compram mais seguro são menos prováveis de saírem do negócio do que seus rivais, que compram pouca ou nenhuma cobertura. As seguradoras não garantem riqueza, mas absorvem os riscos que os empreendedores não estão confortáveis em reter. Assim, um exemplo de pés no chão: Paulo vende limas nos sinais de trânsito de Belo Horizonte (Brasil). A medida que prospera, ele paga alguns garotos para vendê-las em volta da área também. Ele então fica preocupado de que alguém possa roubar alguma fruta de sua caixa principal, contendo milhares de limas. Ele poderia pagar algum vigia local que estivesse de folga para vigiar a sua caixa. Eles podem, inclusive, acordar que se as limas desaparecerem, o vigia terá que reembolsá-lo pela perda da mercadoria. Isto é seguro. Primitivo e simples, mas é seguro. Contudo, talvez o vigia possa vir a roubar as limas. Alternativamente, ele nunca deveria pagar um centavo ao empreendedor das ruas se as limas tivessem simplesmente desaparecido. Trata-se de “instituições fracas”.

Os microempreendedores em países em desenvolvimento têm um problema. Eles têm que vender milhares de limas, contratar muitas pessoas e adquirir muitos ativos, antes que realmente possam conseguir comprar sua primeira cobertura formal de seguro. O microsseguro, em geral, e o GILR-Bond, em particular, funcionam bem em países onde a estrutura do setor financeiro é fraca e onde a penetração do seguro é baixa. Isto permite seguro mais barato. Um vasto número de pessoas pode contratar cobertura. Se uma operação estruturada de microsseguro aparecesse, com uma subscrição, gerenciamento de sinistros e comercialização feitos sob medida a fim alcançar as grandes massas de empreendedores pobres, então o GILR-Bond se esforçaria para fornecer capital mais barato para o esquema.

⁹⁶ Id.

⁹⁷ Estes serviços podem exigir algum ativo para funcionar como colateral em um empréstimo. As seguradoras são as únicas que cobram dos consumidores para participar na atividade financeira, ao invés de fornecer dinheiro direto e cobrá-lo posteriormente.



A disponibilidade de ferramentas alternativas de gerenciamento de risco como o GILR-Bond não somente levaria o prêmio de seguro para baixo, devido às vantagens apresentadas neste artigo, mas também aperfeiçoaria o desenvolvimento institucional dos mercados de capitais. Mais volumes de fundos orientados para garantir as perdas e níveis mais amplos de securitização melhorariam os mercados de capitais, os quais também lucrariam devido às opções mais amplas para equilibrar as carteiras de risco. Mais companhias e mais empreendedores no mercado criam mais postos de trabalho para nações em desenvolvimento. Com mais postos de trabalho e mais empreendedores bem-sucedidos, ou menos empreendedores falidos, os grupos de renda mais baixa serão capazes de reduzir seus níveis de pobreza.

Sobre o cenário agrícola, a história poderia ser bastante similar. Se houver mais disponibilidade de seguro agrícola, através do uso do GILR-Bond, menos fazendeiros irão falir devido a desastres naturais ou aquecimento global e mudança de clima. Se mais fazendeiros colherem, não somente a comida se torna mais barata no mercado interno, mas também os postos de trabalho se tornam abundantes nos campos. Os efeitos múltiplos de seguro como um garantidor de riqueza são incontáveis. A disponibilidade de seguro mais barato no Brasil conduziria a mais prosperidade, mais trabalho e menos pessoas caindo na armadilha da pobreza devido aos riscos que não podem controlar.

6. Conclusão

Se o Brasil, a América Latina ou a maioria dos países em desenvolvimento não podem produzir reformas de mercado complicadas devido à complexidade de suas políticas internas, eles poderiam ter o ônus de encontrar novas ferramentas atrativas para cobrir esta lacuna institucional. O GILR-Bond é uma ferramenta financeira baseada na securitização de riscos seguráveis. Ele permite que os consumidores desfrutem de prêmios mais baratos. Ele garante mais riscos, que estão atualmente fora do alcance das companhias de seguros tradicionais. A securitização de contratos de seguro, em conjunto com estratégias de gerenciamento de sinistros, comercialização e subscrição, poderia ser a solução. O GILR-Bond poderia permitir que mais pessoas, além de poucos milhões delas, dentre quatro bilhões que vivem com menos de dois dólares por dia, obtivessem mais cobertura de seguro.

Mas o GILR-Bond tem outra vantagem. Ele permite que investidores financeiros comprem diferentes e mais variadas exposições de risco. Permite risco menor de insolvência para o grupo segurado. O Brasil terá ainda mais vantagens se esse produto for lançado lá, ao invés de nos EUA. O sistema regulatório de seguro é federal e, portanto, menos oneroso do que no sistema dos EUA, que é baseado nos estados. Poucas companhias vão à Bolsa e o custo de capital é muito alto, devido às taxas de juros. Como consequência, há poucas ações que controlam o mercado acionário. Isso cria uma situação em que a diversificação de carteira é menos do que o ótimo. A demanda para produtos de riscos não-relacionados é mais alta do que nos mercados desenvolvidos mais "normais". Portanto, este produto traz riscos diferentes e com mais variedade ao pequeno cardápio de títulos na região para os investidores locais. Os consumidores e investidores brasileiros irão se regozijar.