

TCC/UNICAMP
F391e
IE/2598



1290002598



TCC/UNICAMP F391e



Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia

CE- 851 – Monografia II

**Um estudo sobre o Mercado de Capitais Brasileiro através da análise da
Participação dos Investidores Institucionais - Fundos de Pensão e
Seguradoras**

Orientando: Mariana Ramos Fernandes RA: 009369

Orientadora: Prof^ª. Dr^ª. Maryse Farhi

CEDOC/IE

Índice

Introdução.....	1
Capítulo 1: O Mercado de Capitais no Brasil.....	2
1.1 A Evolução do Mercado de Capitais no Brasil.....	3
Capítulo 2: Fundos de Pensão.....	11
2.1 Evolução da Legislação.....	13
2.2 Evolução Financeira.....	16
2.3 A Importância dos Fundos de Pensão para a Economia Brasileira.....	19
Capítulo 3: Seguradoras.....	20
3.1 Evolução da Legislação.....	22
3.2 Evolução Financeira.....	25
3.3 A Importância do Mercado para a Atividade Produtiva do País.....	27
3.4 Participação do Capital Estrangeiro no Setor de Seguros Brasileiro.....	28
Capítulo 4: Conclusões e Análise Crítica.....	30
4.1 Conclusões e Análises em relação ao Mercado de Capitais.....	30
4.2 Conclusões e Análises em relação aos Fundos de Pensão.....	34
4.3 Conclusões e Análises em relação às Seguradoras.....	35
Referências Bibliográficas.....	37
Anexo I: Governança Corporativa.....	39
Anexo II: Lei das Sociedades Anônimas.....	41

Introdução

A partir de meados da década de oitenta, o mercado de capitais brasileiro passou a apresentar transformações significativas em função do crescimento da participação dos investidores institucionais. Além disso, a partir da década de noventa, a abertura do mercado doméstico aos investidores e intermediários financeiros estrangeiros e o processo de privatização também trouxeram novas características ao mercado de capitais doméstico.

Diante de tal contexto, a importância relativa desse mercado como favorecedor do financiamento aumentou e, com isso, seu papel de fonte de recursos para investimentos produtivos mostrou ter grande capacidade de ampliação.

Sendo assim, a presente Monografia tem como objetivos analisar a evolução e a importância da participação dos Investidores Institucionais – dos Fundos de Pensão e das Seguradoras – neste mercado e tentar mostrar o quanto é necessário e urgente o desenvolvimento de um Mercado de Capitais capaz de contribuir e de favorecer o desenvolvimento econômico do país. Além disso, este trabalho busca avaliar os principais obstáculos ao estabelecimento de um mercado de capitais voltado para o financiamento produtivo no Brasil.

A fim de atingir os objetivos acima propostos, o trabalho encontra-se dividido em quatro capítulos. O primeiro capítulo trata da evolução do Mercado de Capitais Brasileiro e de como o seu papel e importância para o desenvolvimento da economia nacional tem se alterado nos últimos anos. O segundo capítulo faz uma breve análise sobre a participação dos Fundos de Pensão no mercado de capitais brasileiro através da observação de sua evolução legislativa e financeira. O capítulo 3, por sua vez, traz um estudo da participação das Seguradoras neste mercado através da análise de sua evolução legislativa e financeira e da participação dos investidores internacionais no mercado de seguros brasileiro. Por fim, o quarto capítulo traz as principais conclusões e análises críticas dos aspectos abordados. Além desses quatro capítulos, há os Anexos I e II, que tratam de Governança Corporativa e da Lei das Sociedades Anônimas respectivamente.

Capítulo 1 – O Mercado de Capitais no Brasil

Atualmente, a criação de condições adequadas para o estabelecimento de uma trajetória de desenvolvimento econômico sustentado é o grande desafio dos formuladores de política econômica no mundo todo. E quando se fala em países emergentes, como é o caso do Brasil, este desafio é ainda maior. Os desequilíbrios fiscais crônicos, as estruturas institucionais inadequadas, a grande dependência em relação ao contexto internacional e, conseqüentemente, a elevada vulnerabilidade da economia brasileira contribuíram para um longo período de instabilidade econômica e de disseminação de incertezas, o que inviabilizou, em grande medida, o andamento de um processo de crescimento continuado. Com isso, as difíceis tarefas de reorganização e de reconstrução vêm ocupando a agenda política brasileira, que busca se concentrar na estabilização da economia, sobretudo através da redução da dependência externa (superávits comerciais e de conta corrente), e nas reformas estruturais do Estado.

De fato, pode-se afirmar que houve alguns avanços nesse sentido. O estabelecimento de um ambiente macroeconômico mais estável (contas externas positivas) com um regime de câmbio flexível, um forte ajuste nas contas públicas e certa flexibilização das taxas de juros, permitiram a ocorrência de um ambiente menos desfavorável favorável aos investimentos. (MOTTA, 2001)

Porém, os desafios do desenvolvimento em um contexto de globalização vão além de algumas conquistas econômicas. O elevado grau de dependência externa torna fundamental a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva e de uma reserva de câmbio considerável. O progresso tecnológico e a eficiência do capital humano são, crescentemente, fatores que limitam a inserção dos países no cenário mundial de forma competitiva. Isto significa que a competitividade passou a ser um dos principais fatores para a existência de crescimento e de estabilidade em conjunto. (MOTTA, 2001)

Sendo assim, fatores capazes de estimular o crescimento da produtividade deveriam ser considerados prioridades em uma agenda de desenvolvimento: uma combinação de políticas macroeconômicas que assegure a competitividade externa e a constituição de reservas em divisas (o que implica em uma política monetária menos restritiva com juros reais menores); um elevado grau de investimento em educação para a adaptação do capital humano às intensas e constantes mudanças econômicas; uma reforma tributária que favoreça a alocação de recursos em investimentos produtivos recursos; e, finalmente, um mercado de capitais solidificado e bem estruturado, capaz de distribuir e alocar o capital de forma eficiente e no montante adequado para o financiamento do crescimento econômico.

A existência de um mercado de capitais mais forte traz diversos benefícios para a economia. Por um lado, ele aumenta as possibilidades de financiamento do investimento, bem como reduz seu custo, o que pode significar mais crescimento efetivo. Por outro lado, ele eleva a competitividade da economia como um todo.

Além disso, uma das principais tarefas do mercado de capitais é a distribuição dos riscos entre os capitalistas. Segundo Motta (2001, pág. 4), “os modernos instrumentos financeiros, como os derivativos, em um mercado sólido, criam alternativas de diluição de risco de atividades produtivas para mercados especulativos, reduzindo o risco financeiro destas atividades, o que estimula o processo de inovação tecnológica, intensivo em capital. Da mesma forma, maiores escalas de produção têm exigido a fusão de companhias, o que depende, necessariamente, de liquidez no mercado acionário para que as ações mantenham o seu valor no processo de troca. As parcerias, por sua vez, caracterizadas pelo aporte conjunto de capital de risco em um dado empreendimento, dependem de um mercado de capitais sólido, que garanta liquidez suficiente para a efetivação da abertura de capital, bem como de uma boa porta de saída no caso de dissolução da parceria”. Em suma, um mercado de capitais mais eficiente garante maior competitividade e segurança para as empresas em geral.

No entanto, o aumento da competitividade das empresas e da sua capacidade de adaptação com sucesso às constantes transformações econômicas de hoje em dia promovido pelo fortalecimento do mercado de capitais não é condição suficiente para a viabilização do crescimento econômico sustentado. É preciso também que o mercado de capitais seja capaz de alocar os recursos que concentra em instrumentos de prazo mais longo, a fim de financiar os investimentos de longa maturação tanto do setor público quanto do setor privado, o que só se torna possível com a existência de um mercado secundário líquido.

Dito isso, será preciso agora fazer uma análise sobre a evolução do mercado de capitais brasileiro, principalmente no que diz respeito às leis que regem este mercado, a fim de se estabelecerem as condições já existentes e as ainda necessárias à criação de um mercado de capitais nacional bem estruturado, e com as características acima colocadas.

1.1 A Evolução do Mercado de Capitais no Brasil

Segundo Casagrande Neto (1989), o primeiro lançamento de ações à oferta pública no Brasil está relacionado à criação do Banco do Brasil e, aparentemente, não experimentou grande sucesso. Isto decorre do fato que, àquela época, não existia uma cultura de mercado capaz de proporcionar o

crescimento dos negócios societários de forma consistente. É então, sob tal cenário, que em 1850 entra em vigor o código comercial brasileiro, fundamentado no modelo francês, se constituindo no alicerce sobre o qual se ergueu a regulamentação legal a respeito das sociedades anônimas e suas relações comerciais. Posteriormente, foram criadas diversas leis que abordaram matérias societárias, dando-se destaque ao Decreto nº 434/1891, que consolidou as disposições existentes sobre as sociedades anônimas; a Lei nº 2024/1908, que submeteu estas sociedades ao regime falimentar e o Decreto-lei nº 2627/1940, que estabeleceu diretrizes para as sociedades por ações.

Posto isso, pode-se dizer que até meados da década de 1960, o Mercado de Capitais no Brasil continuava a apresentar pouca relevância para a economia. Algumas instituições deste mercado, como as Bolsas de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro, assim como as profissões de corretor e as Sociedades Anônimas, já existiam. No entanto, a estrutura financeira até então existente servia apenas para o financiamento de bens duráveis.

No início desta mesma década, a necessidade da realização de uma reforma financeira passou a fazer parte de muitos diagnósticos econômicos. Tal reforma deveria abordar, entre outros aspectos, o controle da emissão monetária (retirando com isso o poder emissor do Banco Central) e a criação de novas instituições financeiras e de novos instrumentos de financiamento para consumo, capital de giro e inversão fixa, fortalecendo, dessa forma, o mercado acionário.

A partir de 1964, com o Regime Militar, são colocadas as condições objetivas para a implantação de uma reforma financeira inspirada no modelo de especialização norte-americano. Na realidade, o ano de 1965 pode ser considerado um ano chave na evolução do mercado de capitais brasileiro. Isto porque, neste ano, foi promulgada a Lei do Mercado de Capitais (lei 4728), que causou um grande impacto sobre a conjuntura financeira nacional do período. (BID, 1968)

Os termos de tal lei dispunham sobre uma série de medidas de extrema necessidade para o estabelecimento de um mercado de capitais mais sólido no país. Em vista disso, uma das maiores inovações introduzidas por ela foi a concentração, em um único instrumento legal, do grande número de decretos, leis e regulamentos que anteriormente regiam o mercado brasileiro de capitais. (BID, 1968)

De acordo com o BID (1968), entre as outras modificações adotadas com base nos termos da lei, destacam-se as seguintes:

- o uso de obrigações ajustáveis com cláusula de manutenção do valor ou correção monetária;
- o uso de debêntures conversíveis;
- emissão de ações acima do par sem gravar a quantia recebida acima do valor par;

- autorização para que as sociedades anônimas pudessem emitir debêntures ou obrigações, assegurando aos respectivos titulares o direito de convertê-las em ações do capital da sociedade emissora;
- o uso de ações nominativas facilmente endossáveis;
- a incorporação dos fundos mútuos de investimento, de capital aberto, com os mesmos privilégios fiscais previamente outorgados apenas aos fundos organizados como condomínios;
- o estabelecimento de bancos privados de investimento e;
- a constituição de sociedades corretoras, membros das Bolsas de Valores, para substituir o monopólio dos tradicionais corretores de fundos públicos.

Além destas alterações, a Lei do Mercado de Capitais de 1965 criou importantes incentivos fiscais (que visavam à redução e/ou à isenção do imposto de renda em diversas transações financeiras), forneceu novas e amplas facilidades aos que se interessavam diretamente pela mobilização das poupanças privadas e delegou ao Banco Central a responsabilidade pela regulamentação e pela disciplina do funcionamento do mercado mobiliário através da Gerência de Mercado de Capitais (GEMEC). (BID, 1968)

A lei também foi responsável por disciplinar a publicação da situação econômica e financeira das sociedades, sua administração e a publicação de seus resultados. Desta forma, possibilitou ao público um acesso mais amplo às informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitiram, protegendo os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas. (BID, 1968)

Em suma, no período de 1964 a 1967 foi estabelecido um conjunto de atos legais que tentou reestruturar por completo o setor financeiro, introduziu a indexação monetária e criou mecanismos de formação de poupança compulsória.

A partir de então e até o ano de 1973, observa-se a montagem de um novo arcabouço institucional diante da Reforma Monetária – Financeira acima referida. Com isso, o Mercado de Capitais brasileiro deveria assumir um papel fundamental, financiando a retomada do crescimento econômico através da alocação dos recursos que financia em aplicações de médio e longo prazo, principalmente sob a forma de títulos. Para que isto fosse possível, foram dados consideráveis incentivos e subsídios fiscais para a abertura do capital das empresas, para a montagem de fundos de investimento e para o lançamento primário de ações. (SOUSA, 1998)

Porém, o objetivo de se estabelecer um mercado de capitais doméstico como padrão de financiamento acabou não se concretizando. E isto se deve principalmente aos seguintes motivos: a

separação legal introduzida entre bancos comerciais e de investimentos - com esses últimos designados a atuar no mercado de capitais e de operações de mais longo prazo, seguindo o padrão americano - não se sustentou diante das forças que levavam à conglomeração bancária; foi mantida a resistência dos empresários à abertura do capital de suas empresas (já que praticamente não existia uma cultura empresarial de abertura de capital); a liquidez internacional no período era alta e, por isso, as companhias captaram empréstimos no mercado externo; não foi possível mudar imediatamente o comportamento dos agentes, que estavam acostumados a horizontes financeiros de curto prazo; e o aparato regulatório não estava adequado para proteger o acionista minoritário e o governo estimulou grandes massas de poupança compulsória.

Nos anos de 1974 a 1986 observa-se, então, um aperfeiçoamento da regulamentação e a introdução das chamadas inovações financeiras (isto é, de novos instrumentos financeiros, de novas práticas financeiras e até mesmo de novas instituições financeiras). Dentro delas, pode-se destacar a Lei das Sociedades Anônimas, a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a regulamentação dos Fundos de Pensão, o surgimento dos mercados de opções e futuros e o uso de cartas de recompra para diminuir os prazos dos títulos de renda fixa. No entanto, a fragilidade do mercado de capitais brasileiro se tornou acentuada com a crise dos anos 80 (caracterizada por uma crescente dificuldade com a dívida externa, o que levou ao bloqueio do acesso a créditos internacionais e ao início do movimento de fuga de capitais). Mesmo o mercado de capitais estando mais sofisticado pela introdução das inovações financeiras acima citadas, o cenário se tornou propício para um maior peso da participação de especuladores e para a concentração das transações em torno de poucas empresas com grandes quantidades de ações. (SOUSA, 1998)

No final dos anos 80, passa-se a observar uma combinação de abertura ao investidor estrangeiro, privatização e crescimento dos investidores institucionais. Este processo, por sua vez, pode ser inserido no contexto internacional chamado de globalização financeira. Para o Brasil (e outros países latino – americanos), no entanto, isto significou uma inserção tardia no mercado de capitais globalizado, uma vez que a crise da dívida, com suas conseqüências para a economia doméstica, cortou o fluxo de crédito e de investimento internacional, e que a regulamentação financeira vigente até o momento era concebida para proteger os frágeis mercados financeiros domésticos e para promover o financiamento do desenvolvimento. (SOUSA, 1998)

Diante, então, deste contexto e com o objetivo de fomentar e desregulamentar o mercado de capitais, em janeiro de 1991 a Secretaria do Planejamento da República e a CVM divulgaram em conjunto o documento chamado de "Plano Diretor do Mercado de Capitais". Em relação ao diagnóstico, o plano discutia a tendência de expansão do mercado de capitais internacional através de

um forte movimento de securitização das dívidas e de aplicações de portfólio, inclusive nos países emergentes. Em contrapartida, a avaliação do mercado de capitais doméstico era a de que ele encontrava-se debilitado, devendo ser fortalecido para se constituir em instrumento alternativo ao modelo de endividamento que norteou a economia brasileira desde fins da década de sessenta. (SOUSA, 1998)

As principais propostas do Plano podem ser resumidas da seguinte forma:

- incentivar a participação dos empregados no lucro da empresa, aliado ao objetivo de se constituir alguma forma de poupança e/ou patrimônio líquido individual do trabalhador;
- maior controle e participação na gestão das empresas por parte dos sócios acionistas, mediante a emissão crescente de ações ordinárias, valorização das preferenciais, melhoria na política de dividendos e proteção ao minoritário;
- aumento da transparência das empresas, incluindo-se as estatais e as fechadas de grande porte;
- maior eficiência na administração de recursos, mediante a flexibilização das aplicações dos investidores institucionais;
- aperfeiçoamento do sistema de intermediação, incluindo bolsas e mercado de balcão;
- agilização e redução dos custos de colocação dos valores mobiliários;
- reavaliação das funções de desenvolvimento e fiscalização do mercado de capitais e reestruturação da CVM;
- agilização da justiça;
- flexibilização do mecanismo de captação da poupança externa, caminhando gradualmente para a abertura do mercado ao exterior. (SOUSA, 1998)

Além do Plano Diretor do Mercado de Capitais, outras medidas buscaram aprimorar a estrutura financeira nacional. São elas: a implementação da “Pequena Reforma Bancária”, com destaque para o surgimento do mercado interbancário e do banco múltiplo no contexto brasileiro; a regulamentação de várias modalidades de investimento externo no mercado de capitais doméstico e do programa de privatização (segundo a lei nº 80311, de 1990); a flexibilização das regras de montagem dos fundos mútuos e a criação de novas modalidades, como os fundos de investimento no exterior) e um primeiro passo no sentido de facilitar o investimento em ativos estrangeiros por parte dos residentes. Sendo assim, as novas decisões de regulamentações a serem adotadas deveriam seguir essas diretrizes. (SOUSA, 1998)

No entanto, o cenário do mercado de capitais brasileiro piorou nos anos 90 devido, em grande medida, a políticas monetárias baseadas em patamares elevados de juros, aliadas à grande concentração

de negócios em um número cada vez menor de instituições, à falta de dispersão dos valores mobiliários observada nas emissões primárias e ao desequilíbrio da relação entre custo e benefício de se tornar, e permanecer, como companhia aberta, o que conseqüentemente levou ao decréscimo do número de empresas com ações negociadas em bolsa. Esse fenômeno foi mais claro nas empresas resultantes da privatização de empresas públicas e nas privadas que foram adquiridas por capitais estrangeiros. (LAMEIRA, 2002)

Ademais, havia um certo grau de desconfiança em relação à seriedade do mercado de capitais, devido, em grande medida, às deficiências dos órgãos reguladores quanto ao seu papel de fiscalização. Isso porque, algumas vezes, esses órgãos deixavam de fazer uma precisa verificação de problemas econômicos de algumas instituições financeiras e não aplicavam julgamentos e punições adequadas quando havia comprovação de abusos por parte dessas instituições. Um bom exemplo disso foi o processo de intervenção por parte do Banco Central nos bancos Nacional e Econômico¹, em 1996/97. (LAMEIRA, 2002)

Com isso, torna-se evidente a extrema necessidade de ações capazes de soerguer e de solidificar o mercado de capitais no Brasil, sendo que entre elas deve estar: 1) a prática de menores taxas de juros; 2) o aumento significativo da importância relativa deste mercado no sistema financeiro através de incentivos fiscais a serem concedidos a investidores e companhias abertas e de uma maior dispersão nas emissões primárias; 3) a definição de políticas de dividendos que se façam regulares e duradouras; e 4) novas e melhores práticas de governança corporativa e 5) maiores e mais definidos direitos dos acionistas minoritários

Feito isso, é muito provável que tanto o investidor quanto a CVM e as demais instituições financeiras, como os Fundos de Pensão e as Seguradoras, estarão aptas a desempenhar, com a máxima eficiência, seu papel na promoção de um mercado de capitais que se torne um relevante instrumento de alocação de recursos financeiros, capaz de favorecer o crescimento sustentável e a competitividade da economia brasileira.

Atualmente, pode-se dizer que o mercado de capitais brasileiro está caminhando – embora a passos lentos - no sentido de adquirir as características acima descritas, tão necessárias para o seu eficiente funcionamento.

A implantação do Novo Mercado, por exemplo, é uma tentativa recente de fortalecer e flexibilizar o mercado de capitais brasileiro. Através dele, as empresas se comprometem,

¹ Os bancos Nacional e Econômico faliram em meados da década de 90 e, por isso, precisaram ser resgatados e posteriormente vendidos no quadro do Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (PROER).

voluntariamente, a adotar práticas de governança corporativa adicionais ao que é exigido pela legislação. A entrada de uma empresa neste novo Mercado é feita através da adesão a um conjunto de regras societárias, chamadas de “boas práticas de governança corporativa” (ver ANEXO I), que são mais rígidas do que as que estão presentes na legislação. Estas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações publicadas pelas companhias e oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada, ao solucionar conflitos através de uma Câmara de Arbitragem. Uma das principais inovações do Novo Mercado é a proibição da emissão de ações preferenciais. Outras novidades são: realização de colocações de ofertas públicas de ações; disponibilização do balanço anual através das normas do US GAAP; manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25 % do capital; introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente; entre outras.

O BOX abaixo traz um artigo publicado no jornal Folha de São Paulo, em 12/01/2005, de Tereza Dias da Silva, sócia da MB Associados, que ilustra bem esta (e outras) tentativa. No entanto, não se pode esquecer que diante de uma movimentação totalmente favorável do mercado internacional e de uma possível retomada do crescimento econômico interno, fica muito mais fácil o estabelecimento de um “novo mercado de capitais”, capaz de se tornar mais forte, mais sólido e com perfil de mais longo prazo. Infelizmente, isso atesta o quanto o mercado de capitais brasileiro ainda é dependente das oscilações macroeconômicas externas.



“O desempenho da Bovespa em 2004 reflete, além de um mercado internacional plenamente favorável, o crescimento da economia e o início da retomada do mercado de capitais brasileiro. A sua performance de rentabilidade, associada ao aumento do volume negociado, é consequência desse desempenho. Foi um processo que se iniciou por meio das ações das empresas exportadoras, mas que hoje já atingiu ações de outros setores. A capitalização da Bovespa encerrou o ano em R\$ 904,942 bilhões, contra R\$ 440,342 bilhões em dezembro de 2003, contabilizando colocações de novas ações de R\$ 31,300 bilhões durante o ano. A resposta de empresários brasileiros foi um sinal positivo e mostra claramente o potencial de crescimento do mercado de capitais se o desempenho da economia seguir positivo.

O fato novo nesses indicadores está relacionado à maneira pela qual as empresas estão aceitando abrir o seu capital. Está ficando claro para os empresários que o comportamento dos acionistas está mudando. A globalização, associada à profissionalização do mercado com o grande crescimento da indústria de fundos, diminui a importância do especulador, tão presente no mercado brasileiro até meados da década de 90.

Com isso, o nível de exigência do investidor mudou de maneira significativa. Se antes, para a maioria dos participantes, o importante era apenas o resultado imediato das operações, agora, com a visão de mais longo prazo, a qualidade real da empresa, a sua gestão, o seu desempenho econômico o seu nível de disclosure, a maneira como trata o acionista minoritário, enfim, a sua governança corporativa, fazem toda a diferença na precificação da sua ação. É claro que continua sendo importante o resultado da companhia como indicador de preço, mas, diferentemente do que era no passado, agrega-se valor com os demais itens. Duas empresas com igual desempenho econômico serão diferenciadas pelo seu avanço na governança corporativa.

É por esse motivo que, do total de abertura de capital ao longo de 2004 (sete empresas), cinco empresas optaram pelo Novo Mercado. Além disso, as empresas já listadas na Bolsa de Valores estão migrando para os níveis mais avançados de governança, com adaptações que vão se encaminhando para o Novo Mercado de Capitais. Nesse sentido, já existem 31 empresas que aderiram ao nível 1. O nível 2, cujas exigências são bem maiores que as do nível 1, conta apenas com seis empresas. O Novo Mercado encerrou 2004 com sete empresas listadas. O número absoluto ainda é pequeno, mas a tendência na margem é bastante clara.

Uma outra novidade no mercado brasileiro, e que também começou a tomar corpo no ano passado, foi a figura do formador de mercado (market maker), que tem como objetivo aumentar o giro financeiro das ações de determinadas companhias, possibilitando a participação da empresa nos principais índices da Bovespa, ao mesmo tempo em que tenta garantir uma referência de preço e diminuir a volatilidade dos ativos para os quais estão credenciados. Atualmente dez empresas já dispõem de um formador de mercado.

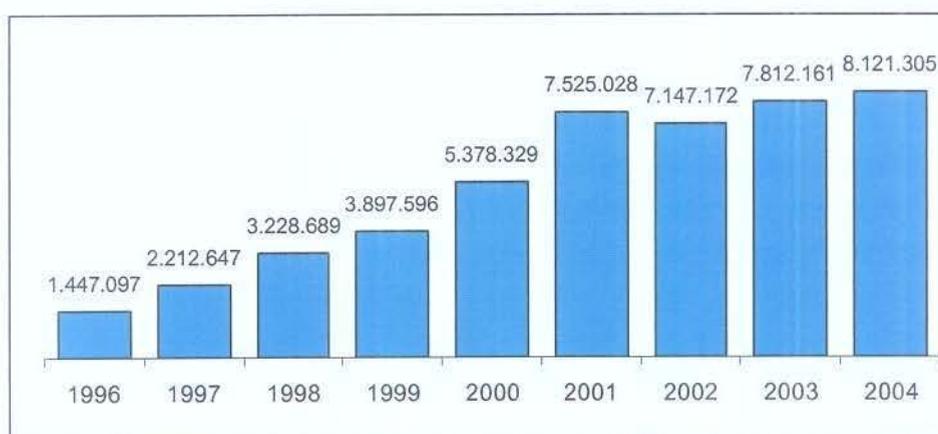
Abrimos 2005 com expectativas animadoras para o mercado acionário. As sinalizações das empresas no caminho do lançamento de ações, por meio de instrumentos mais modernos e mais eficientes, indicam que finalmente podemos estar caminhando para um avanço estrutural no mercado de capitais”.

Capítulo 2 – Fundos de Pensão

Os Fundos de Pensão podem ser definidos como instituições mantidas pela contribuição periódica dos seus associados e patrocinadores que, com o objetivo de valorizar seu patrimônio, aplicam suas reservas em diferentes ativos, respeitando, contudo, os limites legais estabelecidos pelo Banco Central. No entanto, o que diferencia os Fundos de Pensão dos outros fundos mútuos é seu horizonte de longo prazo, uma vez que os recursos aplicados visam complementar a renda dos cotistas após sua aposentadoria.

São considerados um dos Investidores Institucionais mais tradicionais, captando um grande volume de recursos. A tabela abaixo, que mostra o volume das contribuições para a Previdência entre os anos de 1996 e 2004, deixa claro que a quantia administrada por esses fundos é, no mínimo, bastante relevante. Pode-se observar que, durante este período, as contribuições saltaram de um total de aproximadamente R\$ 1,5 bilhão para R\$ 8,1 bilhões, o que representa um aumento de cerca de 440%.

Gráfico 2.1: Volume da Contribuição para a Previdência Privada 1996-2004



Fonte: Fenaseg, dados em R\$ bilhões

Os Fundos de Pensão apresentam as seguintes características:

- as contribuições têm origem no beneficiário ou, total ou parcialmente, em outra entidade (empresa ou sindicato);
- a gestão dos investimentos do Fundo pode ser realizada diretamente por ele ou por uma outra instituição;

Além dessas características, é preciso colocar que existem diferentes tipos de sistemas previdenciários. A primeira diferenciação a ser feita diz respeito à gestão do sistema; sob esse prisma, os sistemas de previdência podem ser públicos ou privados. O sistema brasileiro tem sido historicamente dominado pela gestão pública. Só mais recentemente, com a extensão dos fundos de previdência aos trabalhadores das empresas privadas, as entidades de direito privado começaram a se firmar nesse setor.

Uma segunda distinção é dada em termos de financiamento dos benefícios. Neste sentido, os sistemas podem ser de repartição ou de capitalização. O sistema de repartição financia os benefícios dos inativos a partir das contribuições dos ativos, isto é, o total das contribuições menos os custos administrativos é repartido, segundo critérios previamente definidos, entre pensionistas. Nesse caso, ocorre apenas uma transferência de recursos dos ativos para os inativos. Por outro lado, no sistema de capitalização os recursos dos contribuintes ativos são investidos de forma a gerar um fundo do qual serão sacados, no futuro, os benefícios pagos a eles próprios. (PEREIRA, MIRANDA e SILVA, 1997)

É feita ainda uma distinção entre os sistemas de contribuição definida e de benefício definido. No primeiro caso, as contribuições periódicas dos participantes são invariáveis. Isso quer dizer que o benefício fica indefinido, ou seja, dependerá da rentabilidade alcançada pelos investimentos realizados com os recursos das contribuições. Com isso, recai sobre o participante todo o risco de mercado das aplicações. Já no segundo caso, o que fica em aberto são as contribuições, que precisam adequar-se de acordo com a rentabilidade observada dos investimentos. Nesta situação, o risco é assumido pelas entidades do sistema previdenciário.

Por último, as entidades de previdência podem ser abertas ou fechadas. Enquanto essas se destinam especificamente a pessoas vinculadas às empresas patrocinadoras, aquelas são franqueadas ao público em geral.

As características acima colocadas servem basicamente para se ter um conhecimento geral dos Fundos de Pensão e de seu funcionamento dentro do mercado de capitais. Pela magnitude das somas administradas por estas entidades e pelo perfil de longo prazo de seus compromissos, esses fundos possuem a grande vocação de participar do desenvolvimento econômico. Isto significa que eles podem alavancar recursos para viabilizar investimentos em infra-estrutura e nas pequenas e médias empresas, ou, até mesmo participar, do mercado de títulos federais, alongando o perfil da dívida pública.

Sendo assim, e com o objetivo de demonstrar o que foi anteriormente colocado, o presente capítulo abordará ainda a legislação que trata dos Fundos de Pensão, a evolução financeira dessas instituições e a importância das mesmas para o desenvolvimento da economia brasileira.

2.1 Evolução da Legislação (As informações desta seção foram baseadas em PEREIRA, MIRANDA e Silva, 1997)

A Lei nº 6435, de 15 de julho de 1977, caracteriza o marco inicial da legislação específica sobre as entidades de previdência privada no Brasil. Segundo ela, são consideradas como fundos de previdência privada as instituições que têm como objetivo a criação de planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou análogos aos da previdência social, através da contribuição de seus participantes. Essa lei trata do funcionamento das entidades e procura regulamentar possíveis intervenções da autoridade estatal competente, seja com fins de liquidação das instituições, ou de punição a responsáveis por atos irregulares.

As entidades de previdência aberta funcionam como administradoras de poupança de pessoas físicas: captam dinheiro do público interessado e oferecem, em contrapartida, planos de capitalização. São entidades organizadas como sociedades anônimas, podem objetivar lucro e distribuí-lo, em parte, a seus acionistas. A Constituição Federal de 1988 dispensa tratamento rigoroso às entidades abertas, com a justificativa de que estas captam pecúnia do público. Segundo o artigo 18 da Lei n 6435, para que o investimento seja assegurado, as entidades abertas não podem distribuir lucros ou quaisquer fundos correspondentes às reservas patrimoniais, desde que esta distribuição possa prejudicar os investimentos obrigatórios do capital e reserva.

Por outro lado, as entidades fechadas estão amparadas pela Seguridade Social, sendo seu funcionamento restrito a empresas e sujeito à fiscalização do Ministério da Previdência e Assistência Social. Estas instituições realizam investimentos com o objetivo de garantir o pagamento aos participantes de benefícios complementares aos da previdência social, não possuem fins lucrativos e são proibidas de distribuir os lucros de suas aplicações. Formam reservas técnicas mediante um processo ininterrupto de capitalização e da contribuição dos participantes, visando ao pagamento de benefícios conforme contratos previamente assinados.

Desde o ano de 1977, as normas que regem o setor vêm sofrendo constantes modificações. Sendo assim, é preciso agora destacar algumas das regras que normatizam as aplicações financeiras e os investimentos dessas entidades.

Inicialmente, a Resolução CMN n 460 de 1978, teve o grande mérito de delimitar a estrutura dos novos investimentos, o que levou as entidades de previdência privada a novos padrões nas suas aplicações. Antes dessa resolução, por não haver parâmetros para a diversificação dos ativos das carteiras dos fundos de pensão, observava-se uma espécie de inércia financeira, que levava os

administradores a um acentuado tradicionalismo em suas aplicações. Como a resolução passou a fixar percentuais mínimos de aplicações para ativos subutilizados pelos fundos, ocorreu então uma diversificação no portfólio dessas instituições, que começaram a utilizar novos instrumentos financeiros, como ações e debêntures.

Com o objetivo de não expor as instituições a riscos excessivos, havia clara intenção de evitar qualquer tipo de concentração no portfólio destas entidades. Sendo assim, buscava-se evitar a acumulação de títulos ou ações de uma mesma entidade através da limitação do teto de acumulação de títulos ou ações emitidas por uma mesma companhia ou estado da Federação.

Apesar da amplitude dessa resolução, a sua característica mais marcante é o fomento à diversificação das aplicações dos fundos. Isto leva a considerá-la como o primeiro dos três estágios legislativos básicos que devem ser seguidos na implantação de um sistema abrangente de previdência privada, a saber: primeiro, o fomento, mecanismo através do qual as entidades se profissionalizam e começam a atuar; segundo, o processo de limitação de investimentos, que visa reduzir a “euforia” que pode surgir da utilização de novos instrumentos; e, terceiro, a fiscalização do funcionamento e dos resultados operacionais das instituições.

Uma vez que a Resolução CVM n 460/78 havia rompido a estagnação precedente, ocorreu uma explosão no processo de diversificação das carteiras dos fundos previdenciários. Associado a isto, estava em curso um grande desenvolvimento dos mercados financeiros externos e internos, o que colocou à disposição dos fundos uma série de novos instrumentos financeiros, muitos dos quais capazes de expô-los a altos níveis de risco. Diante de tal contexto, surge a Resolução n 2109 de 1994, em que são estabelecidos apenas limites máximos de aplicações – e não mais limites mínimos. Além disso, a resolução lida com o fato de que os derivativos têm um grande poder de alavancagem das aplicações, isto é, podem gerar ganhos ou perdas relativamente elevados a partir de pequenas posições nos mercados. Por isso, a resolução limita drasticamente a proporção do valor total dos ativos que podem ser aplicados a descoberto nesses mercados, buscando, com isso, induzir os fundos de pensão a atuar nos mercados de derivativos com *hedgers* e não como especuladores.

Esta resolução, que à primeira vista pode parecer restritiva, foi o instrumento indutor de novas possibilidades de investimento. A partir de então, o que se observa é a ampliação do leque de aplicações institucionais das entidades de previdência privada.

A partir de outubro de 1996, foram consolidadas as normas que regulamentam as aplicações dos recursos dos fundos de pensão, passando a vigorar as determinações a seguir:

- redução do limite máximo dos empréstimos pessoais aos participantes de 7% para 3 % dos ativos;

- redução do limite máximo dos financiamentos habitacionais aos participantes de 10% para 7% dos ativos;
- redução das aplicações em imóveis de 20% para 15% dos ativos;
- redução na compra de terrenos de até 5% para o máximo de 2% dos ativos;
- aplicação em um único imóvel limitada ao máximo de 4% dos ativos;
- redução das aplicações em ações de uma única companhia de 25% para, no máximo, 20% do capital da mesma;
- redução das aplicações em quotas de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes de até 50% para, no máximo, 5%, sendo que essas aplicações não podem representar mais do que 20% do patrimônio líquido do fundo de investimentos;
- redução das aplicações em quotas de fundos de investimento imobiliário de até 50% do patrimônio líquido do fundo de investimento; e
- redução do limite máximo de empréstimos às patrocinadoras de 30% para 10% dos ativos.

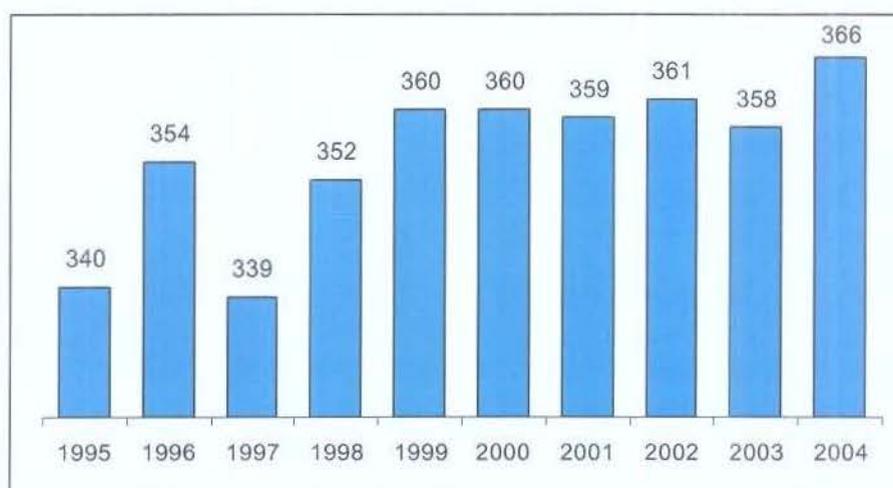
Segundo as autoridades do governo, as modificações teriam ocorrido para melhorar as normas, para que os administradores dos fundos operem com maior segurança e transparência. Empréstimos pessoais e financiamentos habitacionais são considerados mau negócio e desvio de objetivos.

Não é necessário avaliar se as percentagens máximas estabelecidas para cada tipo de aplicação são suficientes. O importante é a relutância da legislação em abandonar este estágio de regulação direta das aplicações e avançar para o patamar seguinte, que seria a fiscalização dos resultados de cada fundo em particular. Neste sentido, o futuro desenvolvimento dos fundos de pensão sugere uma legislação mais livre em termos de flexibilidade nas aplicações e, simultaneamente, mais rigorosa quanto à fiscalização da operação e dos resultados. Ademais, é preciso que esta mesma legislação seja orientada para estimular a profissionalização da gestão dos fundos de pensão, definindo critérios uniformes de aferição dos resultados, tornando-os comparáveis e incentivadores de administrações mais profissionais.

2.2 Evolução Financeira

É possível observar, principalmente a partir do início da década de 90, um considerável aumento da presença das entidades fechadas de previdência privada no mercado previdenciário brasileiro. O gráfico abaixo, que revela um crescimento de 7,7% (de 340 para 366 entidades) no número de entidades fechadas de previdência complementar no Brasil entre os anos de 1995 e 2004, coloca tal fato em evidência.

Gráfico 2.2: Evolução do Número de Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil 1995-2004

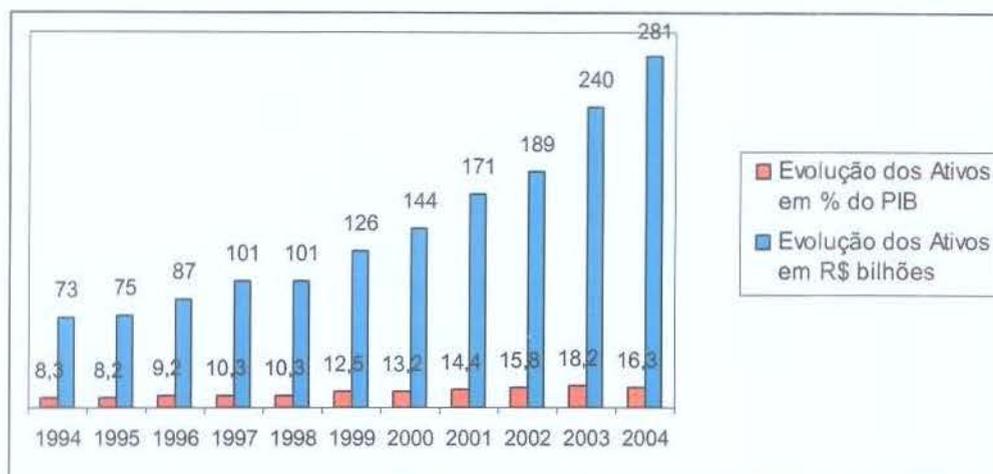


Fonte: Ministério da Previdência Social

Além da estabilização econômica – que permitiu aos agentes econômicos o alongamento de seu horizonte de planejamento -, tal processo de desenvolvimento pode ser atribuído a diversos fatores. No entanto, o forte estímulo por parte de medidas governamentais a favor da previdência complementar merece considerável destaque. Um dos exemplos destas medidas é a concessão, a partir de 1996, de incentivo fiscal, pela via da possibilidade de dedução das contribuições aos planos de previdência complementar até o limite de 12% da renda bruta anual declarada à Receita Federal para fins de tributação.

Outra evidência importante a ser considerada é a evolução dos ativos dessas entidades, que, entre os anos de 1994 e 2003, cresceram de forma consistente.

Gráfico 2.3: Evolução dos Ativos dos Fundos de Pensão no Brasil 1994-2004

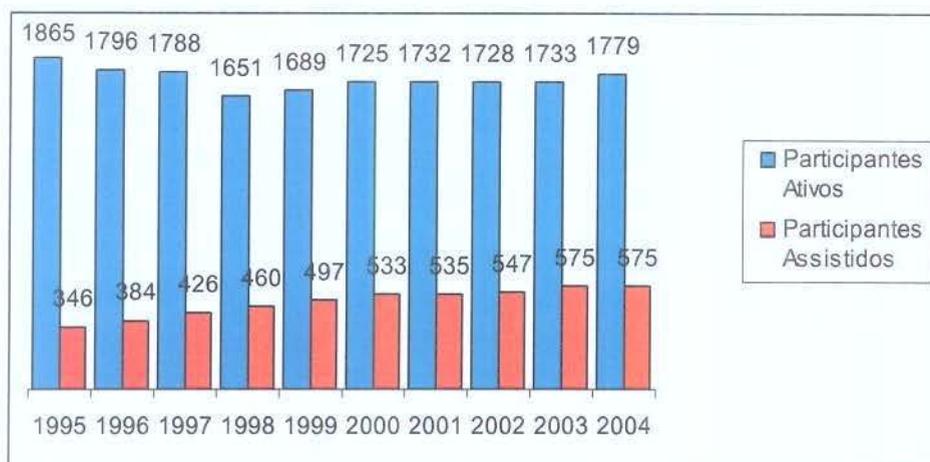


Fonte: ABRAPP

O montante dos ativos, que em 1994 era da ordem de R\$ 73 bilhões e representava 8,3% do PIB brasileiro, cresceu nada menos do que 285% até 2004, passando a um montante de R\$ 281 bilhões, o que equivale a 16,3 % do PIB.

Há dois importantes fatores que poderiam explicar o crescimento significativo dos ativos administrados por essas instituições: o número de filiados e suas respectivas contribuições mensais. No entanto, como sugere o gráfico abaixo, o número de participantes praticamente não se alterou entre os anos de 1995 e 2004, o que significa que o crescimento dos ativos neste mesmo período deve-se ao rendimento das aplicações e às mensalidades pagas pelos membros já filiados, e não ao aumento do número de participantes ativos.

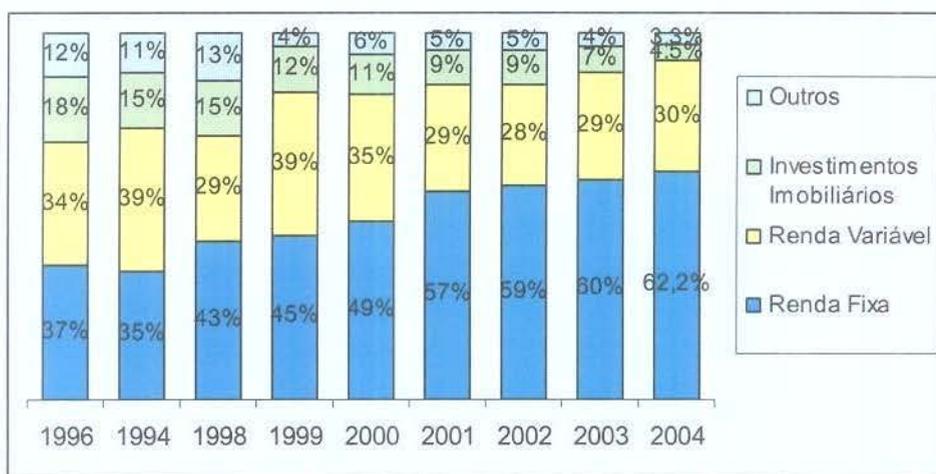
Gráfico 2.4: Evolução do Número de Participantes das EFPP 1995-2004



Fonte: Ministério da Previdência Social

É importante analisar ainda a evolução da carteira dos fundos de pensão brasileiros.

Gráfico 2.5: Evolução da Carteira dos Fundos de Pensão Brasileiros 1996-2004



Fonte: Ministério da Previdência Social

Enquanto as aplicações em renda fixa cresceram significativamente desde 1996, atingindo um total de 62% das aplicações em 2004, as aplicações em renda variável e em imóveis caíram respectivamente para 30% e 4,5%. Isso mostra que o sistema de previdência complementar no Brasil vem se tornando um importante mecanismo de captação de recursos e, principalmente, de valorização

de capitais na esfera financeira. Para tanto, tem se servido de uma forte retenção de títulos públicos, diante de uma situação em que o governo tem de se financiar no curto prazo, pagando elevadas taxas de juros.

2.3 A Importância dos Fundos de Pensão para a Economia Brasileira

Diante de toda a análise feita até aqui sobre o crescimento significativo da atuação dos fundos de pensão no Brasil, é preciso agora se voltar para os efeitos dos sistemas de previdência complementar sobre a economia brasileira.

O primeiro desses efeitos diz respeito à crise financeira acentuada por que passa o Sistema Previdenciário Público. A maior dispersão da atuação desses fundos e, respectivamente, o maior acesso da população a esse tipo de recurso, constituem uma boa saída para o efeito do aumento dos participantes inativos sob o sistema previdenciário público. No entanto, para isso é imprescindível que a população tenha possibilidade financeira de fazer parte de um plano de previdência complementar, o que só é possível com um cenário econômico estável, com crescimento e com baixa taxa de desemprego.

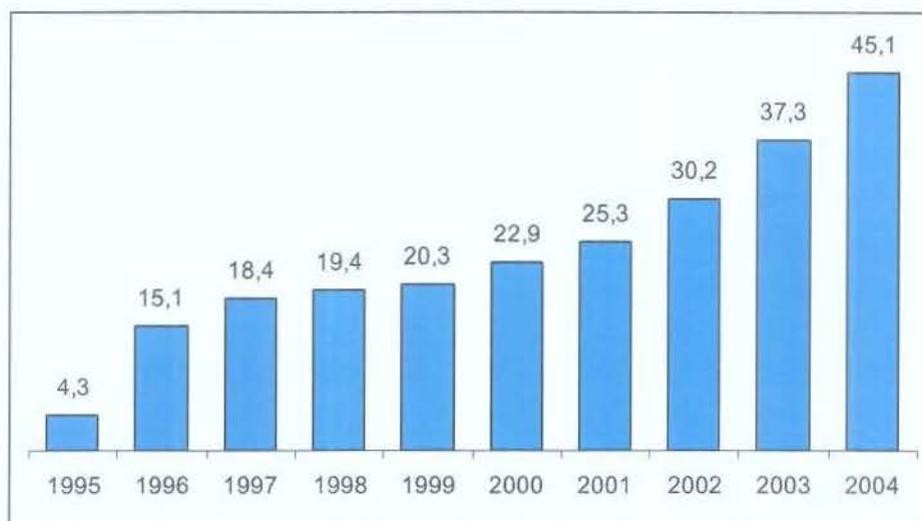
Um outro impacto está relacionado ao aprimoramento do sistema financeiro e do mercado de capitais. Por um lado, isto pode contribuir para uma melhor alocação de recursos; por outro lado, os objetivos de longo prazo próprios aos fundos de pensão criam uma demanda permanente por inovações financeiras e por melhores práticas de governança corporativa (ver Anexo I), estimulando a modernização do mercado de capitais.

No entanto, para que os recursos acumulados pelos fundos previdenciários sejam direcionados para ativos de longo prazo e para investimentos produtivos no país, é de suma importância o estabelecimento de formas de regulação que se contraponham à lógica de curto prazo dos mercados financeiros.

Capítulo 3: Seguradoras

As Companhias de Seguros são um dos Investidores Institucionais de maior dimensão, tendo apresentado um crescimento significativo durante os últimos anos. Para se ter uma idéia, o setor praticamente triplicou sua participação em relação ao PIB entre os anos de 1990 e 2004, crescendo a uma taxa de aproximadamente 25% ao ano (Susep). O gráfico abaixo, que mostra o crescimento do volume total de arrecadação do setor de seguros entre os anos de 1995 a 2004, ilustra isso.

Gráfico 3.1: Evolução do Volume Total de Arrecadação do Setor de Seguros Brasileiro 1995-2004



Fonte: Fenaseg – dados deflacionados em R\$ bilhões

O setor de seguros é bastante diversificado, atuando em diferentes tipos de áreas. Entre os tipos de seguros que cobrem as pessoas físicas e jurídicas estão: seguro de acidentes pessoais, seguro de automóveis, seguro de crédito à exportação, seguro garantia, seguro de obrigações contratuais, seguro de renda (ou previdência privada), seguro de roubo, seguro saúde, seguro de vida, entre muitos outros. Dentre esses nichos de mercado, os mais expressivos em termos de arrecadação e lucratividade são aqueles considerados tradicionais, isto é, o seguro de automóveis, de vida e de saúde.

As características mais relevantes desses investidores, em escala internacional, são:

- possuem um enquadramento legal próprio, com restrições quanto à aplicação de seus ativos financeiros;

- oferecem produtos de natureza semelhante aos dos Fundos de Pensão (ramo vida) com as contribuições do indivíduo valorizadas segundo capitalização de mercado e correspondentes a um benefício financeiro no período posterior à vida ativa;
- oferecem os seus serviços como gestores dos Fundos de Pensão em diversos países (como Japão, Suíça, Noruega, Dinamarca);
- a maioria dos ativos financeiros geridos pelas Seguradoras tem como origem os EUA e o Japão.

Observa-se que o mercado de seguros brasileiro é bastante oligopolizado, sendo que cerca de 58% das operações estão nas mãos das cinco maiores seguradoras (três delas ligadas a conglomerados financeiros). Percebe-se ainda que há uma forte tendência de preponderância de seguradoras de conglomerados bancários: entre as vinte mais rentáveis, uma grande parte está ligada aos bancos (Susep). Ademais, a abertura também atingiu o setor, o que permitiu a elevação da participação de seguradoras estrangeiras. (FENASEG, 2004)

Visto então a considerável dimensão do setor e o seu potencial de expansão, pode-se afirmar que as Companhias de Seguro, assim como os Fundos de Pensão (e mesmo que em menor escala), também podem funcionar como um eficiente mecanismo de alocação de recursos em investimentos produtivos. Na realidade, as reservas do seguro de vida e previdência privada ficariam com esta função. Para isso, as mudanças no mercado, no sentido de oferecer uma maior diversidade de produtos e serviços por parte das seguradoras, principalmente nas áreas de seguro de vida e de planos de previdência, devem ter como origem a estabilidade macroeconômica e a abertura do mercado local. Somado a isso, esses ramos ganham importância com a fragilidade do sistema público de previdência social (INSS) e também com a proposta do governo federal em realizar ampla reforma no marco regulatório da previdência complementar.

No entanto, este setor também não está livre de entraves a sua expansão e, conseqüentemente, ao seu estabelecimento como entidade indutora de investimento produtivo. Além da necessidade de um mercado de capitais forte e bem organizado para sua gerência, é preciso lidar com um dos piores índices de distribuição de renda mundiais, o que diminui muito sua capacidade de captação de recursos.

Diante disso, e para melhor analisar o setor de seguros no Brasil, os itens seguintes tratarão da legislação do setor, da evolução financeira, da importância do mercado segurador para a economia brasileira e da participação do capital estrangeiro neste segmento.

3.1 Evolução da Legislação (As informações desta seção foram baseadas em FENASEG, 2004).

A normatização e a fiscalização do setor de Seguros brasileiro são de responsabilidade do Governo Federal. Nos termos do que dispõem o Decreto-lei n 73, de 21 de novembro de 1966, articula-se o Sistema Nacional de Seguros Privados, composto pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), Instituto de Resseguros do Brasil (IRB-Brasil Re) e sociedades autorizadas a operar em Seguros Privados e Capitalização, Entidades Abertas de Previdência Complementar e Corretoras de Seguros habilitados.

O funcionamento do mercado de seguros está inserido nesta complexa estrutura regulamentar e institucional, que é relacionada a três ministérios. Os segmentos de seguros, capitalização e previdência complementar aberta estão imediatamente subordinados ao CNSP e à SUSEP, que estão, por sua vez, vinculados ao Ministério da Fazenda. Já o segmento de previdência complementar fechada está subordinado à estrutura formada pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar e pela Secretaria de Previdência Complementar, que se vinculam ao Ministério da Previdência Social.

Com a Lei n 9.656/98, foi estabelecido que as seguradoras que atuam no ramo de Seguro Saúde se transformassem em seguradoras especializadas, passando a estar subordinadas a uma nova estrutura da regulação e fiscalização vinculada ao Ministério da Saúde, junto as demais modalidades de operadoras de planos de saúde privados.

O CNSP, cuja organização e funcionamento são definidos pelo Decreto-lei n 10.190, é integrado pelo Ministro de Estado da Fazenda, Superintendente da SUSEP e representantes do Ministério da Justiça, Ministério da Previdência e Assistência Social, Banco Central do Brasil e CVM. As principais responsabilidades deste Conselho são:

- estabelecer as normas e as diretrizes da política de seguros privados e resseguros;
- prescrever os critérios de formação das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Complementar Aberta e Resseguradoras, com o estabelecimento de limites legais e técnicos das respectivas operações;
- determinar as características gerais dos contratos de seguro, previdência complementar aberta, capitalização e resseguro.

A SUSEP, por sua vez, é entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda. Foi criada pelo Decreto-lei n 73/66, tem sede e foro no Rio de Janeiro e jurisdição em todo o território nacional. Suas funções mais importantes são:

- fiscalizar a constituição, a organização, o funcionamento e a operação das Sociedades Seguradoras, de Capitalização e Entidades Abertas de Previdência Complementar, na qualidade de executora da política traçada pelo CNSP;
- atuar com o objetivo de proteger a captação de poupança popular que se efetue através das operações de seguro, previdência complementar aberta e de capitalização;
- zelar pela defesa dos interesses dos consumidores dos mercados supervisionados;
- zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado;
- disciplinar e acompanhar os investimentos daquelas entidades, em particular os efetuados em bens garantidores de provisões técnicas;
- cumprir e fazer cumprir as deliberações do CNSP e exercer as atividades por este delegadas.

Um outro órgão importante de ser mencionado é o Conselho Nacional de Saúde complementar – CONSU. Criado pela Lei n 4.044, de 6 de dezembro de 2001, é órgão colegiado integrante da estrutura regimental do Ministério da Saúde. O CONSU tem competência para realizar as seguintes atividades:

- aprovar o contrato de gestão da Agência Nacional de Saúde Suplementar – ASN -, supervisionar e acompanhar sua ações e funcionamento;
- deliberar sobre a criação de câmaras técnicas, de caráter consultivo, de forma a subsidiar as decisões;
- estabelecer diretrizes gerais para a constituição, organização, funcionamento e fiscalização das empresas operadoras de planos privados de saúde;
- estabelecer e supervisionar a execução de políticas e diretrizes gerais do setor de saúde suplementar.

Por fim, a Agência Nacional de Saúde Suplementar, criada pela Lei n 9.961, de 28 de janeiro de 2000, é autarquia especial, vinculada ao Ministério da Saúde, e tem como missão promover a defesa do interesse público na assistência suplementar à saúde, regulando as operadoras setoriais, inclusive no que diz respeito as suas relações com prestadores e consumidores.

Assim sendo, ficam claras a extensão e a complexidade da intervenção estatal no setor de seguros brasileiro. Além disso, fica evidente a existência de uma estrutura de regulação que peca pela dispersão e pouca clareza de atribuições, com organismos operando em diferentes ministérios, o que inviabiliza as próprias iniciativas do governo para o desenvolvimento e fortalecimento do setor. Sendo assim, torna-se necessário preparar este mercado para o crescimento através do estabelecimento de uma

forma normativa que seja capaz de eliminar as modificações constantes nas regras colocadas às empresas, e que promova a simplificação das políticas de regulação e fiscalização.

Segundo o 2º Plano Setorial da Indústria do Seguro, as principais ações nesse sentido deveriam ser as seguintes:

- atuar junto ao governo e às instituições públicas e privadas, no sentido da reorganização institucional do Mercado Segurador, da unificação e do fortalecimento da estrutura da regulação e da fiscalização do sistema nacional de seguros privados;
- firmar junto ao Estado a necessidade de que os órgãos reguladores e fiscalizadores sejam vinculados ao Ministério da Fazenda, enquanto diretamente envolvido com assuntos e problemas relacionados à ordem econômica e financeira, como, por exemplo, a captação e formas de aplicação de recursos de poupança popular e, mais especificamente, incumbido de cumprir e de supervisionar a execução das políticas destinadas a promover o desenvolvimento equilibrado e sustentado do país;
- estabelecer ou aprimorar mecanismos legais e regulamentares que insiram no âmbito do CNSP e da SUSEP a competência originária e exclusiva para regular e fiscalizar toda atividade que possa ser caracterizada como seguro;
- transferir para a SUSEP os poderes regulamentares e de fiscalização das operações de resseguro, co-seguro e retrocessão que ainda permanecem na alçada do IRB-Brasil RE;
- promover a redefinição institucional e regulamentar do atual modelo de mercado de resseguros no Brasil;
- propugnar pelo fortalecimento da SUSEP. Para a modernização institucional do mercado, é importante, sobretudo, que a SUSEP seja fortalecida pela convergência dos poderes em todas as atividades de seguros, incluindo o Seguro Saúde, a Previdência Complementar Aberta, a Capitalização e os Resseguros;
- evidenciar, junto ao governo, a necessidade e vantagem de que o Estado limite sua atuação produtiva àquelas atividades ou segmentos em que a iniciativa privada não tenha interesse concorrente, ou não apresente vantagem comparativa em relação à atividade pública;
- enfatizar a necessidade de uma política oficial de desregulamentação e simplificação do sistema, mediante o aumento da liberdade dos agentes de produção e comercialização, com a observância irrestrita, porém, da responsabilidade e dos requisitos de solvência;
- reivindicar a inclusão da participação do setor privado, Fenaseg e Fenacor no CNSP;
- estabilidade normativa, que ponha fim às modificações constantes nas regras impostas às empresas, e que promova a simplificação das políticas de regulação e fiscalização. Recomendável,

portanto, que na edição das leis complementares sejam incluídas no texto salvaguardas impeditivas de que tal matéria seja alterada por Medida Provisória.

3.2 Evolução Financeira

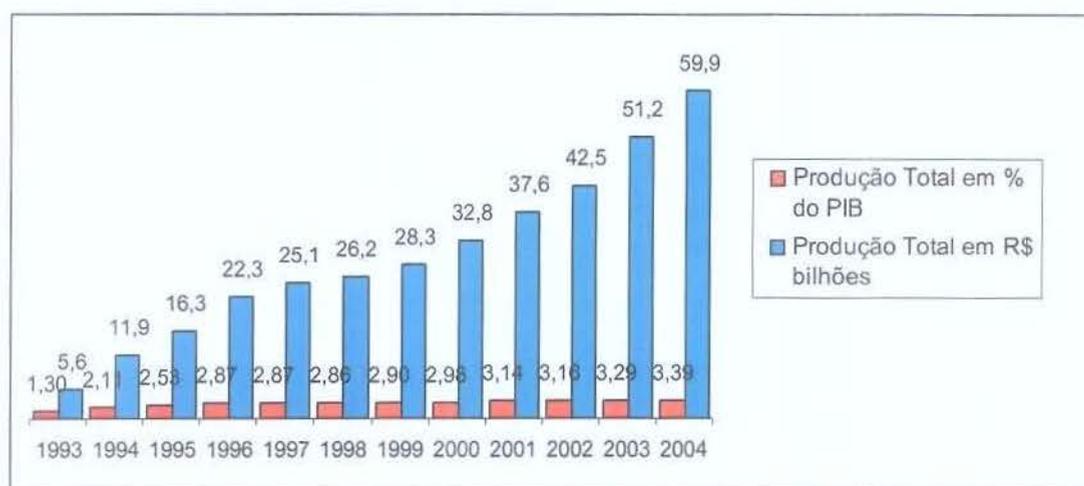
Para se fazer uma análise da evolução financeira do Setor de Seguros no Brasil é preciso considerar, em primeiro lugar, os impactos significativos que a estabilização econômica proporcionada pelo Plano Real causou no setor.

Como se sabe, a implantação do Plano Real em julho de 1994 levou à queda relevante do nível de preços da economia e, conseqüentemente, ao controle rigoroso do processo de aceleração inflacionária. Com isso, os preços passaram a variar basicamente em razão da oferta e da procura, o consumo aumenta consideravelmente e entram novos capitais no Brasil.

Diante então de um contexto de relativa estabilidade monetária, o setor de seguros observa, em 1994, o melhor desempenho já registrado em toda a história de sua atividade. O volume de prêmios totais, que em 1992 tinha chegado a US\$ 6 bilhões e caíra em 1993 para US\$ 5,6 bilhões, salta para US\$11,9 bilhões, e a participação no PIB, até então estagnada em torno de 1%, finalmente chega à proximidade de 2%.

A partir de então, o mercado segurador (que inclui os mercados de seguro, capitalização e previdência privada) dá início a uma trajetória de crescimento, passando a operar em um novo patamar na relação da produção de prêmios/PIB, que passa a ser da ordem de 3%.

Gráfico 3.2: Evolução da produção do Mercado Segurador em R\$ bilhões e em relação ao PIB brasileiro 1993-2004



Fonte: Fenaseg - 2005

Mercado Segurador

Ao final do ano de 2003, atuavam no mercado segurador brasileiro 133 empresas no setor de seguros, 15 na comercialização de títulos de capitalização, 69 na oferta de planos de previdência complementar aberta e 65.160 corretores de seguros habilitados². Em 2004, o mercado segurador foi responsável pela movimentação de 3,39% do PIB, apresentando produção global de prêmios e contribuições de R\$ 59.824 bilhões.

Conforme mostra a tabela abaixo, o montante da produção deste mercado em 2004 (que é representado pela arrecadação do setor), que apresentou um crescimento de aproximadamente 17% em relação a 2003, confirma a tendência de crescimento consistente nos três segmentos.

² Dados Fenaseg - 2004

Tabela 3.1: Arrecadação do Mercado Segurador Brasileiro 1995-2004

Segmento	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Seguro	15.171,24	18.394,79	19.398,06	20.286,96	22.992,93	25.341,25	30.148,77	37.326,89	45.100,
Capitalização	5.736,39	4.420,77	3.553,99	4.090,17	4.391,49	4.789,56	5.217,20	6.022,56	6.601,7
Previdência Complementar	1.447,10	2.212,65	3.228,69	3.897,60	5.378,33	7.525,03	7.147,17	7.812,00	8.121,3
Total	22.354,73	25.028,21	26.180,74	28.274,73	32.762,75	37.655,84	42.513,14	51.161,45	59.824,

Fonte: Fenaseg, dados s em R\$ milhões

Em confirmação ao bom desempenho do setor, pode-se verificar ainda o crescimento do volume de recursos acumulados em provisões, reservas técnicas e fundos, que saltou de um total de R\$ 11,6 bilhões em 1996 para R\$ 86,8 bilhões em 2004, ou seja, uma taxa de crescimento de 645%.

Tabela 3.2: Provisões Técnicas para o Mercado Segurador Brasileiro 1995-2004

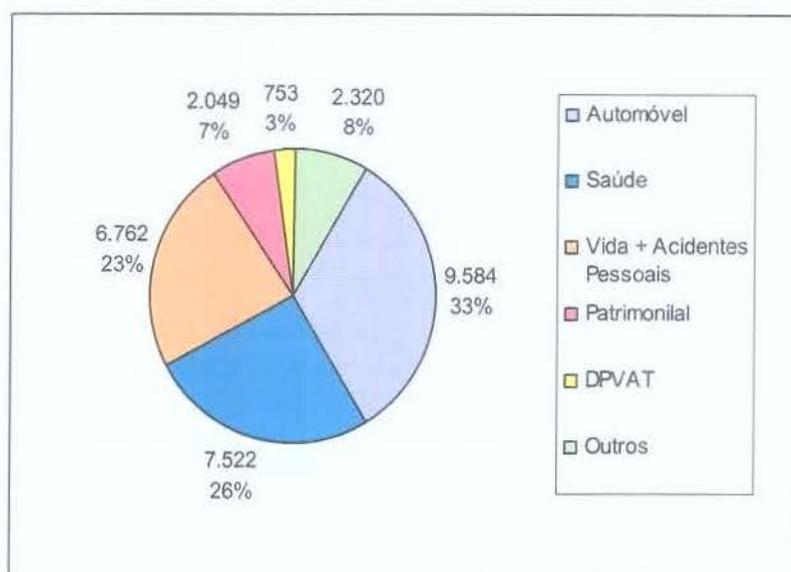
Segmento	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Seguro	5.124,24	6.321,78	7.294,71	8.789,89	10.569,24	10.194,15	14.443,49	23.184,30	35.099,
Capitalização	3.342,56	3.700,60	4.087,05	4.579,04	5.534,62	6.315,39	7.202,96	8.223,08	9.143,5
Previdência Complementar	3.189,77	4.616,41	6.769,00	9.917,37	13.665,45	20.782,83	26.754,33	34.665,47	42.589,
Total	11.656,57	14.638,79	18.150,76	23.286,30	29.769,31	37.292,37	48.400,78	66.072,85	86.832,

Fonte: Fenaseg, dados em R\$ milhões

3.3 A Importância do Mercado para a Atividade Produtiva do País

A partir das informações consolidadas sobre o Balanço Social do Mercado Segurador do ano de 2004, é possível observar que o valor total da riqueza segurada pelo setor, isto é, o total de responsabilidades assumidas pelo mercado em 2004 foi de cerca de R\$ 29 bilhões, sendo que o segmento de pessoas (vida + acidentes pessoais + saúde) é responsável por 49% deste valor e a cobertura de bens patrimoniais (patrimonial + automóvel) participa com 40% deste montante. Esses números reforçam a idéia de que o mercado segurador possui grande potencial para se tornar um eficiente instrumento de alocação de capital em investimentos de longo prazo.

Gráfico 3.3: Total da Riqueza Segurada em 2004



Fonte: Fenaseg, dados em R\$ milhões

3.4 Participação do Capital Estrangeiro no Setor de Seguros Brasileiro

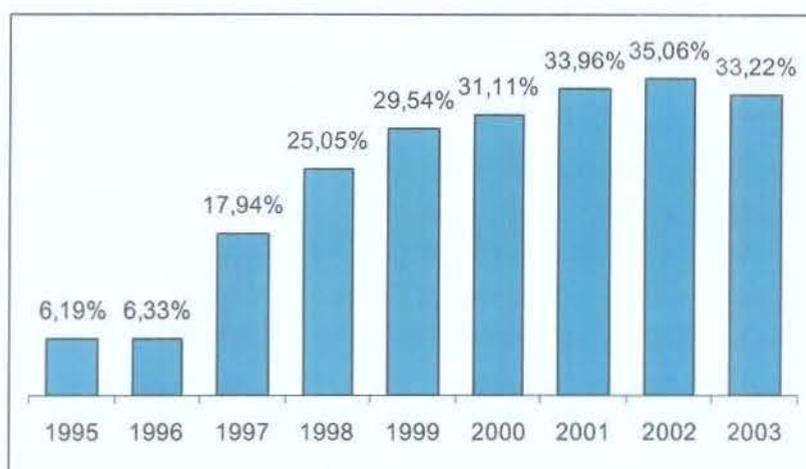
Até o ano de 1995, a participação do capital estrangeiro no setor de seguros brasileiro era limitada. Isto porque os elevados índices de inflação observados durante longos períodos e as incertezas causadas pelas políticas adotadas afugentavam os investidores externos. Além disso, a necessidade de autorização do Presidente da República para o ingresso de capital estrangeiro em uma empresa de seguros e as restrições impostas à participação acionária se colocavam como barreiras bastante elevadas para a entrada do capital estrangeiro no setor.

A partir de 1996, que ocorre um impulso maior à entrada de empresas estrangeiras no setor, uma vez que são eliminadas algumas restrições relativas à participação das mesmas. As principais medidas utilizadas para se atingir tal objetivo foram: tornar inaplicável, para as empresas de seguro, a restrição constitucional ao ingresso do capital estrangeiro nas instituições financeiras; revogar os normativos que limitavam a participação acionária do capital estrangeiro nas empresas de seguro; e declarar a inexistência de norma jurídica que faça distinção da origem do capital que detenha o controle das empresas de seguro.

A adoção dessas medidas leva à quebra de inúmeras barreiras, causando impactos significativos já no ano de 1997, com a ocorrência de movimentações institucionais e inúmeros processos de fusões

de seguradoras brasileiras e estrangeiras. A partir do gráfico abaixo, é possível visualizar que todo esse processo resultou em crescente presença do capital estrangeiro no setor segurador, a qual passou de 6,19% em 1995 para 33% em 2003.

Gráfico 3.4: Evolução da Participação do Capital Estrangeiro no Prêmio Total do Mercado de Seguros (1995-2003)



Fonte: Fenaseg

O Brasil é o maior mercado consumidor da América Latina e, graças fundamentalmente à estabilidade monetária e ao crescente processo de globalização da economia, passou a atrair o capital internacional, principalmente para alguns setores em particular. O setor de seguros acabou, então, por refletir essa mudança de cenário, em que a participação do capital estrangeiro ganha maior destaque.

Capítulo 4 – Conclusões e Análise Crítica

Este capítulo final tem por objetivo evidenciar as principais conclusões que podem ser tiradas do trabalho desenvolvido até aqui e, com isso, possibilitar a realização de uma análise crítica de tais conclusões.

Para que isso fosse possível, o capítulo encontra-se subdividido em três seções, que fazem referência aos três capítulos anteriores. Sendo assim, a primeira seção trata do Mercado de Capitais Brasileiro, a segunda traz as conclusões e análises referentes à participação dos Fundos de Pensão neste mercado e a terceira parte analisa a participação das Seguradoras.

4.1 Conclusões e Análises em relação ao Mercado de Capitais

As profundas transformações trazidas pelo processo de globalização da economia em âmbitos mundiais acaba por impor às empresas a necessidade de uma grande elevação de sua produtividade e de sua capacidade de competição, o que leva a uma mudança nas condições de oferta e de demanda por produtos financeiros. Com isso, a existência de novas bases de capitais se torna extremamente importante para a sobrevivência e para o bom desempenho das empresas nos mercados.

A abertura coloca as empresas diante de um universo muito mais competitivo, no qual as necessidades de investimento são muito maiores. Além disso, a estabilização e a retomada do crescimento da economia também contribuem para a expansão das empresas que, com a diminuição dos velhos mecanismos de financiamento, ficam mais receptíveis à abertura de capital.

Recorrendo e precisando cada vez mais do mercado de capitais, algumas empresas começam a deixar o preconceito de lado e modificam sua mentalidade e postura. Isso é particularmente verdadeiro nos períodos em que as Bolsas de Valores seguem uma tendência altista, já que somente assim as empresas se sentirão estimuladas a emitir ações pelas quais conseguirão um preço elevado (ou "justo" em sua ótica). Nesse sentido, com o novo contexto caba por surgir também um novo tipo de empresa, que já nasce olhando para o mercado de capitais como uma das suas melhores alternativas de financiamento.

No entanto, as mudanças acima descritas não são suficientes para garantir o desenvolvimento de um sólido mercado de capitais no Brasil. São claros os obstáculos ainda existentes, e que não podem ser solucionados no curto prazo, como: a estrutura tributária brasileira, que não incentiva operações com renda variável, além de onerá-las; as restrições que a CVM tem, como órgão público, para contratar e pagar bem funcionários capazes de agilizar e reforçar o controle do mercado de capitais; e o

estoque de ações preferenciais existentes que deverão perdurar mesmo com as mudanças trazidas na lei das SA's (ver ANEXO II).

Apesar dessas restrições, ainda é possível a realização de um conjunto de medidas que favoreça o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Essas medidas, que serão descritas abaixo e que foram sugeridas em um estudo publicado pela BOVESPA (MB ASSOCIADOS 2000), envolvem a participação ativa, isolada ou em conjunto, dos seguintes atores do mercado: 1) BOVESPA, 2) CVM, 3) BNDES e BNDESPAR, 4) Fundos de Investimento e 5) Diversos Órgãos Governamentais.

O Papel da BOVESPA

Para que a atuação da Bolsa de Valores brasileira no sentido de fortalecer o mercado de capitais cresça de forma significativa, é preciso, antes de mais nada, abandonar a idéia de que o processo de globalização pode levar à exportação de nosso mercado de capitais, com o conseqüente fim do mercado acionário brasileiro. As decisões de abrir capital no Brasil e lá fora, ao mesmo tempo, com o lançamento de ações no mercado nacional e de ADR's no mercado externo, não são decisões excludentes. Na verdade, os ADR's acabam produzindo um efeito positivo, pois forçam as empresas a terem uma contabilidade mais transparente.

Além disso, muitas empresas dificilmente terão acesso ao mercado internacional devido ao seu porte e/ou perfil. Nesse sentido, pode-se dizer que serão principalmente as empresas de médio porte que trarão mais "corpo" para a Bolsa de Valores brasileira.

Sendo assim, mais importantes propostas de atuação para a Bovespa são:

- intensa atuação junto ao público em geral para prestar esclarecimentos sobre o papel de uma bolsa de valores no financiamento da economia. Isto poderia ser feito através de campanhas institucionais e poderia contar com a participação de corretoras e outras instituições;
- maior esforço e trabalho para a formação e desenvolvimento de alianças nacionais, regionais e internacionais. O tamanho atual do mercado brasileiro e a concorrência de bolsas internacionais não justificam a existência de mais de uma bolsa no Brasil. Sendo assim, os esforços, como os realizados para a incorporação da Bolsa do Rio de Janeiro, devem ser ampliados e as parcerias realizadas o mais rápido possível;
- forte atuação no sentido de reduzir os custos de transação;
- realização de um trabalho intenso de identificação e assistência às empresas que tenham interesse em abrir capital;

- atuação conjunta com os Bancos de Investimento, não só prospectando empresas como cobrando um maior compromisso com o que eles avalizam;
- desenvolvimento de novos produtos e avanços na padronização e rating dos papéis;
- apoio aos administradores independentes que são fundamentais para viabilizar maior cobrança de governança;
- apoiar a formação de câmaras arbitrais, que são alternativas mais rápidas e eficientes para diminuir eventuais conflitos dada a morosidade da justiça atual e a impossibilidade de se criar uma justiça especializada;
- criação de um mercado específico ou de uma seção dentro da Bovespa para auxiliar os investidores minoritários, que fosse regulado por contratos privado entre a Bolsa e as empresas listadas, o que dispensaria mudanças legislativas e, portanto, diminuiria a necessidade de atuação do governo.

O Papel do Governo

É de grande importância que o Governo assuma e coloque em prática a percepção de que o desenvolvimento do mercado de capitais tem papel decisivo para a retomada do crescimento econômico de forma sustentável. É preciso um comprometimento mais amplo por parte das diferentes instituições governamentais, de forma que visões divergentes não entrem em conflito, emperrando as possibilidades existentes para a realização de um maior desenvolvimento do mercado de capitais.

Além da Reforma Tributária e da mudança na Lei das Sociedades Anônimas, outras medidas podem e devem ser tomadas por parte do Governo. São elas:

- introdução da obrigatoriedade de publicação de balanço a partir de um determinado tamanho de empresa. Isto traria maior isonomia entre as empresas abertas e fechadas;
- fim da obrigatoriedade de publicação dos balanços na imprensa oficial a custos muito elevados, o que retiraria uma desvantagem das empresas abertas. Os balanços poderiam passar a ser publicados em um site aberto e gratuito;
- mudança na apresentação dos demonstrativos, que passariam a seguir as normas contábeis internacionais.

O Papel da CVM

A importância da atuação de um órgão regulador do mercado de capitais é indiscutível. Apesar de a CVM estar se aperfeiçoando no papel de guardião do mercado de capitais, uma atuação pública mais ativa é essencial para o fortalecimento de sua imagem.

Sendo assim, é de grande importância a sua transformação de autarquia em agência de controle, a fim de lhe assegurar melhores condições de atuação em situações que necessitem de julgamentos ou de propostas de medidas judiciais. Além disso, estando presa às regras atuais, a CVM não consegue desempenhar suas funções na velocidade e competência necessárias.

O Papel dos Fundos

Como se sabe, a previdência privada, as empresas de seguro e as de capitalização caracterizam-se como investidores institucionais que, com a utilização de ativos como garantias para as provisões técnicas que lastreiam suas operações, contribuem decisivamente para a formação da poupança interna do país. Além deles, o estabelecimento contínuo de fundos fechados de investimento também terão um papel relevante na demanda por produtos financeiros.

No entanto, o mais importante é que estes novos participantes, através da atuação de seus administradores, forçaram a governança corporativa, o que expandirá a cultura de governança e, conseqüentemente, ampliará recursos de longo prazo e gerará liquidez tanto para as empresas que já tenham capital aberto quanto para as que têm interesse em abrir.

O Papel do BNDES e BNDESPAR

Mesmo sabendo da grande importância dessas instituições no fornecimento de recursos para o financiamento de longo prazo dos principais investimentos brasileiros, não se pode deixar de dizer que elas se colocam como uma alternativa atraente em relação ao mercado de capitais.

No entanto, isso não significa que BNDES e o BNDESPAR devem diminuir sua atuação. Pelo contrário, suas contribuições podem ser decisivas na medida em que obrigarem as empresas a ter mínimas condições de governança para a obtenção de novos créditos.

Em suma, o que se tem tentado mostrar ao longo deste trabalho é que o mercado de capitais brasileiro possui grande potencial para se transformar em um poderoso indutor e facilitador do crescimento e do desenvolvimento econômico. Isso significa que muitos setores podem e devem ser impulsionados por um mercado de capitais mais amplo, competitivo, sólido e de acesso mais fácil.

É fato que existem diversos obstáculos que impedem o mercado de capitais de exercer seu importante papel no processo de desenvolvimento econômico. Transpor essas barreiras não é fácil, uma vez que elas dependem, em grande medida, de reformas complexas (como as Reformas Tributária e da Previdência) e de mudanças culturais (como no Judiciário), que levam muito tempo para serem concretizadas e cujos efeitos são distribuídos lentamente.

No entanto, como se pôde perceber, o Brasil está avançado bastante em direção desse novo contexto. Isso fica bastante claro quando se observa a busca crescente de uma maior “sofisticação” das bolsas e a extraordinária evolução da participação dos investidores institucionais no mercado (idéia defendida ao longo dos capítulos 2 e 3 e que será reforçada mais adiante).

Por fim, o que não se pode perder de vista é a necessidade de um maior comprometimento, tanto do Governo quanto das empresas, em assumir definitivamente e trabalhar a idéia de que o mercado de capitais é peça chave do processo de desenvolvimento econômico. E, nesse sentido, ações como o fortalecimento da transparência do mercado (com o aperfeiçoamento da estrutura regulatória), a equalização dos custos tributários entre os mercados nacional e internacional e o desenvolvimento de campanhas institucionais que visem estabelecer e difundir uma mentalidade empresarial em prol da abertura de capital, não devem, de maneira alguma, deixarem de ser realizadas, pois esses são os passos determinantes para o estabelecimento de um mercado de capitais nos moldes em que o Brasil precisa para se desenvolver.

4.2 Conclusões e Análises em relação aos Fundos de Pensão

Segundo dados da ABRAPP³, de um patrimônio de cerca de US\$ 69 bilhões, registrado no final do ano de 1996, os Fundos de Pensão brasileiros poderão aumentá-lo para um montante de US\$ 200 bilhões até o final desse ano. Somente em novos recursos das contribuições das empresas patrocinadoras e dos participantes, os fundos adicionam à economia aproximadamente US\$ 3 bilhões anuais. Isso significa que a participação de seus ativos no PIB pode ultrapassar 20% no final de 2005.

Por um lado, a variação dos ativos depende não somente da entrada de novos recursos, isto é, do aumento do volume da contribuição, mas também do rendimento das aplicações, que são distribuídas entre renda fixa e variável, como já mostrado. Nesse sentido, as principais aplicações dos Fundos são em ações, em fundos de investimento, em imóveis, em depósitos a prazo e títulos públicos.

Por outro lado, os ativos dos fundos de pensão variam inversamente com o teto de aposentadoria da previdência social e com a participação do emprego formal no emprego total. Isso quer dizer que quanto menor for o teto da aposentadoria, maior será o número de pessoas que procurarão uma forma de previdência complementar; e quanto menor a taxa de emprego informal, mais empregados buscarão um tipo de complementação. Disso, pode-se concluir que a reforma da previdência e a redução dos encargos sociais sobre a folha de pagamentos terão impacto positivo sobre o patrimônio dos fundos e, conseqüentemente, sobre a poupança que eles formam.

³ Revista ABRAPP. Maio, 1996.

No entanto, é certo que existem desafios a serem superados para que os Fundos de Pensão possam contribuir efetivamente com o processo de desenvolvimento econômico do país. É preciso, antes de qualquer coisa, modernizar o mercado de capitais, a fim de oferecer a esses fundos maiores, melhores e mais seguras opções de investimento. Isso poderia ocorrer através de uma maior abertura de capital por parte das empresas e da presença de fortes investidores institucionais no mercado. Atualmente, o que se observa é a existência de fatores que limitam muito as oportunidades de negócios como uma marcante presença de empresas estatais nas bolsas de valores brasileiras, a alta concentração do mercado em um pequeno grupo de grandes empresas e a falta de liquidez das ações de pequenas e médias empresas.

Além disso, é fundamental o estabelecimento de uma administração extremamente profissional dos fundos e de uma legislação mais flexível em relação às aplicações e mais rigorosa quanto à fiscalização das operações por eles realizadas.

4.3 Conclusões e Análises em relação às Seguradoras

A principal conclusão que se pode tirar em relação à participação das Seguradoras no mercado de capital brasileiro é que o mercado de seguros brasileiro tem bastante espaço para crescer.

Por um lado, em termos mundiais, a participação relativa do Brasil no mercado segurador deixa muito a desejar se comparada à importância da economia brasileira. Em 2002, apesar de ser a décima terceira economia do mundo, o setor de seguros brasileiro ocupava o vigésimo segundo lugar no ranking mundial da produção de seguros, cuja hegemonia era dos EUA e Japão. Além disso, enquanto em outros países a participação da atividade seguradora em relação ao PIB é de 8%, no Brasil essa participação vem se mantendo ao redor dos 3%.

No entanto, por outro lado, a produção global do setor, que em 1995 era de R\$ 16 bilhões, passou para R\$ 60 bilhões em 2004, o que representa um crescimento de nada menos do que 275%. Esse dado, portanto, concretiza a idéia de que realmente existe espaço para que este setor cresça no país.

É certo que, para que isso aconteça, um conjunto de mudanças importantes precisa ocorrer. O primeiro deles é o estabelecimento de um ciclo virtuoso de crescimento e de desenvolvimento da economia, que seja resultado de modificações estruturais nos quadros normativos e institucionais, da implementação de reformas de natureza fiscal e previdenciária, da manutenção da estabilidade monetária e da redução das taxas de juros. Isso porque diante de um ambiente como este, os indivíduos buscam proteger seu patrimônio e há um movimento geral de organização de investimentos: as famílias passam a poupar mais, pensam mais no seu bem estar futuro e, com isso, geram maior poupança de

longo prazo. Além disso, um cenário como esse traria maiores chances de ocorrer uma queda significativa nas taxas de desemprego e subemprego e uma melhor distribuição de renda, o que afetaria imensamente tanto o mercado segurador brasileiro, quanto os fundos de pensão.

Um outro conjunto de mudanças diz respeito à implementação de medidas que tratem de uma maior e melhor regulação do setor. Isso quer dizer que o mercado de seguros brasileiro necessita de uma regulação menos dispersa e mais clara em relação às atribuições de responsabilidades e ações aos diversos órgãos que o administram. E, é claro, que é preciso também o estabelecimento de um mercado de capitais bem estruturado, transparente e diversificado, capaz de atender as necessidades do setor.

Em suma, o que a presente monografia buscou mostrar é o quanto é necessário e urgente para o desenvolvimento da economia brasileira o estabelecimento de um Mercado de Capitais forte e muito bem estruturado, que terá como grandes agentes de transformação e de participação nesse processo os Investidores Institucionais, principalmente os Fundos de Pensão e as Companhias Seguradoras.

No entanto, não se pode deixar de dizer que não basta apenas a existência de um mercado de capitais com excelentes instrumentos regulatórios, com total transparência e segurança e com perfil de longo prazo.

É de extrema necessidade que o Brasil apresente um ambiente macroeconômico estável e favorável, com baixas taxas de juros e de inflação, com elevada taxa de crescimento econômico e baixa taxa de desemprego e que sua dependência em relação aos mercados e políticas internacionais diminua significativamente.

Somente assim haverá tanto um mercado de capitais solidificado e capaz de oferecer oportunidades para o investimento produtivo, quanto existirá constante demanda pelos recursos oferecidos por esse mercado.

Assim, então, os Fundos de Pensão e as Seguradoras poderão, de fato, potencializar sua participação no mercado de capitais brasileiro.

Referências Bibliográficas

- ABAMEC & IBMEC (maio/2005). *Plano Diretor do Mercado de Capitais*.
- ABRAAP (1995). *Coletânea das Principais Leis, Decretos Normas e Atos Relativos às EFPP*. São Paulo.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO (1968). *Os Mercados de Capitais no Brasil*. Centro de Estudos Monetários Latino Americanos. México.
- BRANDÃO, Mônica M. (fev/2004). *Os Investidores Institucionais e seu Potencial de Indução da Boa Governança Corporativa*. APIMEC MG, ND Governança Corporativa.
- BRAVO, Ricardo. *Os investidores Institucionais no Centro do Sistema Financeiro Internacional*. Artigo Economia Internacional.
- CASAGRANDE NETO, Humberto. (1989). *A Abertura do Capital de Empresas no Brasil: Um Enfoque Prático*. Editora Atlas. São Paulo.
- CINTRA, M. A. M. (1999). *Negociações Multilaterais e Regionais sobre Serviços Financeiros e seu Impacto Doméstico*. In FREITAS, M. C. P. (org) “Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos anos 90”. São Paulo. Edições: Fundap: FAPESP; Brasília: IPEA.
- FORTUNA, Eduardo (1996). *Mercados Financeiros: Produtos e Serviços*. Rio de Janeiro.
- LAMEIRA, Valdir de Jesus (2002). *Proteção ao Investidor e Fortalecimento do Mercado de Capitais*. Artigo apresentado no XVII Congresso Anual ABAMEC. Porto Alegre/RS.
- MAIA, Rosane de Almeida. *Fundos Previdenciários e o Financiamento do Desenvolvimento: o Papel dos Fundos Patrimoniais dos Trabalhadores e dos Fundos de Pensão*. Tese de Doutorado. Instituto de Economia – Unicamp. Campinas, 2003.
- MB Associados (Junho, 2000). *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais. BOVESPA.
- MOTTA, João Ricardo S. T. da (jan/2001). *Uma análise da Relação entre Mercado de Capitais e Desenvolvimento*. Consultoria Legislativa. Câmara dos Deputados. Brasília - DF.
- PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Rogério B.; SILVA, Marly M. (maio/1997). *Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna*. Texto para Discussão n° 480. Brasília.
- PINHEIRO, A. C. (1994). *Os Fundos de Pensão e o Financiamento do Desenvolvimento: o Papel do BNDES*. Revista do BNDES, v. 1, n. 2, págs. 47-76.
- REIS, José Guilherme e outros. *Panorama Institucional Brasileiro: O Novo Regime de Previdência Complementar Brasileiro*. Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica. Abril, 2002.

Tendências – Consultoria Integrada. *O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se defronta no Brasil*. Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais. BOVESPA.

Site Bovespa: www.bovespa.com.br

Site FENASEG: www.fenaseg.gov.br

Site ABRAAP: www.abraap.org.br

SOUSA, Lucy A . (março/1998). *O Mercado de Capitais Brasileiro no Período de 1987 – 1997*. Tese de Doutorado em Economia. Instituto de Economia – Unicamp. Campinas

Anexo I – Governança Corporativa⁴

Governança Corporativa diz respeito às maneiras pelas quais os investidores protegem seus interesses, garantindo com isso algum retorno para seus investimentos. Como, sob certo ângulo, após a cessão de fundos, os acionistas minoritários e credores são desnecessários para o funcionamento de uma empresa, os administradores podem manipular os resultados da empresa de modo a reduzir a remuneração devida aos investidores (expropriação).

A expropriação pode ocorrer de várias formas: 1) venda de ativos da empresa abaixo do valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador; 2) emprego de familiares não qualificados; 3) implementação de projetos ineficientes, mas que atendem a interesses particulares dos administradores; 4) salários excessivamente altos para diretores; 5) contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores; etc. A expropriação desenfreada enfraquece severamente a capacidade do sistema financeiro na medida em que investidores potenciais passam a se recusar a financiar empresas, tornando difícil que empresários consigam financiar seus projetos, mesmo que sejam altamente lucrativos.

A qualidade da Governança Empresarial depende dos seguintes elementos: disponibilidade e publicação de informações relevantes (*disclosure*), mecanismo e regras de conduta para a empresa e arranjos que garantam a observância de regras (*enforcement*).

Os principais mecanismos de Governança são:

- conselho de administração – cuja atribuição é nomear, monitorar e até mesmo demitir diretores, definir estratégias de negócios, etc. Os membros do conselho são eleitos pelos acionistas das empresas. Sendo assim, a eficácia do conselho depende da interdependência dos conselheiros em relação aos diretores;
- conselho fiscal – também nomeado pelos acionistas, tem a função de avaliar a gestão fiscal da empresa;
- monitoração exercida por grandes investidores não controladores – bancos de investimento, fundos de pensão, fundos de investimento, etc. – que contrariamente a pequenos acionistas possuem maior incentivos e poderes para disciplinar os administradores das empresas;
- mercado para controle das empresa que permita a troca de controle da empresa em caso de performance insatisfatória e disciplina os gerentes a gerir empresas de acordo com os interesses dos acionistas;

⁴ Informações extraídas do Anexo sobre Governança Empresarial do Estudo “Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro”. BOVESPA.

- uso de opção de ações como componentes do pacote de remuneração dos executivos, atrelando a remuneração dos executivos aos ganhos propiciados aos acionistas.

Nenhum dos mecanismos acima descritos é perfeito. Assim sendo, a qualidade da governança depende de como eles são desenhados.

Outro elemento essencial para garantir proteção a quaisquer direitos é o acesso a informações que permitam ao titular dos direitos saber quando estes estão sendo violados. Neste sentido, o *disclosure* é um dos elementos essenciais para garantir boa governança. A qualidade do *disclosure* está em grande parte associada aos padrões contábeis utilizados. Disto resulta a importância atribuída a auditores independentes.

O *enforcement*, isto é, os mecanismos aos quais os investidores minoritários podem recorrer quando seus direitos são violados, também um elemento extremamente necessário à Boa Governança Corporativa. Os valores de resgate de uma empresa muitas vezes baixam expressivamente com o tempo. Assim sendo, a boa qualidade do *enforcement* depende não só que o julgamento de mérito seja justo, mas também da rapidez com a qual as causas são resolvidas. A necessidade de agilidade tem motivado muito o uso de tribunais arbitrais como alternativa à morosidade dos tribunais tradicionais.

Anexo II – A Lei das Sociedades Anônimas⁵

A lei 6.404/76, que instituiu a lei das S.A. continha duas deficiências básicas:

- permitia que a companhia emitisse até 2/3 de ações sem direito a voto;
- admitia que, como recompensa pela subtração do direito de voto, fosse assegurada prioridade de reembolso de capital.

Entretanto, esta era uma falsa vantagem, dado que ela só se materializaria no momento de dissolução da sociedade, ou seja, quando, na maioria dos casos, a sociedade emissora dos títulos já se encontrasse em estado terminal.

A mini-reforma de 1996, que foi elaborada às pressas - tendo como objetivos específicos facilitar as privatizações e viabilizar a reestruturação do setor empresarial - além de não ter corrigido aqueles equívocos, contribuiu para agravar o quadro legal vigente. Entre as diversas medidas implementadas em 1996, destacam-se a redução e, em algumas hipóteses, a exclusão, do direito de recesso nas operações de reestruturação societária (fusão, cisão e incorporação de sociedades) e a revogação da oferta pública compulsória, dirigida aos acionistas minoritários, sempre que realizada operação de alienação do controle de companhia aberta.

Porém, a crescente globalização dos mercados e a reestruturação pela qual a economia brasileira vem passando, vêm trazendo para o nosso meio uma quantidade expressiva de experientes e exigentes investidores internacionais, que, somados ao processo de aprendizado e sofisticação de nossos investidores institucionais – que aprenderam, quando da aquisição de ações ofertadas à venda nos processos de privatização das empresas estatais, a atuar em defesa de seus direitos –, começamos a conviver com pleitos crescentes no sentido de se assegurar melhor e mais efetiva governança corporativa.

Diversas operações de reestruturação, que vem ocorrendo nos últimos tempos, foram alvo de severas críticas da mídia e de investidores, que procuraram se mobilizar com o objetivo de melhor defenderem seus interesses. Podemos citar como exemplos:

- transferência de débitos da acionista controladora, ou de empresas a ela vinculadas, para a sociedade controlada, de que participam acionistas de mercado (como se pretendia fazer na operação de incorporação, pela CPFL, de sua controladora, DOC 04 e como se fez nas

⁵ Informações extraídas do Anexo sobre a Lei das SA's do Estudo "Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro". BOVESPA.

operações de incorporação, pela ELEKTRO , de sua controladora e de ELEVADORES ATLAS pela SCHINDLER);

- incorporação da sociedade controladora pela sociedade controlada, para permitir a utilização do ágio pago quando da aquisição do controle, com vantagem fiscal, originando aumento do capital social da sociedade incorporadora e a conseqüente diluição da participação dos acionistas minoritários. Nessas operações foram debatidos os critérios utilizados para determinar a avaliação das empresas envolvidas e para estabelecer a relação de troca de ações (valor patrimonial, valor de mercado das ações e valor econômico), como se fez nas incorporações acima indicadas (da CPFL e da ELEKTRO) e nas incorporações de ELEVADORES ATLAS pela SCHINDLER , da controladora de TELESP CELULAR e da controladora de TELECENTRO OESTE CELULAR;
- a eliminação do direito de recesso nas operações de cisão de sociedades e nas operações de incorporação e de fusão em que há liquidez de mercado das ações (porque integram índice de bolsa de valores) ou dispersão acionária relevante;
- ofertas públicas apresentadas pelo acionista controlador para recompra das ações que se encontram em poder dos acionistas minoritários, originando o cancelamento branco do registro da companhia junto à CVM, como aconteceu com a BRASMOTOR , com a TELEFÔNICA e com as LOJAS RENNER ;
- critérios de fixação do preço ofertado aos acionistas de mercado para cancelamento do registro de companhia aberta, como está ocorrendo em relação à WHITE MARTINS .

A Comissão de Economia da Câmara dos Deputados aprovou em 2001 o substitutivo elaborado pelo Deputado EMERSON K APAZ ao projeto de lei nº 3.115, de 1997, que engloba os projetos de lei de números 3.519/97 e 1.000/99. Em seu Relatório, o Deputado Emerson Kapaz salienta que o principal objetivo da reforma em curso é no sentido de assegurar maior proteção aos acionistas minoritários, explicando que: “um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado - alcançando toda sua potencialidade de alavancagem econômica - depende, é óbvio, de que os investidores, principalmente pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam defendidos seus interesses, não se permitindo a manipulação e o desrespeito a seus direitos por manobras e políticas estabelecidas unilateralmente pelos controladores, muitas vezes, inclusive, privilegiando interesses externos à própria sociedade. É crucial, nesse sentido, que cada vez menos investidores estejam dispostos a assumir riscos acionários, já que vêm se perpetuando os episódios em que, por exemplo, sem poderem esboçar qualquer defesa, presenciam a sociedade declinar, mudar de objeto, aceitar

placidamente fusões que implicam prejuízo patrimonial e operacional. Isto, sem contar as fórmulas diversas de “fechamento branco” de capital, sempre com o controlador – ou ex-controlador – saindo-se em situação confortável, para não dizer com enormes lucros, ficando o prejuízo para as partes minoritárias”.

Dentre os principais pontos tratados no substitutivo Kapaz , que procuram reforçar os direitos dos acionistas minoritários, podemos ressaltar:

- para o cancelamento de registro de companhia aberta deve ser compulsória a apresentação de oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, tendo como preço mínimo o valor econômico da companhia;
- se remanescerem em circulação ações que representem menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia aberta, a AGE pode deliberar o resgate dessas ações, desde que deposite em estabelecimento bancário, à disposição dos acionistas minoritários, o respectivo valor de resgate;
- acionista controlador que adquirir ações de emissão da companhia sob seu controle, que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie ou classe, à porcentagem que vier a ser definida pela CVM, que impeça a liquidez das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, tendo como preço mínimo o valor econômico da companhia;
- o número máximo de ações preferenciais, para as novas companhias abertas não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas;
- somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários as ações com as seguintes preferências ou vantagens:
- direito de participar do dividendo obrigatório correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, distribuído de acordo com o seguinte critério:
 - prioridade no recebimento dos dividendos acima mencionados correspondentes a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor patrimonial da ação;
 - direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com o item acima; ou
- direito a receber prioritariamente o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, garantindo-se, neste caso, dividendo, no mínimo, igual ao das ações ordinárias. Neste caso, a

- estas ações preferenciais será atribuído o direito de alienar a sua respectiva participação acionária nas mesmas condições previstas para as ações com direito a voto; ou
- a acumulação das vantagens acima enumeradas.
 - em caso de exercício de direito de recesso, o valor de reembolso das ações será estipulado com base, no mínimo, no valor econômico da companhia aberta, a ser apurado em avaliação;
 - estatuto da sociedade poderá estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionados através de arbitragem, pelo órgão que especificar;
 - poderá ser convocada assembléia geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses, e à respectiva solução, por acionistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea “c”, parte final, do art. 123;
 - a CVM poderá a seu exclusivo critério, a pedido de qualquer acionista, aumentar, até 60 dias a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da Assembléia Geral quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas;
 - fica restabelecido o direito de recesso nas operações de fusão ou incorporação, salvo quanto às ações de cada espécie ou classe que tenham liquidez e dispersão em mercado;
 - nas operações de cisão, haverá direito de recesso se dela resultar (i) mudança do objeto da companhia, (ii) redução do dividendo obrigatório ou (iii) participação em grupo de sociedade;
 - admite que os minoritários, titulares de ações ordinárias, venham a eleger um membro do Conselho de Administração, se eles detiverem no mínimo 15% do capital votante e o número de membros do Conselho for inferior a 7;
 - permite que os acionistas preferenciais, titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito, possam eleger em votação em separado 1 membro do Conselho de Administração, desde que representem no mínimo 10% do capital total da companhia;
 - estabelece que o conselho fiscal seja composto por 5 membros, dos quais o controlador elege 2, os minoritários, titulares de ações ordinárias, 1, os titulares de ações preferenciais, 1, sendo o quinto membro eleito pelos votos da maioria do capital social;

- restabelece a oferta pública nas operações de alienação de controle de companhia aberta, que dependem de aprovação da CVM.

O substitutivo KAPAZ procura resolver as deficiências legislativas que são inibidoras do desenvolvimento do mercado acionário, na medida em que:

- (a) reduz o limite de ações sem direito a voto que podem ser emitidas;
- (b) torna efetiva a vantagem patrimonial assegurada em troca da supressão do direito de voto;
- (c) regula de forma mais adequada o direito de recesso nas operações de reestruturação;
- (d) restabelece a oferta compulsória decorrente da alienação do controle de companhia aberta.

Além disso, a proposição ora formulada avança na tentativa de aperfeiçoar as práticas de mercado, reforçando aspectos de governança corporativa. Nessa linha, podemos ressaltar:

- (a) a fixação, como preço mínimo de oferta para cancelamento do registro de companhia aberta, do valor econômico da companhia;
- (b) a apresentação de oferta compulsória de aquisição das ações em circulação no mercado, quando o nível da liquidez ficar abaixo de limite móvel, a ser fixado pela CVM;
- (c) o reforço de direitos dos acionistas minoritários, inclusive os titulares de ações preferenciais, que ficam com a possibilidade de eleger 1 membro do Conselho de Administração e a maioria do Conselho Fiscal;
- (d) a atribuição de maiores poderes à CVM para interferir em situações de conflito de interesses e a possibilidade de eventuais disputas entre os acionistas, serem decididas de modo mais rápido, através de arbitragem.