



MICHELLE SARACENI KALLER

**A INSERÇÃO DO SETOR DE SEGUROS NA ECONOMIA  
MUNDIAL E AS RELAÇÕES COM A CRISE  
FINANCEIRA**

**Campinas**

**2015**



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**  
**INSTITUTO DE ECONOMIA**

MICHELLE SARACENI KALLER

**A INSERÇÃO DO SETOR DE SEGUROS NA ECONOMIA  
MUNDIAL E AS RELAÇÕES COM A CRISE  
FINANCEIRA**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação da Professora Dra. Maryse Farhi.

**Campinas**

**2015**

**A INSERÇÃO DO SETOR DE SEGUROS NA ECONOMIA  
MUNDIAL E AS RELAÇÕES COM A CRISE FINANCEIRA**

**MICHELLE SARACENI KALLER**

**BANCA EXAMINADORA**

**Orientadora: Profa. Dra. Maryse Farhi**

**Convidada: Profa. Dra Daniela Magalhães Prates**

**Monografia defendida em 07 de janeiro de 2015.**

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, aquele que mesmo sendo o Rei do universo, se preocupa com cada detalhe da minha vida, me concedeu o privilégio da salvação e da vida plena. À Ele, minha eterna gratidão pelo que Ele é, por tudo o que já fez por mim e especialmente por ter me colocado no Instituto de Economia/UNICAMP e me capacitado a chegar até aqui.

À minha família querida, minha mais sincera gratidão pelo amor, paciência, apoio, conselhos, risos e choros durante todo este período. Vocês foram o meu alicerce nesses quatro anos de graduação e, apesar de todas as dificuldades, vocês sempre são uma demonstração da graça do nosso Deus na minha vida. Não tenho a menor dúvida que eu tenho a melhor família!

Ao meu pai, Elzemario, agradeço especialmente por ser o meu maior exemplo de integridade e profissionalismo, sempre desempenhando seu trabalho com excelência. Você é a minha inspiração, quem me mostrou o mundo dos seguros, me ensinou grande parte do que sei e hoje é meu companheiro de trabalho, deixando a minha rotina muito melhor.

À minha mãe, Simone, agradeço pelo seu amor incondicional, pelo seu cuidado e preocupação comigo. Com o seu jeito único e especial, você enche os meus dias de alegria e é quem me conforta quando tudo parece estar mais difícil. Não é somente minha mãe, mas minha amiga em todos os momentos e meu maior exemplo de mulher.

À minha irmã, Stefane, agradeço por me aguentar mesmo quando nem eu mesma me aguento. Agradeço também por, mesmo nas nossas grandes diferenças, sermos tão parecidas e ter sido a minha maior companheira desde quando nasci. A vida sem você seria muito menos divertida! Obrigada por ser uma irmã tão querida.

À minha orientadora, Profa. Maryse Farhi, agradeço primeiramente por ter aceitado o desafio de me ajudar a estudar um assunto pouco abordado e tão específico dentro do âmbito econômico. Agradeço também pela ajuda e orientação, sempre disposta a me ouvir e auxiliar no que fosse preciso, indicando artigos, livros, palestras e mostrando como poderia melhorar meu trabalho. A contribuição da senhora foi fundamental para a estruturação e desenvolvimento desta monografia.

Aos meus professores, por me ensinarem a enxergar o mundo sob uma nova perspectiva e buscar sempre pensar de maneira crítica no bem estar social, no desenvolvimento e na superação das dificuldades que nos impedem de ter uma sociedade justa e igualitária. Agradeço

especialmente o Prof. Rodrigo Lanna Franco da Silveira, que desde o início da graduação se mostrou um professor exemplar, sempre disposto a ajudar e que muito contribuiu para a minha formação como economista.

À Comunidade do Estudante Universitário (CEU), minha gratidão por ter me ensinado a o verdadeiro significado de uma vida cristã. Vocês são e sempre serão a minha segunda família e a comunidade que eu tenho muito orgulho de fazer parte. O *“tamo junto”* não é somente durante a graduação, é para a vida inteira!

Aos amigos do Projeto Soprar, agradeço pelo apoio nestes anos de graduação e por serem meus companheiros no desenvolvimento e realização do nosso sonho, buscando ajudar as crianças do bairro Campo Belo a serem os agentes de transformação de suas próprias realidades. Pois *“o soprar do vento nos mostra que não há nada debaixo dos céus que não possa ser mudado”*.

Agradeço os meus amigos do IE (veteranos, colegas de sala e calouros) que estiveram comigo durante a experiência única que vivi nestes quatro anos, que compartilharam momentos de desespero e momentos de alegria, deixando tudo mais leve e divertido. As dificuldades ficaram para trás, finalmente seremos economistas! E agora guardo só boas lembranças de amizades que, com certeza, não acabam junto com a graduação!

Aos meus amigos da Igreja Batista da Cidade Universitária e da Comunidade Presbiteriana Chácara Primavera, minha enorme gratidão pela amizade, apoio e ajuda de vocês em todos os momentos. Mais do que amigos, vocês são irmãos e fazem toda a diferença na minha vida!

À SICOOB Cecresp – Corretora de Seguros, agradeço pela oportunidade de fazer parte de sua equipe. Tem sido uma grande experiência de aprendizado para mim e espero que os conhecimentos adquiridos ao longo da graduação – principalmente ao realizar esta monografia – possam ser colocados em prática, visando sempre o crescimento e desenvolvimento de negócios da nossa corretora.

A todos que, de alguma forma, fizeram parte desta jornada durante a graduação, vocês foram essenciais para que, com muita alegria, eu chegasse até aqui. A todos o meu *“muito obrigada”*!

CAMPINAS

2015

KALLER, Michelle Saraceni. **A inserção do setor de seguros na economia mundial e as relações com a crise financeira.** 78 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015.

## RESUMO

A crise financeira internacional, desencadeada em 2007 pelo aumento da inadimplência nas hipotecas de alto risco nos EUA, causou fortes impactos na economia mundial, chegando a ser qualificada como a mais séria e destrutiva desde a Grande Depressão em 1929. A crise trouxe de volta não somente a discussão sobre a vulnerabilidade do sistema e os riscos aos quais ele está sujeito, como também a necessidade de melhores supervisões e regulações que impeçam o surgimento de uma nova situação como essa. Um dos destaques da crise foi a quase falência da American International Group (AIG), uma das principais companhias seguradoras na época, mostrando que a crise afetou de maneira significativa o setor de seguros pelo fato das seguradoras possuírem ativos de alto risco no mercado imobiliário, e principalmente em decorrência do significativo volume de contratos negociados no mercado de *credit default swaps* (CDS). Fica evidente, então, a importância de analisar as relações entre a crise financeira e o setor de seguros para entender de que maneira ele foi afetado e os motivos que levaram o governo dos EUA a agir para, além de salvar a empresa da falência, impedir que consequências ainda mais graves afetassem o sistema financeiro.

Palavras-chave: Setor de seguros – Crise Financeira – Securitização – *Credit Default Swap* – American International Group.

## **ABSTRACT**

The international financial crisis, started in 2007 by the rising defaults on subprime mortgages in the US, caused strong impact on the global economy, becoming qualified as the most serious and destructive since the Great Depression in 1929. The crisis brought back not only the discussion of the vulnerability of the system and the risks to which it is subject, as well as the need for better supervision and regulations that can hinder a new situation like this. One of the highlights of the crisis was the near bankruptcy of the American International Group (AIG), one of the leading insurance companies at the time, indicating that the crisis affected significantly the insurance industry due to the insurers having high risk assets in the property market, and mainly due to the significant volume of contracts traded in the market for credit default swaps (CDS). Thus it becomes evident the importance of analyzing the relations between the financial crisis and the insurance industry to understand how it was affected and the reasons that led the US government to act in order to not only save the company from bankruptcy, but also prevent that even more serious consequences could have affected the financial system.

Keywords: Insurance Sector - Financial Crisis - Securitization - Credit Default Swap - American International Group.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1- VALOR DOS ATIVOS DE SEGURADORAS E INSTITUIÇÕES DE PREVIDÊNCIA EM % DO PIB DOS EUA (1860-1963).....	15
Figura 2 - PRODUTOS FINANCEIROS ESTRUTURADOS E DERIVATIVOS DE CRÉDITO .....	37
Figura 3 - EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE PREÇOS DOS IMÓVEIS NOS EUA DE 1997 A 2008 .....	39
Figura 4 - ESQUEMA ESTILIZADO DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS <i>SUBPRIME</i> ....	42
Figura 5 - ESTRUTURA INSURANCE-LINKED SECURITIES .....	56
Figura 6 - TOTAL REAL PREMIUM GROWTH (2008).....	64
Figura 7 - TOTAL REAL PREMIUM GROWTH IN ADVANCED AND EMERGING MARKETS SINCE 1980 .....	71

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - WORLD LIFE AND NONLIFE INSURANCE PREMIUMS, 2010-2012 .....	17
Tabela 2 - TOP TEN GLOBAL INSURANCE COMPANIES BY REVENUES, 2012 .....	18
Tabela 3 - TOP TEN GLOBAL LIFE/HEALTH INSURANCE COMPANIES BY REVENUES, 2011 (\$ millions) .....	24
Tabela 4 - TOP TEN GLOBAL PROPERTY/CASUALTY INSURANCE COMPANIES BY REVENUES, 2011 (\$ millions) .....	26
Tabela 5 - TOP TEN GLOBAL REINSURERS BY NET REINSURANCE PREMIUMS WRITTEN, 2011 (\$ millions) .....	29
Tabela 6 - HIPOTECAS EMITIDAS NOS EUA (2001 – 2006) em US\$ bilhões .....	40

# SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
<b>CAPÍTULO 1 – O MERCADO DE SEGUROS .....</b>	<b>13</b>
1.1 Breve histórico do mercado de seguros .....	13
1.2 Fundamentos da atividade seguradora .....	19
1.3 Tipos de Seguro .....	23
1.3.1 Seguros de vida ( <i>life insurance</i> ).....	23
1.3.2 Seguros de ramos elementares ( <i>nonlife insurance</i> ).....	24
1.3.3 Resseguro.....	27
1.4 Importância do setor de seguros na economia .....	30
<b>CAPÍTULO 2 – A CRISE FINANCEIRA.....</b>	<b>33</b>
2.1 Antecedentes e contexto da crise .....	33
2.1.1 <i>Globalização Financeira e Securitização</i> .....	34
2.1.2 <i>O mercado imobiliário norte-americano</i> .....	38
2.1.3 <i>A securitização dos empréstimos subprime</i> .....	41
2.2 O colapso da bolha imobiliária e seus desdobramentos .....	45
<b>CAPÍTULO 3 – RELAÇÕES ENTRE A CRISE E AS SEGURADORAS INTERNACIONAIS .....</b>	<b>50</b>
3.1 Inserção das companhias seguradoras no mercado financeiro internacional.....	50
3.1.1 <i>Políticas e estratégias de investimento</i> .....	51
3.1.2 <i>Atuação como investidores institucionais e participação no mercado de derivativos de crédito</i> ..	54
3.2 O caso da American International Group (AIG).....	59
3.3 Panorama do setor de seguros durante a crise .....	63
3.4 A evolução no período pós-crise.....	69
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>72</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>75</b>

## INTRODUÇÃO

A atividade seguradora, presente desde o início das grandes navegações marítimas, se desenvolveu ao longo das últimas décadas, constituindo um setor fundamental da economia ao possibilitar que os agentes transfiram o risco para uma companhia seguradora qualificada para este tipo de gestão. Mais do que isso, os seguros se tornaram uma importante forma de promover a estabilidade social e financeira, mobilizar poupanças, dar suporte ao comércio, estimular a atividade empresarial e melhorar a qualidade de vida os indivíduos.

O seguro é um produto oferecido por uma companhia seguradora para uma pessoa (física ou jurídica) e vendido através de um contrato, no qual a seguradora assume a responsabilidade sobre o risco do segurado em algum ramo específico e tem a obrigação de pagar uma indenização ao cliente no caso da ocorrência de um evento adverso (sinistro) com cobertura prevista no contrato. Em contrapartida, cabe ao segurado o pagamento antecipado do prêmio, que é calculado com base na quantidade de risco ao qual ele está exposto e que será transferido para a seguradora (CONTADOR, 2007; D'OLIVEIRA, 2005).

Entretanto, a atividade das companhias seguradoras não se resume apenas à venda de apólices e no fato de assumir a responsabilidade sobre os riscos. Outra parte fundamental é o investimento no mercado financeiro de uma parcela deste capital recebido, constituindo uma carteira de investimentos, que permite não somente a gestão de seus ativos visando a garantia do pagamento do sinistro, quando necessário, mas também o aumento dos lucros e equilíbrio financeiro das empresas.

Com a globalização financeira e a securitização, surgiram novas formas de gestão de risco e de relações entre as instituições. Neste contexto, a importância do setor de seguros para a economia, que já era notável pela sua inter-relação com empresas e comércio, intensificou-se à medida que as seguradoras passaram a participando de forma mais ativa no mercado financeiro internacional. As seguradoras destacaram-se neste cenário como investidores institucionais dentro do *shadow banking system* e passaram a ganhar destaque no cenário internacional.

Durante as últimas décadas, observou-se o desenvolvimento do processo de securitização, que permitiu a transformação de diferentes tipos de risco de crédito (de inadimplência e de degradação da qualidade do crédito), presentes nos balanços dos bancos, em ativos negociáveis. Os bancos com carteira comercial passaram a poder minimizar o alto risco envolvido na

expansão da concessão do crédito imobiliário ao transferi-lo para os investidores institucionais na forma de ativos securitizados e derivativos de crédito (FARHI e CINTRA, 2009b). Neste contexto, o principal instrumento financeiro que passou a ser utilizado para transferir o risco do crédito foi a negociação no mercado de *credit default swaps* (CDS).

O aumento da concessão do crédito imobiliário ao longo dos anos 2000, impulsionado pela alta liquidez, baixa taxa de juros e possibilidade de diminuição do risco dos bancos com carteira comercial através da securitização, foi determinante para a formação de uma bolha especulativa no mercado imobiliário. O aumento da taxa de juros a partir de 2004 juntamente com outros fatores, desencadeou a queda do preço dos imóveis e aumento da inadimplência e, o consequente estouro da bolha afetou de maneira significativa todo o sistema financeiro (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

A crise financeira internacional desencadeou fortes impactos na economia mundial, chegando a ser qualificada como a mais séria e destrutiva desde a Grande Depressão em 1929 (FARHI, 2011). A crise trouxe de volta não somente a discussão sobre a vulnerabilidade do sistema e os riscos aos quais ele está sujeito, como também a necessidade de melhores supervisões e regulações que impeçam o surgimento de uma nova situação como essa. Apesar de ela ter tido início em 2007, até hoje existem tentativas de mensurar suas implicações e entender quais foram os seus determinantes.

A crise afetou de maneira diversa os diferentes setores da economia e neste contexto o setor de seguros se destacou pelo fato das seguradoras possuírem ativos de alto risco no mercado imobiliário, e principalmente em decorrência do significativo volume de contratos negociados no mercado de *credit default swaps* (CDS). Diante do baixo patamar das taxas de juros básicas, as companhias não podiam mais investir suas reservas em ativos de baixo risco porque não conseguiriam cobrir o objetivo de rentabilidade (*benchmark*) necessário para remunerar suas reservas financeiras de forma a permitir o ressarcimento dos sinistros. Inicialmente esta era uma prática, sobretudo, das companhias seguradoras europeias e posteriormente foi uma estratégia adotada pelas demais seguradoras (PERSAUD, 2002).

As seguradoras passaram a assumir mais riscos para possibilitar a cobertura do risco atuarial, sabendo que operações de venda de derivativos de crédito poderiam proporcionar ganhos significativos. Com o crescimento da inadimplência e todos os desdobramentos da crise, os ativos não somente se desvalorizaram, como também as expectativas de ganhos dessas empresas foram

totalmente frustradas e as companhias foram obrigadas para cumprir com as suas obrigações frente às proteções de crédito que tinham vendido, causando muitos prejuízos.

Isso ficou muito claro no momento em que a American International Group (AIG), considerada antes da crise uma das maiores companhias seguradora do mundo, teve que ser socorrida com volumoso resgate pelo governo norte-americano em decorrência da sua quase falência. A ação para evitar o colapso da AIG foi de extrema importância pois, além de salvar a empresa, impediu que consequências ainda mais graves afetassem o sistema financeiro, dado o alto volume de CDS negociados pela seguradora que era uma das principais contrapartes das operações de grandes bancos.

Nesse sentido, esta monografia tem como objetivo, a partir da interpretação das informações coletadas, entender os princípios que regem o setor de seguros e as grandes seguradoras internacionais, de forma a compreender o seu funcionamento e importância no cenário econômico global. Além disso, analisou-se a crise financeira desencadeada em 2007, a partir da ótica das grandes seguradoras internacionais, observando não somente os fatores que levaram à crise, mas também os efeitos que ela teve sobre o setor.

Desta forma, o primeiro capítulo aborda o funcionamento do setor de seguros, começando por um breve histórico da atividade seguradora e tratando em seguida dos fundamentos desta atividade, os tipos de seguro comercializados e a importância deste setor na economia internacional.

No segundo capítulo são desenvolvidos os principais temas referentes à crise financeira – o contexto em que ela aconteceu, seus determinantes, dinâmica e consequências para o contexto econômico.

No terceiro capítulo são analisadas as relações entre a crise financeira e o setor de seguros, iniciando pelo estudo da inserção das companhias seguradoras no mercado financeiro internacional, atuando como investidores institucionais. Posteriormente é feita uma breve exposição do caso de quase falência da American International Group, entendendo as causas e políticas realizadas para seu resgate. Finalmente é realizado um panorama do setor de seguros como um todo durante a crise e também uma análise da evolução do mesmo no pós-crise até o período atual, verificando a existência ou não de recuperação depois dos sérios impactos da crise na economia mundial.

# CAPÍTULO 1 – O MERCADO DE SEGUROS

## 1.1 Breve histórico do mercado de seguros<sup>1</sup>

É notável que em qualquer período da história da humanidade a incerteza esteve presente na vida das pessoas. Diante da falta de informações e de conhecimento acerca das variáveis que afetam o cotidiano e as atividades comerciais, por mais que os agentes desejem, é extremamente complicado fazer previsões acerca do futuro para tomar as melhores decisões possíveis e evitar qualquer tipo de prejuízo. Seja ao realizar transporte de cargas valiosas por meios marítimos na época mercantilista ou ao optar pelo investimento em determinado negócio atualmente, as ações de qualquer agente estão sempre atreladas a certo risco pelo fato não se ter acesso ou possibilidade de fazer previsões sobre o comportamento de todas as variáveis relacionadas aos eventos futuros. Foi buscando suprimir os efeitos dos riscos e garantir certa compensação no caso de ocorrências adversas que surgiu o que se chama de seguro.

Existem indícios de que na Antiguidade já existiam contratos com disposições semelhantes a um sistema de assistência mútua. Na civilização mesopotâmica, em meados do século XVIII a.C., por exemplo, eram feitos no código de Hammurabi registros de operações para minimizar o prejuízo das ocasiões em que as mercadorias transportadas em caravanas não chegavam ao seu destino. Além disso, existia na Grécia um sistema de pagamento de auxílio aos descendentes de quem falecesse, organizado de forma semelhante a sociedades mútuas de seguros. Já na Roma Antiga, contratos muito parecidos como os atuais de seguro tornaram-se comuns principalmente para proteção do transporte marítimo e formação de um sistema estatal de aposentadoria (CONTADOR, 2007).

Apesar desses indicativos, oficialmente a história econômica do seguro tem seu início relacionado aos riscos envolvidos na intensa atividade mercantil marítima que ocorria na época do Renascimento, atendendo aos requisitos fundamentais para a constituição do seguro: existência de pessoas ou instituições dispostas a assumir o risco de outras; existência de pessoas e instituições que queiram transferir os seus riscos em troca de um pagamento; existência de registros de eventos e dos fenômenos danosos. Como as operações de transportes marítimos envolviam inúmeros fatores incertos no decorrer de sua realização, como intempéries climáticas e problemas nos navios, o prejuízo era muito grande quando a carga não era devidamente entregue.

---

<sup>1</sup> Seção redigida com base no capítulo 1 de Contador (2007) e nas páginas 21-24 de D'Oliveira (2005).

Com o intuito de evitar essas ocorrências, surgiu nas cidades-estado de Gênova e Veneza o “Contrato de Dinheiro a Risco Marítimo”. Ele consistia em um empréstimo de certo valor feito ao proprietário de um navio que partia a negócios. Se o navio chegasse ao porto e a carga sem danos, essa quantia emprestada era ressarcida. Porém, se algo acontecesse durante esse transporte que prejudicasse o navio ou a entrega em questão, o dinheiro do empréstimo servia como uma forma de diminuir qualquer perda financeira.

A evolução desse tipo de contrato ao longo dos anos acarretou no seu reconhecimento como contrato de seguro de caráter inominado em 1309 através de um decreto em Gênova. O primeiro registro formal de um contrato de seguro ocorreu nesta mesma cidade em 1347 e tinha caráter marítimo, bem como as formas mais primitivas de contratos. Alguns anos depois, em 1370, foi firmado também o primeiro contrato de resseguro, feito para cobrir o transporte marítimo de mercadorias, transferindo o seguro do trecho mais arriscado da viagem de Gênova a Flandres para outro segurador (D’OLIVEIRA, 2005).

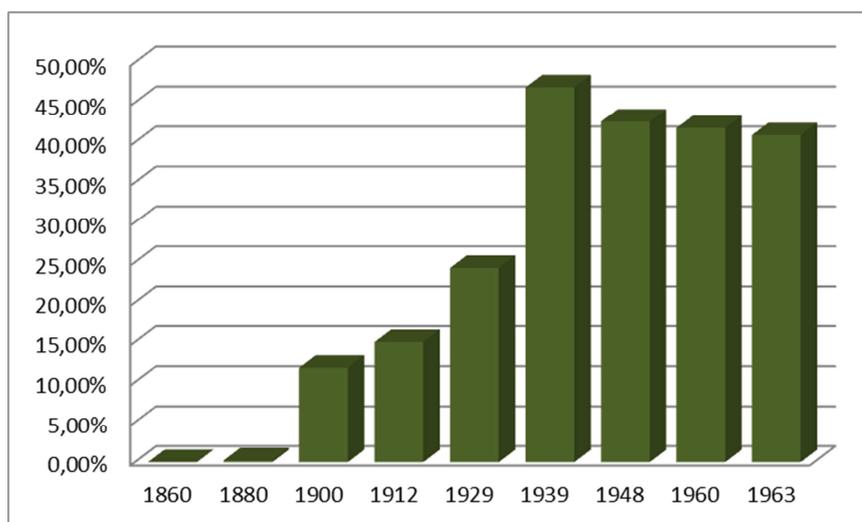
Nesta época, a avaliação do risco era baseada principalmente em especulações resultantes de experiências passadas e da observação do acontecimento de sinistros, dos quais derivavam relações de causa e efeito. Essas tentativas de precificação, mesmo que equivocadas para quantificar o risco futuro, já demonstravam a importância do desenvolvimento dos cálculos probabilísticos para o mercado de seguros. No século XVII, a revolução matemática, provocada por Pascal, Newton, Bernoulli e outros, deu origem à Teoria das Probabilidades e ao princípio do valor esperado, representando um passo fundamental para a racionalização e domínio do risco.

Posteriormente, com a Revolução Americana na década de 1770 e as Guerras Napoleônicas no início de 1800, ficou evidente a grande importância da marinha mercantil, bem como os altos lucros que esse tipo de atividade proporcionava e a dimensão das perdas quando algum imprevisto ocorria. Foi nessa época que a Casa de Café Lloyd’s, localizada em Londres e que reunia muitos dos agentes de seguros marítimos e pessoas envolvidas em atividades no porto, se tornou um dos principais centros de informações sobre transporte marítimo. Em 1734 foi publicada a primeira edição do tradicional “Lloyd’s List”, um dos jornais mais antigos do mundo e que até hoje fornece informações acerca das atividades marítimas, não somente na Inglaterra, como no mundo todo. O que começou inicialmente como uma sociedade de agentes de seguros marítimos de Londres, tornou-se “Lloyd’s of London”, o maior mercado especializado em seguros do mundo. Seus membros, sejam indivíduos ou corporações, se reúnem em sindicatos

para segurar riscos dos mais diversos tipos. Atualmente, o Lloyd's é referência no setor de seguros mundial, reunindo seus membros em sindicatos para segurar o risco da forma mais sólida e confiável possível.<sup>2</sup>

Aos poucos, surgiram também as companhias seguradoras para fornecer proteção não somente contra incidentes marítimos, mas também outros tipos de riscos, cuja necessidade foi percebida ao longo dos anos. Os seguros que hoje são fornecidos ganharam maior importância depois do Grande Incêndio de Londres, em 1666, que destruiu cerca de 25% da cidade. Os grandes prejuízos levaram os agentes seguradores a expandirem os ramos de seus negócios através da comercialização de novos tipos de seguros e atuação em diferentes países, além de ficarem mais atentos às demandas do mercado. No século XVIII, por exemplo, tornou-se popular o seguro dos navios negreiros e dos próprios escravos, uma vez que eles eram considerados bens de capital.

**Figura 1- VALOR DOS ATIVOS DE SEGURADORAS E INSTITUIÇÕES DE PREVIDÊNCIA EM % DO PIB DOS EUA (1860-1963)**



Fonte: Elaboração própria com base em Contador, 2007 – p. 14.

Entre o final do século XIX e início do século XX, o padrão de vida médio teve significativo crescimento, principalmente em decorrência da Revolução Industrial. Nos países industrializados o seguro foi se tornando cada vez mais popular e houve grande expansão da comercialização principalmente do seguro de vida. Esse período de enriquecimento da atividade

<sup>2</sup> Informações sobre Lloyd's foram retiradas do site <http://www.lloyds.com/>

seguradora foi mais acentuado nos EUA, podendo ser observado através da participação do valor de ativos de seguradoras e instituições de previdência no PIB do país. Em 1860, esses ativos representavam apenas 0,03% do PIB dos EUA e começaram a demonstrar forte crescimento nos anos seguintes, chegando a 24,3% em 1929. Nos dez anos consequentes, marcados pela recuperação após a Grande Depressão, a atividade seguradora apresentou o melhor desempenho do período analisado (1860-1963), chegando a representar quase 47% do PIB norte-americano – tais dados são mostrados no Gráfico 1.

Essa significativa evolução da atividade seguradora nos anos seguintes à Grande Depressão foi observada não somente nos EUA, mas também em outros países como Inglaterra, Alemanha, Canadá, França e Japão. Isso aconteceu porque a crise de 1929 proporcionou a construção de pilares básicos para o desenvolvimento do seguro. Primeiramente, o marco regulatório ajudou a estruturar mecanismos para identificar de forma correta os riscos que estão envolvidos nos contratos e distribuir eficientemente os custos entre os agentes, através de estímulos ou regras adequadas. Isso seria uma maneira de corrigir possíveis distorções de preços (evitando que levassem a um equilíbrio equivocado do mercado) e também problemas decorrentes da assimetria de informações. No caso do mercado de seguros, quando um cliente omite informações importantes para o cálculo do preço das apólices e da mensuração do risco para a seguradora, isso gera distorção dos preços visto que os segurados com menor risco serão cobrados com preços mais elevados para compensar a dificuldade de precificação dos segurados com maior risco – foram esses tipos de problemas que o marco regulatório procurou minimizar.

Outro pilar foi a criação de leis de proteção ao consumidor, que inicialmente poderiam representar um empecilho para a identificação dos agentes e do risco atrelado a eles. Entretanto, quando o setor de seguros opera atrelado às agências de proteção ao consumidor, compartilhando informações, formulando cadastros e coordenando todos estes processos, as seguradoras podem adotar princípios voltados às necessidades dos consumidores e melhor aproveitar as informações para aumentar a abrangência de sua atuação, tornando as leis de proteção ao consumidor algo positivo para o mercado de seguros.

Além disso, o avanço da tecnologia da informação foi fundamental para redução de custos básicos para o dia a dia da atividade seguradora (como transporte, telefonia e informática) e também para o aumento da velocidade de transmissão de informações e integração de mercados financeiros.

Em um mundo globalizado, a gestão de reservas técnicas se insere na moderna teoria de finanças, os contratos de seguros são negociados como ativos financeiros e a capacidade de diversificação e transferência de riscos aumentam a cada dia. Dessa maneira, a atividade seguradora foi se transformando para que hoje as pessoas contem cada vez mais com a proteção contra o risco que os contratos de seguro podem proporcionar e para que grandes companhias seguradoras estejam entre as maiores e mais importantes empresas no contexto internacional.

A atual importância do setor de seguros pode ser observada através da tabela 1, que mostra o prêmio mundial do setor de seguros no período de 2010 a 2012.<sup>3</sup>

**Tabela 1 - WORLD LIFE AND NONLIFE INSURANCE PREMIUMS, 2010-2012**

(Direct premiums written, U.S. \$ millions)

<b>Ano</b>	<b>Vida</b>	<b>Não Vida</b>	<b>Total</b>
2010	2.516.377,00	1.819.310,00	4.335.687,00
2011	2.611.718,00	1.954.445,00	4.566.163,00
2012	2.620.864,00	1.991.650,00	4.612.514,00

Fonte: International Insurance Fact Book 2014, p.5

Em 2012, o mercado de seguros internacional teve prêmio de US\$4,61 trilhões, representando 6,5% do PIB mundial. Os países onde a atividade seguradora mais se destacou foram a Tailândia, representando 18,2% do PIB do país, seguida pela África do Sul (14,2%), Holanda (13%), Hong Kong (12,4%) e Coreia do Sul (12,1%). Os EUA, considerados líderes neste mercado, ficaram em 13º lugar, sendo que o setor de seguros representa 8,2% de seu PIB. Entretanto, quando se considera a quantidade de prêmios emitidos, os EUA lideram disparadamente representando 27,55% do prêmio mundial em 2012, e em seguida estão Japão (14,18%), Reino Unido (6,75%), China (5,32%) e França (5,26%)<sup>4</sup>.

Neste contexto, observa-se as companhias seguradoras que mais se destacaram em 2012, classificadas segundo suas receitas em bilhões de dólares (tabela 2). Atualmente, elas compõem as principais seguradoras no mercado internacional, atuando em diversos países e são responsáveis por grande parte dos contratos de seguros comercializados.

<sup>3</sup> Informações retiradas do “International Insurance Fact Book 2014” divulgado pelo Insurance Information Institute em parceria com a Axco Insurance Information Services e a Swiss Re, reunindo informações acerca do desempenho mundial do setor de seguros no ano de 2012.

<sup>4</sup> Dados retirados do International Insurance Fact Book 2014, página 5.

**Tabela 2 - TOP TEN GLOBAL INSURANCE COMPANIES BY REVENUES, 2012**

(\$ billions)

<b>Ranking</b>	<b>Companhia</b>	<b>Receitas</b>	<b>País</b>
1	Japan Post Holdings	190,90	Japão
2	Berkshire Hathaway	162,50	EUA
3	AXA	154,60	França
4	Allianz	130,80	Alemanha
5	Assicurazioni Generali	113,80	Itália
6	UnitedHealth Group	110,60	EUA
7	Prudential	87,90	Reino Unido
8	Nippon Life	86,70	Japão
9	Prudential Financial	84,80	EUA
10	Munich Re Group	84,00	Alemanha

Fonte: International Insurance Fact Book 2014, p.12

## **1.2 Fundamentos da atividade seguradora<sup>5</sup>**

O seguro é um produto oferecido por uma companhia seguradora para uma pessoa (física ou jurídica) e vendido através de um contrato, no qual a seguradora assume a responsabilidade sobre o risco do segurado em algum ramo específico (saúde, patrimonial, automóvel, transporte, crédito, vida, entre outros) e tem a obrigação de pagar uma indenização ao cliente no caso da ocorrência de um evento adverso com cobertura prevista no contrato. Este contrato é denominado apólice e nela estão discriminadas as cláusulas e condições gerais sob as quais há garantia de cobertura, determinação de prazos, valor do prêmio, etc. Em contrapartida, cabe ao segurado o pagamento antecipado do prêmio, que é calculado com base na quantidade de risco a que ele está exposto e que será transferido para a seguradora.

Quando o risco se materializa e há ocorrência de um acontecimento previsto na apólice para a qual foi contratada a cobertura, este evento é chamado de sinistro. Neste caso, a seguradora é legalmente obrigada a pagar a indenização ao segurado dentro do que está previsto nas condições gerais, cujo método para definição do valor já havia sido estabelecido no momento do contrato.

O que está por trás do funcionamento de uma seguradora é o fato que, é mais vantajoso para o agente pagar o prêmio à seguradora e dividir o risco, do que depois ter que arcar com os prejuízos de maneira integral diante da possibilidade de ocorrer determinado evento que prejudique o bom funcionamento dos seus negócios ou que comprometam a sua própria vida. Do ponto de vista da companhia, toda vez que uma apólice é emitida, a seguradora deve coletar o máximo de informações que puder do segurado a fim de, com base nelas, delinear o perfil do risco do seu cliente, calcular a perda em caso de sinistro e o prêmio. Sabendo o valor dos prêmios recebidos dos segurados e os riscos para os quais a seguradora comprometeu-se a indenizar, é calculado matematicamente o montante mínimo de recursos que a empresa deve provisionar para conseguir cumprir as suas obrigações futuras. Como é suposto que nem todos os riscos assumidos por ela se traduzirão em sinistros ao mesmo tempo, a companhia investe a quantia que não foi alocada como reserva em instrumentos líquidos ou de curto prazo para, quando necessário, fazer frente ao pagamento dos sinistros previstos em seus contratos e ainda auferir os lucros desejados.

---

<sup>5</sup> Subseção redigida com base em Contador (2007) e D'Oliveira (2005).

Esse portfólio de investimento formado para diversificar as formas de aplicação e assim reduzir o risco, é chamado de carteira de reserva técnica.

Por investir esse conjunto de prêmios recebidos por seus segurados, as companhias são consideradas investidores institucionais, ou seja, pessoas jurídicas que investem uma parcela de seu capital no mercado financeiro, constituindo uma carteira de investimento e se tornando, portanto, agentes fundamentais para o sistema financeiro. As companhias seguradoras fazem parte dos maiores investidores institucionais atuantes nos mercados financeiros globais (sendo apenas menores que bancos universais ou de investimento), visto que grande parte dos ativos sob gestão de *private equities* e *hedge funds* são de propriedade dessas companhias (SCHICH, 2009). Dessa forma, elas são responsáveis por movimentar grandes volumes de capital e são consideradas de grande importância por absorverem a volatilidade dos mercados ao operarem com perspectivas de longo prazo, além de terem gestão baseada na administração do risco.

Como as companhias seguradoras são geralmente financiadas por um fluxo relativamente estável de prêmios, não são tão dependentes de captações no mercado de curto prazo e estão menos sujeitas a riscos de liquidez do que bancos com carteira comercial ou de investimento. Entretanto, elas não estão completamente imunes ao risco uma vez que seus investimentos também podem ser atingidos pela depreciação dos ativos em consequência de rebaixamentos de ratings, por exemplo.

Independente disso, por lidar com riscos diversos, as companhias seguradoras precisam estar sempre atentas ao modo como fazem a gestão de sua carteira de seguros para otimizar a sua atuação. É fundamental que se tenha uma grande quantidade de riscos segurados suficiente para minimizar os possíveis efeitos da ocorrência de sinistros, visto que, estatisticamente, quanto maior a quantidade de apólices firmadas pela companhia, menor será a probabilidade de acontecer algum evento adverso que não tinha sido previsto no momento do contrato. Além disso, é do interesse das seguradoras que os riscos tomados não sejam muito heterogêneos para que a estrutura financeira da empresa não fique sujeita a flutuações e essa instabilidade não permita que sejam feitas previsões sobre o desempenho dela. Cabe destacar ainda que as companhias devem buscar dispersar geograficamente suas áreas de comercialização dos seguros para que um possível sinistro em determinada região não represente um grande prejuízo. Por fim, espera-se que a seguradora seja prudente e evite assumir riscos que possam proporcionar sinistros

que extrapolem o nível de provisão de reservas e comprometam a capacidade de solvência da empresa (D'OLIVEIRA, 2005).

A partir desses princípios – grande massa segurada, homogeneidade dos valores segurados, dispersão geográfica e prudência – cada seguradora formula a sua política de aceitação de riscos (subscrição), determinando quais seguros serão aceitos, retidos ou transferidos na forma de resseguro. A aceitação do risco consiste em efetivar o contrato de seguro, enquanto a retenção é a definição do percentual de sinistro que a seguradora está disposta a assumir e o que excede é repassado para uma ressegurador, lembrando que o prêmio arrecadado é proporcional ao risco assumido pela companhia.

Toda essa movimentação do mercado de seguros depende do relacionamento operacional entre as instituições que o compõem. Diante da percepção de algum risco que precisa de cobertura, o segurado (cliente) faz o contato com uma companhia seguradora através de um corretor oficialmente certificado para desempenhar tal função – responsável por representar o segurado no mercado. Uma vez emitida a apólice por parte da seguradora e feito o pagamento do prêmio por parte do cliente, é firmado o contrato entre as três partes e essa é a etapa inicial da cadeia de produção do seguro. As operações derivadas dessa relação são direcionadas por normas técnicas que delimitam o comportamento das seguradoras perante os riscos contratados. O limite operacional (LO) define a perda máxima que a seguradora ou resseguradora<sup>6</sup> pode ter no caso da ocorrência de sinistro, além de estabelecer a capacidade máxima de retenção de cada risco isolado por contrato de seguro. Esse limite é colocado com base no patrimônio líquido ajustado da seguradora e o que ultrapassá-lo deve ser repassado para outras companhias na forma de resseguro ou cosseguro<sup>7</sup>. Já o limite técnico (LT) define o máximo de responsabilidade que pode ser retido em cada ramo de seguro por uma seguradora e é determinado de acordo com o limite operacional.

---

<sup>6</sup> A resseguradora é companhia responsável por comercializar contratos de resseguro – que um contrato que realiza a transferência para uma seguradora de parte do risco referente a uma apólice, que excede a capacidade da seguradora que inicialmente emitiu o contrato. Este assunto será abordado com mais profundidade na subseção 1.3.3.

<sup>7</sup> Na definição de Contador, “Cosseguro é a distribuição de um seguro por várias seguradoras. É emitida uma só apólice pela seguradora líder, que também fica responsabilizada pela liquidação do sinistro. (...) O cosseguro facultativo estabelece que as seguradoras, com concordância do segurado, distribuem os riscos entre si, sem solidariedade, ou seja, cada seguradora responde por seu percentual de participação no seguro. No cosseguro obrigatório a participação de cada seguradora é limitada pela respectiva capacidade de retenção” (Contador, 2007, p. 94).

Diferentemente de outras empresas ligadas ao comércio, as seguradoras não têm como saber o custo total da venda de seu produto (no caso, a proteção ao risco estabelecida na apólice) no momento da operação. Dependendo do tipo de seguro negociado, é extremamente complicado mensurar o custo exato e o sinistro pode demorar muito para acontecer ou até mesmo não ocorrer, representando custo zero para a companhia. Após o recebimento do prêmio por parte da seguradora, uma parte do valor é incorporada às reservas – que são aplicadas em diversos ativos e títulos públicos, constituindo a carteira de investimentos – e outra parte é destinada para pagar despesas de comercialização, administrativas e outras decorrentes do dia a dia da atividade seguradora. A diferença entre esta parte e as despesas efetivas determina o resultado industrial, que somado ao retorno financeiro da carteira de reservas fornece o resultado operacional. Como geralmente o resultado industrial é negativo, o resultado final da empresa, visando o lucro, depende em grande parte de uma gestão eficiente da carteira de ativos e da boa integração do setor de seguros com o mercado financeiro.

## 1.3 Tipos de Seguro<sup>8</sup>

### 1.3.1 Seguros de vida (*life insurance*)<sup>9</sup>

As companhias seguradoras especializadas no ramo de seguro de vida emergiram primeiramente no Reino Unido em meados dos séculos XVII e XVIII quando foram desenvolvidos melhores métodos estatísticos para cálculo da mortalidade e outras questões relacionadas a qualidade de vida das pessoas. Atualmente elas representam o maior segmento do setor de seguros mundial pelo fato de oferecerem cobertura contra mortes, incapacidade e doenças, geralmente na forma de produtos de poupança de médio ou longo prazo.

Segundo a classificação adotada por Skipper & Kwon (2007), o seguro de vida pode ser comprado por indivíduos (*personal insurance*) ou por organizações (*commercial insurance*) e as apólices possuem pagamentos condicionados à ocorrência de algum evento específico. Mesmo com algumas especificações em comum, existem muitas maneiras de classificar os diferentes tipos de seguro de vida comercializados, variando de país para país. O que será adotado aqui é a diferenciação segundo o modo de precificação das apólices de seguro – *mortality-based* ou *mobility-based* – que é geralmente utilizada nos EUA, Canadá e alguns países asiáticos.

As apólices de seguro classificadas como *mortality-based* são apólices cujo pagamento ao segurado ou ao beneficiário é determinado apenas pelo fato do segurado estar vivo ou morto, sendo baseadas em tabelas de mortalidade para cálculo do prêmio e do risco envolvido. Neste caso, as apólices são chamadas de *life insurance* se o pagamento do benefício for feito somente se o segurado falecer durante o período de vigência do contrato e *annuities* ou *endowments* quando o benefício é pago no caso do segurado sobreviver por um tempo determinado ou passar de certa idade.

Já as apólices *mobility-based* possuem pagamento condicionado à incapacidades, doenças ou lesões, utilizando tabelas de morbidade com probabilidades de acontecimento ou duração destas condições por idade ou por faixa etária para fornecer as informações necessárias para precificação das apólices. Esse tipo de seguro relaciona-se ao fato de que os indivíduos podem ter três tipos de perdas econômicas associadas à saúde e para cada uma delas existe um seguro específico. Para reembolso de despesas médicas no caso de doenças ou lesões, existe o *health insurance*. Quando se deseja contratar um seguro para o risco do indivíduo ficar incapaz de

---

<sup>8</sup> Classificação adotada pelo Financial Stability Forum (FSF).

<sup>9</sup> Subseção redigida com base no capítulo 21 de Skipper & Kwon (2007).

cuidar de si mesmo, seja por problemas físicos ou mentais geralmente associados com o processo de envelhecimento, existem as apólices do tipo *long-term care*. Já no caso da intenção de se prevenir contra algum problema de saúde ou algo que impossibilite o indivíduo de trabalhar, o que significaria redução ou perda de sua fonte de renda, pode-se comprar um seguro do tipo *disability income*.

Oferecendo tantas formas de benefícios e de possibilidades de proteção contra diversos riscos, as companhias seguradoras especializadas no ramo de seguros de vida ocupavam sete das dez primeiras posições do ranking das maiores companhias seguradoras do mundo, classificadas de acordo com suas receitas no ano de 2011. Segundo pesquisa referente a este mesmo ano, as principais seguradoras deste ramo são:

**Tabela 3 - TOP TEN GLOBAL LIFE/HEALTH INSURANCE COMPANIES BY REVENUES, 2011** (\$ millions)

Ranking	Companhia	Receita	País
1	Japan Post Holdings	211.019,00	Japão
2	AXA	142.712,00	França
3	Assicurazioni Generali	112.628,00	Itália
4	Nippon Life Insurance	90.783,00	Japão
5	Meiji Yasuda Life Insurance	77.163,00	Japão
6	MetLife	70.641,00	EUA
7	China Life Insurance	67.274,00	China
8	Dai-ichi Life Insurance	62.462,00	Japão
9	Aviva	61.754,00	Reino Unido
10	Prudential	58.527,00	EUA

Fonte: International Insurance Fact Book 2014, p.13<sup>10</sup>

### ***1.3.2 Seguros de ramos elementares (nonlife insurance)<sup>11</sup>***

Apesar de existirem indícios de formas de transferência de risco envolvendo transporte de bens desde cerca de 4000 anos atrás com os Chineses e Babilônios, a primeira apólice de seguro classificada como ramos elementares ou *nonlife insurance* foi feita em Gênova, Itália, no século XIV. Entretanto, esse tipo de seguro só se desenvolveu após o grande incêndio de Londres em 1666, que evidenciou as necessidades de segurar diferentes ramos além do ramo de vida e levou à criação da primeira seguradora especializada em *nonlife insurance* em 1680, chamada The Fire

<sup>10</sup> Based on an analysis of companies in the Global Fortune 500. Includes stock and mutual companies.

<sup>11</sup> Subseção redigida com base no capítulo 22 de Skipper & Kwon (2007).

Office. Este segmento engloba todos os ramos de seguro que têm por finalidade a garantia de perdas, danos ou responsabilidades sobre objetos ou pessoas, excluindo o que já é previsto no ramo vida (D'OLIVEIRA, 2005). Por se tratar de diversos ramos, esse tipo de seguro possui diferentes classificações. A classificação adotada por Skipper & Kwon (2007), separa as apólices em duas categorias: *property insurance* e *liability insurance*.

Os seguros do tipo *property* são os mais vendidos entre os seguros de ramos elementares e baseiam-se não no objeto em si, mas no direito de propriedade que a pessoa possui sobre o bem. Esse princípio impede que alguém possa segurar um bem que seja pertencente a outra pessoa. Cada seguradora é livre para determinar sua própria combinação de fatores que determinarão a subscrição (deste que dentro dos parâmetros da lei) para a precificação do risco envolvido, o que faz com que o mesmo risco possa ser precificado de forma diferente para cada companhia. No entanto, existem alguns fatores que geralmente são adotados por todas para estimar uma base para o prêmio e que são derivados de informações dadas pelos clientes através do preenchimento de um questionário contendo tipo de construção, ocupação, proteção, exposição e localização, além do valor do bem em questão. Em seguida, esta proposta de seguro é ajustada de acordo com o limite do seguro, causas de perdas cobertas, cosseguro e outras coberturas adicionais determinadas por cada seguradora e então é emitida a apólice.

A indenização desses seguros pode ser do tipo *actual cash value* (ACV), que considera o valor que foi pago para aquisição do bem trazido a valor presente e que seria necessário para substituir ou reparar o dano na propriedade subtraído o valor da depreciação física ou obsolescência do bem. Já o tipo *replacement cost* baseia-se no custo de reposição ou aquisição de um novo bem no momento do dano, sem deduções por depreciação.

Diante disso, diversos tipos de cobertura de riscos relacionados a bens ou propriedades podem ser classificados dentro dos ramos elementares. Um dos mais comuns é o seguro contra incêndio, que oferece cobertura em caso de fogo ou relâmpago no bem e pode ser vendido tanto para imóveis residenciais quanto comerciais. Existem também os seguros que oferecem cobertura no caso de perdas decorrentes de um ato criminoso, sendo mais utilizados por empresas para evitar riscos relacionados a fraudes informáticas, desonestidade de empregados, extorsão, roubo, etc. Outros seguros tratam de riscos que envolvem propriedades automotoras com carros, navios e aviões, além de poder segurar também cargas que são transportadas por vias marítima, terrestre ou aérea.

A categoria *liability insurance*, por sua vez, envolve o que é conhecido no Brasil como seguro de responsabilidade civil e tem o objetivo de garantir a proteção do patrimônio do segurado no caso dele ser responsabilizado, por meio de reclamação direta ou de forma judicial, por causar danos materiais, corporais ou morais involuntários a terceiros. Esse tipo de apólice pode ser contratado tanto por indivíduos – para garantir o pagamento de danos causados a outras pessoas no caso de um acidente de trânsito no qual o segurado seja o responsável, por exemplo, como também por empresas. No âmbito empresarial, é comum que diretores, administradores e gerentes de empresas adquiram uma apólice referente a *directors and officers liability insurance* (D&O), que garante indenização caso ocorram danos derivados de suas decisões na empresa. Existe também a cobertura de riscos associados a profissionais liberais, envolvendo negligência, falhas ou imperícias causadas a terceiros durante o exercício da profissão – é o chamado *professional liability insurance* ou popularmente *errors and omissions* (E&O).

Diante da possibilidade de diversas formas de cobertura de riscos que os ramos elementares oferecem, esse tipo de seguro tem ganhado importância no cenário mundial, apesar de estas seguradoras ainda apresentarem balanços contábeis menores do que as seguradoras especializadas no ramo vida. De acordo com o ranking das maiores companhias seguradoras de ramos elementares do mundo, classificadas de acordo com suas receitas no ano de 2011, oito das dez primeiras colocadas tem origem na Alemanha, EUA e Japão, como pode ser observado na tabela 4.

**Tabela 4 - TOP TEN GLOBAL PROPERTY/CASUALTY INSURANCE COMPANIES BY REVENUES, 2011** (\$ millions)

Ranking	Companhia	Receita	País
1	Berkshire Hathaway	143.688	EUA
2	Allianz	134.168	Alemanha
3	Munich Re Group	90.137	Alemanha
4	American International Group	71.730	EUA
5	State Farm Insurance Cos.	64.305	EUA
6	Zurich Insurance Group	52.983	Suíça
7	MS&AD Insurance Group Holdings	47.684	Japão
8	Tokio Marine Holdings	43.264	Japão
9	People's Insurance Co. of China	36.549	China
10	NKSJ Holdings	35.343	Japão

Fonte: International Insurance Fact Book 2014, p.12

### **1.3.3 Resseguro**

O resseguro é uma forma de seguro contratado pelas próprias seguradoras para proteger-se contra a volatilidade em suas carteiras de seguros, além de minimizar perdas potenciais e garantir maior capacidade de subscrição, tornando-se uma das principais maneiras de distribuir o risco internacionalmente. Trata-se de um financiamento por parte da companhia seguradora com outra companhia resseguradora de uma parcela do risco ao qual ela se comprometeu em dar cobertura. Neste caso, a seguradora é chamada de cedente ou ressegurada. A quantidade de risco que não é abrangida no contrato de resseguro e fica retida pelo cedente é conhecida como retenção e o montante transferido como cessão (SKIPPER & KWON, 2007).

Os acordos de resseguro começaram a ser utilizados em Gênova na mesma época em que os contratos de seguro passaram a ser mais comuns. Como a viagem marítima para transportar mercadorias de Gênova para Flandres tinha trechos muito perigosos, o resseguro era utilizado para transferir o risco desses trechos específicos do segurador para o ressegurador, sem que necessariamente um contrato fosse estabelecido. Posteriormente, com o desenvolvimento dessa prática, surgiram as companhias resseguradoras e foram estabelecidos limites sobre a porcentagem de risco que poderia ser transferida e as bases reguladoras desse ramo.

Em decorrência de práticas ilícitas no mercado ressegurador da Inglaterra, nas quais o segurador transferia integralmente os riscos de suas apólices a prêmios menores do que os originais, o resseguro ficou proibido entre 1746 e 1864 neste país. No entanto, depois da Revolução Industrial, o acúmulo de riscos por parte das seguradoras foi tão acentuado que a alternativa de maior proteção proporcionada pelo resseguro se tornou cada vez mais necessária (D'OLIVEIRA, 2005).

Assim como é vantajoso que os seguros não sejam concentrados geograficamente, visando evitar que a ocorrência de um grave evento em uma região gere muitos sinistros para a seguradora, da mesma forma o resseguro permite que a perda no caso de determinados sinistros não seja tão grande para a companhia. Além disso, como D'Oliveira (2005) destaca:

“A utilização do resseguro permite que as companhias de seguros subscrevam riscos acima de sua capacidade, retendo apenas o percentual do risco compatível com seus limites. Isto é válido tanto para os riscos singulares como para o montante global de riscos assumidos. É um recurso importante para que se viabilize uma expansão do número de apólices emitidas sem que seja necessário imobilizar o volume de capitais próprios que se fariam obrigatórios caso não fosse utilizado o resseguro.” (D'OLIVEIRA, 2005, p.34).

O resseguro ainda proporciona às seguradoras uma forma de auxílio tanto para equilibrar a carteira quanto para estabilizar os resultados, visto que através dele há possibilidade de transferência dos riscos que possam ser muito discrepantes no seu portfólio e assim homogeneizar suas expectativas quanto aos sinistros. Por fim, pelo fato de receberem comissões pelos riscos ressegurados, as seguradoras podem cobrir parte do gasto feito com a emissão das apólices originais e assim fortalecer a sua solidez financeira.

Segundo Contador (2007), existem diversos fatores que determinam a demanda por resseguro. Na ótica das empresas, essa demanda depende da tributação, da estrutura de propriedade e do controle da empresa, do grau de alavancagem, do *rating* de crédito, do tamanho da empresa, da concentração em determinadas linhas de negócios, da defasagem entre pagamentos de prêmios e avisos de sinistros, da correlação entre retorno de inversões e custos de sinistros e da rentabilidade dos ativos. Dessa forma:

“No agregado, a demanda por resseguros reage a estes fatores, acrescidos de uma variável que sintetize a escala do mercado, o desenvolvimento financeiro do país, existência de resseguradores locais estatais ou protegidos, limites ao resseguro internacional, mercados não competitivos e restrições às empresas estrangeiras.” (CONTADOR, 2007, p. 108).

Dentro deste contexto, atualmente existem dois tipos de contrato de resseguro. O primeiro é chamado de resseguro facultativo (*facultative reinsurance*), caracterizado pela negociação de um contrato individual para cada caso que a seguradora deseja ressegurar. Ele é geralmente utilizado em operações de grande porte, cujo prêmio arrecadado é de grande valor, mas o custo de um eventual sinistro representaria uma perda significativa frente à capacidade financeira da empresa. Por este motivo ele costuma ser procurado no momento em que a seguradora está em processo de subscrição de um risco ou acaba de realizar essa operação. Este tipo de resseguro permite que as pequenas e novas seguradoras responsabilizem-se por grandes riscos que excedem a sua capacidade de subscrição individual e também ajuda as seguradoras a manterem seus balanços equilibrados. A principal desvantagem deste tipo de contrato é que ele não é sempre uma alternativa viável, visto que a seguradora pode ter que procurar exaustivamente por uma resseguradora que esteja disposta a fazer negócio e não encontrar (D'OLIVEIRA, 2005; SKIPPER & KWON, 2007).

Já o resseguro por contrato (*treaty reinsurance*) trata-se de um acordo no qual a resseguradora se compromete a assumir todos os riscos subscritos que são abrangidos nos termos

do contrato, ou seja, aplica-se automaticamente a todo o portfólio de riscos da seguradora cobertos pelo contrato a menos que estejam especificamente excluídos. Geralmente ele determina o tamanho máximo do risco, o limite do resseguro e o território de negócios ao qual se aplica. Dessa forma, o vínculo estabelecido entre a seguradora e a resseguradora assemelha-se a uma relação de sociedade e é muito mais forte e duradouro do que o resseguro facultativo. A vantagem neste caso é que, além do aumento da capacidade de subscrição, normalmente as seguradoras recebem algum tipo de assistência técnica das resseguradoras principalmente para estimativa e precificação dos riscos incorridos (D'OLIVEIRA, 2005; SKIPPER & KWON, 2007).

Por estes motivos o ramo de resseguros tem ganhado muita importância dentro do mercado de seguros e seu caráter internacional é expresso pelo montante do prêmio líquido subscrito pelas principais companhias resseguradoras, bem como pela diversidade de países de origem, como está destacado na tabela 5.

**Tabela 5 - TOP TEN GLOBAL REINSURERS BY NET REINSURANCE PREMIUMS WRITTEN, 2011**

(\$ millions)

Ranking	Companhia	Prêmio líquido subscrito	País
1	Munich Reinsurance Co.	33.719,20	Alemanha
2	Swiss Reinsurance Co.	22.868,00	Suíça
3	Berkshire Hathaway Re	15.350,00	EUA
4	Hannover Rueckversicherung AG	14.279,20	Alemanha
5	Lloyd's	10.735,50	Reino Unido
6	SCOR SE	8.891,50	França
7	Reinsurance Group of America	7.335,70	EUA
8	PartnerRe Ltd	4.486,30	Bermudas
9	Everest Reinsurance Co	4.108,90	Bermudas
10	Transatlantic Holdings Inc	3.859,60	EUA

Fonte: International Insurance Fact Book 2014, p.13.

## 1.4 Importância do setor de seguros na economia<sup>12</sup>

Ao fornecer um serviço que possibilita a transferência do risco das mais diversas áreas da vida dos agentes para companhias especializadas em buscar uma gestão eficiente dos mesmos, o setor de seguros destaca-se pelo seu papel fundamental na economia em âmbito mundial e nacional ao promover estabilidade social e financeira, mobilizar poupanças, suportar o comércio, estimular a atividade empresarial e melhorar a qualidade de vida os indivíduos. Sob adequadas política financeira e estrutura institucional e regulatória, os serviços de seguros e sua comercialização vão afetar diretamente a produtividade da economia e desempenhar importante função no desenvolvimento de um país.

Segundo Lakshmi Puri em UNCTAD (2007), existe uma correlação positiva entre o nível de desenvolvimento de um país e a cobertura oferecida pelo setor de seguros. Os países desenvolvidos tendem a ter os serviços oferecidos pelo setor de seguros mais eficientes e amplamente difundidos, não somente dentro do país, mas também como serviços exportados. Nestes casos, pode-se perceber a penetração do setor na economia através da maior participação no Produto Interno Bruto (PIB) em relação aos países em desenvolvimento. De acordo com dados de 2004, cerca de 9% do PIB dos países desenvolvidos era representado pelo setor de seguros, enquanto esta participação era de apenas 3,94% nos países em desenvolvimento (UNCTAD, 2007). Entretanto, tem sido observada uma taxa de crescimento maior do setor nos países ainda em desenvolvimento, mostrando que este cenário está sofrendo alterações e da mesma forma como o setor tem sido essencial nos países centrais, tem ganhado importância também nos países periféricos. Seja qual for a realidade econômica do país, o setor financeiro, incluindo o mercado de seguros, impulsiona a economia através da oferta de serviços financeiros (*supply-leading*). Por sua vez, a demanda dos mesmos induz o crescimento de instituições financeiras e seus ativos (*demand-following*).

O primeiro ponto a ser destacado sobre a importância do setor de seguros é o fato de que ele promove estabilidade financeira tanto para famílias quanto para empresas por oferecer serviços que transferem e dissipam os riscos tomados por estes agentes. Especializadas em gerir os riscos da melhor maneira possível e ainda auferir lucros com a venda dos serviços de seguros, as seguradoras permitem que os agentes não tenham que se preocupar com as possíveis perdas

---

<sup>12</sup> Seção redigida com base nos capítulos 1 e 2 de UNCTAD (2007) e Insurance International Institute (2013).

que poderiam sofrer e assim incentivam tomadas de decisão e investimento em projetos que talvez não fossem realizados em outras circunstâncias.

De modo geral, por ter forte relação com grande parte das atividades que se desenvolvem em um país (transporte, medicina, serviços bancários, etc) e possibilitar a transferência do risco presente em cada uma delas, o setor de seguros desempenha o papel de suporte das transações, do comércio, da atividade empresarial e da economia como um todo. A redução do risco que as seguradoras conseguem através da diversificação de portfólios e incentivo a melhor administração dos riscos aos quais os agentes e submetem, pode-se dizer que o setor de seguros não só dá suporte à economia como também diminui o risco ao qual ela está submetida.

Além disso, as seguradoras do ramo vida se destacam por serem canais de mobilização de poupanças. Como a maturidade das obrigações das seguradoras é geralmente maior do que a dos bancos, as seguradoras tem a possibilidade de utilizar os prêmios que recebem de seus segurados para investir no mercado de capitais e títulos de longo prazo – configurando uma maneira de canalizar as poupanças das famílias para o setor privado e corporativo. Por se tratar de um portfólio com realização de prazo mais longo do que geralmente são observados em outras instituições financeiras, teoricamente as seguradoras são menos vulneráveis e menos suscetíveis a crises de liquidez. Essa característica das seguradoras de investir o conjunto de prêmios recebidos por seus segurados no mercado financeiro e constituir uma carteira de investimento, aliada a perspectivas de longo prazo, confere a elas o caráter de investidores institucionais com papel fundamental na economia mundial - não somente por movimentar grandes volumes de capital, como por absorver parte da volatilidade dos mercados financeiros.

Ainda sobre as seguradoras do ramo vida, ao oferecer planos pessoais e personalizados de aposentadoria e planos de saúde privados, auxiliam na diminuição da demanda sobre programas de seguridade social e oferecimento de serviços na área de saúde, fazendo com que haja um alívio na pressão sobre o orçamento governamental. Nesse sentido, há uma melhoria não somente para o governo, mas também para a população como um todo, visto que muitos dos seguros do ramo vida podem proporcionar aos indivíduos melhor qualidade de vida e aumento da estabilidade social.

Nas últimas décadas o setor de seguros passou por avanços significativos decorrentes de transformações econômicas e tecnológicas que ocorreram. Primeiramente, o desenvolvimento da internet e outros tipos de tecnologia permitiram a diminuição de custos e maiores ganhos com o

aumento da eficiência, levando ao oferecimento de novos serviços e melhor estruturação da atividade seguradora. A tecnologia passou a ser um importante instrumento de marketing para as companhias e melhor relacionamento com o cliente, além de auxiliar o acesso e organização de informações.

Cabe destacar também que o estreitamento da relação entre os bancos e as seguradoras tornou possível o que ficou conhecido como *bancassurance* (combinação de banco e seguradora) e também conglomerados, nos quais são oferecidos diversos tipos de serviços financeiros. Essa sinergia, motivada pelos ganhos de escala, aumento das receitas do setor e desenvolvimento dos mercados *off-shore*, fez com que muitos destes serviços tenham se tornado mais complexos e sofisticados, exigindo novas formas de regulação e administração de risco.

Ademais, observou-se forte crescimento das companhias seguradoras internacionais, ampliando suas áreas de atuação ao abrir novas filiais em países periféricos. Elas desempenham papel fundamental por oferecer serviços que os mercados nacionais não eram capazes de oferecer, além de atrair outros investidores internacionais e fornecer *know-how* e técnicas de gerenciamento de risco compatíveis ao novo contexto do mercado financeiro internacional.

Há algum tempo os Estados Unidos vêm ganhando destaque no mercado de seguros não somente por ser o país de origem de grande parte das maiores companhias seguradoras, resseguradoras e corretoras de seguros internacionais, como pela importância que este setor tem na economia do país. Segundo dados do Insurance Information Institute (2013), o mercado de seguros proporcionou 2,3 milhões de empregos e possuía US\$6,7 trilhões de ativos financeiros no ano de 2011, além de ter contribuído com US\$404,6 bilhões para o PIB de 2010. A magnitude destes números evidencia a forma como a atividade seguradora está diretamente relacionada ao desenvolvimento da economia de um país e pode proporcionar melhores condições para que ele aconteça.

## CAPÍTULO 2 – A CRISE FINANCEIRA

### 2.1 Antecedentes e contexto da crise

Desde agosto de 2007, quando se iniciou a crise financeira que posteriormente tomou proporções mundiais, observa-se a necessidade de reavaliar o modo como o Estado intervém ou deveria intervir na economia, além da eficácia do arcabouço regulatório em uso na época, que permitiram a forte onda de valorização dos ativos imobiliários. O estouro da bolha especulativa teve consequências gravíssimas, expressas por fortes quedas nas Bolsas de Valores mundiais, prejuízos bilionários nos maiores bancos dos EUA, queda nos preços das *commodities* e a quebra de instituições, como o Lehman Brothers. Por estes motivos, o que era classificado como uma crise financeira se tornou uma crise econômica, com recessão e altos índices de desemprego.

A análise colocada no texto da “Hipótese de Instabilidade Financeira” de Minsky (1992) mostra que nas economias capitalistas com sistema financeiro sofisticado e que se encontram em contínua evolução, os períodos de estabilidade e crescimento são sucedidos por períodos de instabilidade financeira e crise. Nestes períodos mais caóticos, podem-se observar o estouro de bolhas especulativas, deflações de débito e de preços com potencial para ficar fora do controle – fatores característicos do processo de *debt-deflation* abordado por Fisher (1933). Ademais, a emergência de inovações financeiras contribui para elevar a alavancagem e o risco do sistema financeiro e econômico que, juntamente com o aumento das dívidas em relação ao fluxo de renda e posições mais arriscadas dos agentes, configuram um cenário extremamente frágil. Esta análise de Minsky mostrou-se muito atual, apresentando significativas contribuições para o entendimento da crise financeira desencadeada em 2007<sup>13</sup>.

Tendo este panorama, é fundamental entender o modo como o sistema financeiro internacional se estruturou no início dos anos 2000 e suas principais características, sendo este o tema da primeira subseção. Posteriormente serão abordadas as especificidades do mercado imobiliário norte-americano, que contribuíram para a formação da bolha especulativa e por fim, como estas inovações financeiras foram utilizadas para a concessão de crédito imobiliário – abrangendo, portanto, os principais determinantes que desencadearam a crise financeira.

---

<sup>13</sup> Para mais informações, consultar FERREIRA & PENIN (2007).

### ***2.1.1 Globalização Financeira e Securitização***

A arquitetura do sistema financeiro internacional característica dos anos 2000 foi determinante no processo que desencadeou a crise financeira, transformando o que era uma crise de crédito clássica em uma crise de caráter sistêmico com imensas proporções. Diferentemente de uma crise de crédito clássica, na qual é possível ter noção da somatória dos prejuízos potenciais, a crise vivenciada a partir de 2007 teve seus prejuízos multiplicados em decorrência do desenvolvimento dos derivativos de crédito e dos produtos estruturados lastreados em diferentes operações de crédito - que também foram responsáveis pela redistribuição dos riscos para diversas instituições financeiras em escala global - tornando sua dimensão quase incalculável (FARHI e CINTRA, 2009b).

Os desdobramentos da crise suscitaram muitos questionamentos acerca da atuação de diversas instituições financeiras e da eficácia dos princípios básicos de regulação e supervisão bancária e financeira, que permitiram que a arquitetura financeira se configurasse de maneira a permitir alto grau de integração, interconexão dos balanços e opacidade das operações. Visando a ampliação da concessão de crédito sem a necessidade de aumentar suas reservas, de acordo com as exigências dos Acordos de Basileia, os bancos universais buscaram formas de retirar os riscos de crédito de seus balanços e, nesse sentido, os novos instrumentos financeiros e o surgimento de agentes dispostos a assumir a contraparte das operações, foram cruciais no contexto pré-crise (FARHI e CINTRA, 2009a). Como Freitas e Cintra (2008) destacam:

“O espraiamento da crise, inicialmente localizada em um mercado relativamente pequeno, tem suas raízes no processo de securitização dos créditos e no desenvolvimento de novos instrumentos e produtos financeiros, em particular dos derivativos de crédito, no qual os conglomerados financeiros desempenham papel crucial” (FREITAS e CINTRA, 2008, p. 415).

As transformações no sistema financeiro foram acompanhadas por mudanças significativas no comportamento dos bancos após os anos 1980 (FREITAS e CINTRA, 2008). Os bancos caracterizam-se principalmente pela capacidade de criar moeda bancária escritural através dos depósitos, além da concessão de empréstimos com os recursos provenientes de seu capital próprio e do que recebem dos depositantes. Eles podem também emitir títulos de dívidas para obter novos recursos e assim conceder mais empréstimos. Por se tratar de operações que conferem um caráter instável ao sistema, historicamente, foram criadas instituições com o objetivo de garantir que os bancos fossem capazes de fazer frente às solicitações de saques dos

depositantes sempre que necessário, além de terem todas as suas operações reguladas e supervisionadas (FARHI e CINTRA, 2009b).

No entanto, essa maior ênfase dada às necessidades de liquidez e capital nas últimas décadas levaram os bancos comerciais a deixarem de atuar somente como fornecedores de crédito e se tornarem também intermediadores de recursos em troca de comissões, ao aumentar de maneira significativa o volume de crédito concedido sem precisar aumentar suas reservas de capital conforme o que é exigido, uma vez que agora tinham desenvolvido os meios que viabilizavam a retirada de parte dos ativos de alto risco de seus balanços (FARHI e CINTRA, 2009a). Os novos instrumentos financeiros, denominados produtos financeiros estruturados, permitiram a constituição de um mercado secundário para os empréstimos. Ao priorizar operações chamadas *off-balance-sheet* e criar empresas com propósitos especiais (Special Purpose Vehicle - SPV), os bancos conseguiam transferir parte de suas carteiras de crédito para estas empresas (FREITAS e CINTRA, 2008).

Além disso, bancos passaram a mudar sua forma de atuação ao administrar fundos de investimento e ofertar novos serviços aos clientes, como gestão de ativos, seguros financeiros (*hedge*) e linhas de crédito nas emissões de *commercial paper*, além de outros títulos de dívida no mercado de capitais (FARHI e CINTRA, 2009a). Nesse sentido, Freitas e Cintra (2008) ainda acrescentam:

“Nesse processo de formação dos *full-service banking*, bancos universais com diferentes linhas de negócio — varejo, investimento, seguro, gestão de ativos, gestão de fundo de pensão etc. —, emergem conglomerados financeiros menos dependentes das margens líquidas de juros, por meio de operações de empréstimos, como fonte de receitas e de lucros (...). Assim, o cerne do negócio bancário transformou-se da geração e carregamento de ativos, que geravam receita a partir dos *spreads* entre as taxas de juros, para geração e transação de ativos, atividades tradicionais de *brokers* e bancos de investimentos. Nesse movimento, o papel dos bancos no acompanhamento e avaliação da qualidade do crédito bem como no fornecimento da liquidez do sistema foi obnubilado.” (FREITAS e CINTRA, 2008, p. 415).

Dentro deste contexto das complexas relações entre instituições financeiras nos mercados de balcão, o que se observou nesta época foi o desenvolvimento do chamado *shadow banking system* (“sistema bancário global na sombra” ou paralelo)<sup>14</sup>. Ele é formado por um conjunto de

---

<sup>14</sup> Segundo McCulley, diretor executivo da Pimco (maior gestora de recursos do mundo), “o *global shadow banking system* inclui todos os agentes envolvidos em empréstimos alavancados que não têm (ou não tinham, pela norma vigente antes da eclosão da crise) acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos

instituições caracterizadas por funcionarem captando recursos no curto prazo e operando altamente alavancadas através do investimento no longo prazo em ativos ilíquidos - ou seja, funcionam como bancos, mas não são bancos. Na realidade, são instituições que utilizam os mercados de balcão para negociar produtos estruturados, *securities* e derivativos financeiros buscando cobertura de seus riscos de câmbio, de juros e de preços de mercado de outros ativos, bem como efetuar operações de arbitragem ou especular sobre a tendência dos preços (FARHI e CINTRA, 2009b).

No momento em que os mercados de balcão começaram a negociar derivativos de crédito e títulos oriundos da securitização dos créditos concedidos pelos bancos comerciais, juntamente com certos tipos de ativos denominados “produtos estruturados”, houve uma intensa ligação entre o sistema bancário e o *global shadow banking system*. Neste contexto, os bancos, que já estavam buscando formas de retirar os ativos mais arriscados de seus balanços para alavancar suas operações, passaram a adquirir proteção contra riscos de crédito, securitizaram créditos com rendimentos atrelados aos reembolsos devidos aos tomadores de empréstimos e criaram veículos especiais de investimento. Cabe destacar que este movimento só foi possível porque houve outros agentes que estavam dispostos a assumir estes riscos diante do retorno aparentemente elevado, na época (FARHI e CINTRA, 2009b).

Diferentemente dos bancos tradicionais, estas instituições financeiras pertencentes ao *shadow banking* não ficam sob forte regulação e supervisão, não possuem reserva de capital, não tem acesso aos seguros de depósitos e nem às operações de redesconto e às linhas de empréstimos de última instância dos bancos centrais. Por este motivo, o grau de vulnerabilidade a que elas ficam expostas é muito mais alto, podendo sofrer com desequilíbrios patrimoniais ou com uma corrida dos investidores para sacar seus recursos (FARHI e CINTRA, 2009a). Para terem acesso às operações de crédito, estas instituições captam recursos no mercado de títulos de curto prazo e adquirem os títulos de longo prazo securitizados com lastro em créditos emitidos pelos bancos. Outra possibilidade é vender aos bancos proteção contra os riscos de crédito - o que seria uma reprodução “sintética” das operações de crédito (FARHI e CINTRA, 2009b).

Portanto, o *global shadow system* engloba todos os agentes que se envolvem em operações de empréstimos altamente alavancados, sem ter acesso aos seguros de depósitos e/ou

---

centrais. Esses agentes tampouco estão sujeitos às normas prudenciais dos Acordos de Basileia” (FARHI; CINTRA, 2009<sup>a</sup>).

às operações de redesconto dos bancos centrais. Nesta definição enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes (*brokers-dealers*), os *hedge funds*, os fundos de investimentos, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras, além dos bancos regionais especializados em crédito hipotecário e agências quase-públicas, Federal National Mortgage Association (apelidada de Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Association (também conhecida como Freddie Mac) (FARHI e CINTRA, 2009a).

Dessa forma, o mercado financeiro passou a ter diversos movimentos que antes não eram possíveis. As vendas de operações de crédito e transferência de riscos de bancos globais e pequenos bancos regionais americanos para seguradoras e *hedge funds*, fornecimento de garantia de retorno dos produtos estruturados, além de expansão do crédito com diminuição do custo de endividamento para famílias e empresas foram viabilizadas pelas inovações financeiras construídas na época (FREITAS e CINTRA, 2008). É neste cenário que a securitização se desenvolveu, disponibilizando produtos e técnicas de gestão e transferência de risco de crédito através de produtos financeiros estruturados e derivativos de crédito (Figura 2).

**Figura 2 - PRODUTOS FINANCEIROS ESTRUTURADOS E DERIVATIVOS DE CRÉDITO**

<b>Ativos Subjacentes</b>	<b>Produtos Financeiros Estruturados<sup>1</sup></b>	<b>Instrumentos de Transferência dos Riscos de Crédito</b>
Crédito ao consumidor (cartão de crédito), hipotecas residenciais, hipotecas comerciais, empréstimos para aquisição de veículos e equipamentos.	<i>Asset-backed securities (ABS)</i> , dentre os quais <i>mortgage-backed securities (MBS)</i> , que podem ser: <i>residential-mortgage-backed securities (RMBS)</i> e <i>commercial real estate-backed securities (CREBS)/(CMBS)</i>	
Títulos de dívida, negociáveis e não-negociáveis, de empresas do setor privado e de governos, produtos estruturados, portfólios híbridos.	<i>Asset-backed securities (ABS)</i> , <i>Collateralized loan obligation (CLO)</i> , <i>Collateralized bond obligation (CBO)</i> , <i>Collateralized debt obligation (CDO)</i> , <i>ABS CDO</i> , <i>CDO de CDO (CDO2)</i> , <i>Constant Proportion Debt Obligation (CPDO)</i>	<i>Credit Default Swap (CDS)</i> , <i>CDO sintético (CSO)</i> , <i>CDS de ABS (ABCDS)</i> .

Fonte: Parisi-Capone (2008), Partnoy & Skeel Jr. (2006) e Fender & Mitchell (2005) em Freitas e Cintra (2008), página 417.

Por meio dos produtos estruturados os bancos juntaram os créditos concedidos em diferentes pacotes, submetem às agências de classificação de risco e lançaram títulos sobre eles, com rendimento proporcional ao fluxo de caixa gerado pela quitação das prestações dos créditos (FARHI e CINTRA, 2009a). Estes títulos eram divididos em cotas ou *tranches*, caracterizadas com riscos e retornos diferenciados. Os juros eram distribuídos segundo uma estrutura que ficou conhecida como “queda d’água” (*interest waterfall*), visto que inicialmente o primeiro reservatório (tranche sênior) precisaria ser preenchido para que depois ocorresse com os outros, *mezzanine* e *equity* (tranche intermediária e tranche mais arriscada, respectivamente). Por se tratar da fatia mais arriscada de uma operação que já envolve grande risco, sabendo que lida-se com riscos de crédito, a tranche *equity* foi chamada também de lixo tóxico (ou *toxic waste*).

Os títulos estruturados eram, muitas vezes, adquiridos por pessoas jurídicas criadas pelos bancos como tentativa de fuga da regulação à qual estavam submetidos. As SIV (Special Investment Vehicles), *conduits* e *SIV-lites* criadas emitiam títulos de crédito de curto prazo (Asset-backed commercial papers - ABCP) e utilizavam estes recursos para a aquisição dos títulos estruturados, principalmente as *tranches equity*. Essa operação se tornou uma maneira comum e atrativa para os bancos universais obterem mais recursos que permitiam a concessão de novos créditos e o aumento dos lucros, deixando-os ainda mais alavancados (FARHI e CINTRA, 2009b). Posteriormente, passaram a ser emitidas versões “sintéticas” destes instrumentos financeiros lastreadas em derivativos de crédito ao invés de créditos concedidos (FARHI e CINTRA, 2009a).

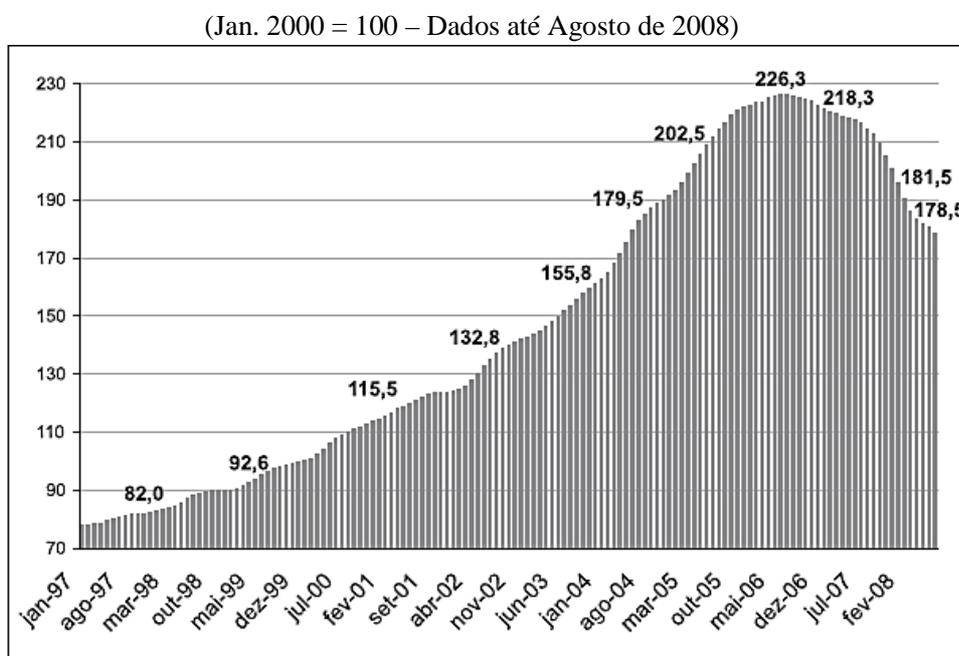
### ***2.1.2 O mercado imobiliário norte-americano***

A alta liquidez e baixa taxa de juros, observadas nos EUA desde a política monetária implementada após a crise de 2001 – decorrente de uma série de acontecimentos, como o estouro da bolha de ações de alta tecnologia, os ataques terroristas às torres gêmeas, a moratória da Argentina e o escândalo da contabilidade de grandes empresas dos EUA - impulsionaram o aumento do crédito imobiliário e criaram condições para que o mercado imobiliário norte-americano passasse por um período de forte expansão – considerado o mais longo período de valorização em cinco décadas. Com as condições de crédito facilitadas, permitindo acessíveis financiamentos imobiliários, a demanda por imóveis cresceu e a sua compra se tornou, para muitos, uma forma de investimento. Não somente isso, mas também a busca por novas hipotecas

aumentou em decorrência do ensejo de usar nova quantia de dinheiro para quitar dívidas ou até mesmo aumentar os gastos (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

A evolução no valor dos imóveis reflete este forte aquecimento no mercado imobiliário norte-americano entre o final da década de 1990 e o início dos anos 2000. Como é possível observar na Figura 3, o preço dos imóveis chegou a triplicar no período de 1997 a 2006, impulsionado pelas condições favoráveis de financiamento e taxa de juros.

**Figura 3 - EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE PREÇOS DOS IMÓVEIS NOS EUA DE 1997 A 2008**



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Índices; in Borça Jr. & Torres Filho, 2008, p. 135.

Como o mecanismo de financiamento imobiliário mais utilizado nos EUA é o mercado de hipotecas, houve forte aumento de suas operações no período em questão, chegando a ter uma média anual de movimentações de US\$ 3 trilhões entre 2001 e 2006. Este processo de crescimento no mercado imobiliário é devido a dois fatores principais.

O primeiro fator relaciona-se à ampliação da concessão de crédito hipotecário, principalmente para aqueles que antes não tinham acesso. O que se destaca, neste caso, é a inclusão do segmento denominado 'subprime', que engloba os clientes que antes não eram aceitos por não ter condições de arcar com os financiamentos. Estes devedores foram popularmente chamados de ninja (*no income, no job, no assets*), evidenciando o fato de que

muitos deles possuíam uma renda muito baixa ou não tinham condições de comprová-la, além de serem desempregados e não terem nenhum patrimônio que pudesse assegurar a o pagamento de sua hipoteca. Nessa época, os *subprimes* passaram a constituir boa parcela dos clientes das empresas financeiras especializadas no mercado imobiliário. Esse cenário configura o aumento do volume de empréstimos considerados de qualidade baixa por terem alto risco de inadimplência e taxa de retorno mais alta (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

Além disso, houve ampliação do processo de securitização, que permitiu a transformação de diferentes tipos de risco de crédito (de inadimplência e de degradação da qualidade do crédito), presentes nos balanços dos bancos, em ativos negociáveis. Então, os bancos comerciais passaram a poder minimizar o alto risco envolvido na expansão da concessão do crédito imobiliário ao transferi-lo para os investidores institucionais na forma de ativos securitizados e derivativos de crédito (FARHI, 2009) – o que, além de disseminar os riscos em escala sistêmica, permitiam maior grau de alavancagem das instituições financeiras, segundo Borça Jr. & Torres Filho (2008).

**Tabela 6 - HIPOTECAS EMITIDAS NOS EUA (2001 – 2006) em US\$ bilhões**

ANOS	HIPOTECAS EMITIDAS (A)	HIPOTECAS SUBPRIME (B)	(A)/(B) %	HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADAS (C)	(C)/(B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,40
2002	2.885	231	8,0	121	52,70
2003	3.945	335	8,5	202	60,50
2004	2.920	540	18,5	401	74,30
2005	3.120	625	20,0	507	81,20
2006	2.980	600	20,1	483	80,50

Fonte: Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual, Top Subprime Mortgage Market Players Key Data (2006); in Torres Filho, p. 4 (2008).

Pelo lado do segmento *subprime*, este processo fica mais evidente quando se observa que ao final de 2006, ele representava cerca de 20% do mercado total de novas hipotecas, contabilizando US\$ 600 bilhões de volume de operações. Aliado à questão da securitização, destaca-se que entre o total de novas hipotecas *subprime* emitidas de 2001 a 2006, a porcentagem daquelas securitizadas passou de 50,4% para 80,5%. Ou seja, a bolha do mercado imobiliário norte americano foi sustentada até meados de 2006 pelas hipotecas *subprime* e pela possibilidade de securitização das mesmas (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

Mais um fator que agravava o risco eram as características específicas da hipoteca em questão, na qual durante os anos iniciais (geralmente dois ou três anos) se pagava somente prestações relativamente baixas e com juros fixos – por isso eram chamados de empréstimos 2/28 ou 3/27. Após esse período, os juros se tornavam flutuantes e as famílias tinham que começar a pagar o reembolso do principal. Outro tipo de empréstimo foi chamado de *interest-only-loan*, que funcionava de maneira semelhante, mas nos anos iniciais se pagava apenas os juros relativos ao financiamento imobiliário.

A partir do momento em que acabava o período inicial de pagamento dos juros e de baixas parcelas, e diante da ascensão do preço dos imóveis, as famílias que tinham contraído o crédito imobiliário começaram a ter dificuldades, optando por vender o imóvel, liquidar o financiamento e recomeçar o processo de novo. Esse mecanismo permitia que o novo crédito hipotecário tivesse taxas de juros mais atraentes e que ocorresse uma forte expansão das operações das instituições financeiras (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

### ***2.1.3 A securitização dos empréstimos subprime***

Por se tratar de operações que envolvem alto risco, o financiamento do mercado de hipotecas e da securitização dos créditos concedidos não poderia ser feito contando com as garantias que normalmente são oferecidas pelo governo federal norte-americano a empréstimos residenciais para tomadores de baixa-renda<sup>15</sup>. Sendo assim, as inovações financeiras foram fundamentais para possibilitar o financiamento destas operações através da venda de títulos no mercado de capitais pela ação de agentes privados, tendo como instrumento principal deste novo esquema financeiro os derivativos de crédito (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

Inicialmente, os diversos contratos hipotecários são transferidos para um único fundo de investimentos, chamado *mortgage pool*, que emite cotas (tranches) sendo que cada uma possui uma taxa de retorno proporcional ao seu risco. Tanto o tamanho, quanto a relação risco/retorno de cada tranche são calculados através dos modelos estatísticos de gestão de risco das principais agências de rating (Standard and Poor's, Moody's e Fitch). Seguindo o mesmo padrão que já foi citado sobre o funcionamento dos produtos estruturados, as tranches emitidas permitem

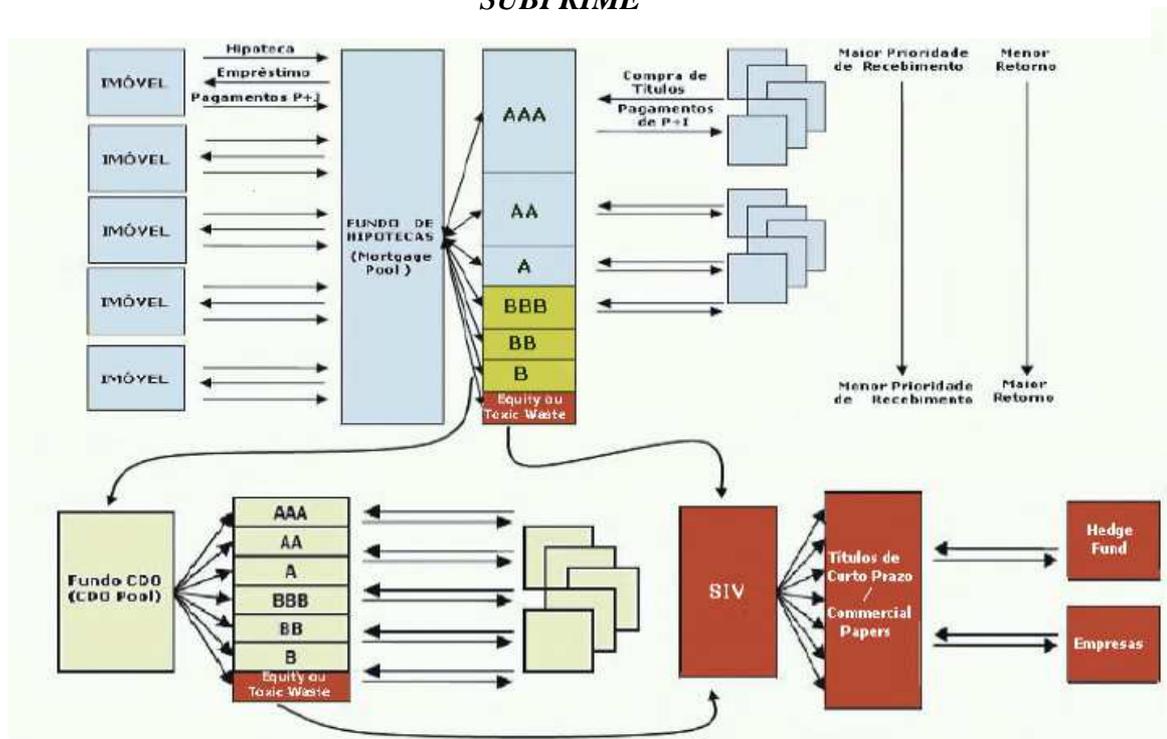
---

<sup>15</sup> As garantias dadas para o mercado de *mortgage-backed securities* eram dadas principalmente agência governamental americana Government National Mortgage Association (GinnieMae) e pelas duas agências quase-públicas a Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e a Federal Home Loan Mortgage Association (Freddie Mac). Cabe destacar que a Fannie Mae e a Freddie Mac tiveram que ser socorridas pelo governo norte americano durante a crise (FARHI, 2009).

rendimento conforme a ocorrência do pagamento das hipotecas, sendo que, no caso de inadimplência ou atrasos, a primeira parcela a assumir o prejuízo é chamada de patrimônio líquido (em inglês, *equity* ou também *toxic waste*). Em contrapartida, os detentores destas tranches mais arriscadas recebem a taxa de remuneração mais elevada do fundo e atuam, então, como amortecedores do risco para os outros cotistas (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

A estrutura denominada *interest fall*, que determina a distribuição dos juros entre as diferentes tranches, também esquematiza o que acontece no caso do prejuízo ser maior do que o montante aportado como *equity*. Nesta situação, o excedente é automaticamente de responsabilidade dos investidores das tranches com a classificação de risco seguinte, até que se chegue tranche sênior classificada como sendo do tipo AAA, se necessário. Acreditava-se que este mecanismo era uma forma de proteger-se contra maiores perdas, visto que os títulos deste tipo de fundo hipotecário não possuem as mesmas probabilidades de prejuízo (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

**Figura 4 - ESQUEMA ESTILIZADO DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS  
SUBPRIME**



Fonte: Torres Filho, 2008 (página 5).

Os bancos dividem as tranches em três grupos de acordo com a classificação de risco, para então serem colocadas no mercado, como está demonstrado na FIGURA 4. As menos arriscadas – AAA, AA, A – são vendidas diretamente aos investidores. Muitos destes créditos ainda foram “reempacotados” e exportados para fundos de investimento da Coréia, Taiwan, Austrália, China, França Alemanha, Reino Unido, entre outros (FREITAS e CINTRA, 2008). Já as tranches de risco médio, também chamadas de *mezzanine* – BBB, BB, B – e também as de maior risco – equity – passam por uma nova etapa de transformação financeira (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

As tranches do *mezzanine* são transferidas para um fundo CDO, junto com diversos outros títulos de dívida (empréstimos estudantis, recebíveis de cartões de crédito, recebíveis de financiamento de automóveis, entre outros). Esta diversificação de tipos de títulos em um mesmo fundo visa diluir o risco de cada hipoteca que, inicialmente, já tinha recebido uma classificação de risco maior e assim obter uma carteira melhor avaliada. Da mesma forma que o *mortgage pool*, o CDO emite novos títulos com base nestes ativos, também com risco e retorno escalonados. Borça Jr. & Torres Filho (2008) comentam sobre este processo da seguinte forma:

“Essa combinação de títulos, com naturezas distintas e riscos diversos, permitiu que inúmeros papéis lastreados nas hipotecas subprime fossem classificados como de baixo risco ou, até mesmo, como investment grade pelas agências internacionais de rating. O resultado final desse processo gerava uma ampla disseminação do risco de crédito, o qual era transferido das instituições financeiras originadoras para os mais diversos tipos de investidores.” (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008, p. 142).

Por fim, as empresas de investimento estruturado (SIVs) ficam responsáveis por encontrar uma maneira de financiar a parcela mais arriscada do fundo hipotecário e também do CDO – o *toxic waste*. Para isso, as SIVs emitem títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas (*asset backed commercial papers*), frequentemente utilizados nos EUA para captações e ou remuneração do caixa das empresas. O problema nesta parte do processo é que os ativos que constituem a carteira das SIVs, com lastro nos fluxos de pagamentos futuros dos financiamentos imobiliários, tem maturidade longa, enquanto os *commercial papers* tem maturidade de poucos meses. Isso torna necessária a constante colocação e resgate destes títulos no mercado e, para torna-los atrativos, a combinação entre alta rentabilidade com baixas taxas de juros (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008). Entretanto, a vantagem deste tipo de operação é que ela permite

ganhos extraordinários derivados da diferença entre as taxas de juros dos dois mercados em questão (FREITAS e CINTRA, 2008).

O que se observou neste processo de transformação financeira foi a possibilidade de permitir a união simultânea da redução dos custos de captação das instituições financeiras com a venda de títulos lastreados em créditos concedidos altamente arriscados, impulsionando o espraiamento de operações *off-balance*. Neste contexto, a conclusão dada por Borça Jr & Torres Filho, é expressa a seguir:

“Dessa forma, os bancos puderam não apenas ampliar seus níveis de alavancagem, contornando os limites impostos pelo Acordo da Basiléia, como também transferir os riscos de crédito para os mercados de capitais e patrimônio dos investidores. Assim, permitiu-se que as instituições financeiras originassem tais obrigações sem que isso gerasse uma piora sensível da avaliação de suas carteiras. Dessa forma, a cessão de créditos *subprime* constituiu-se em uma oportunidade de obter bons retornos com contrapartidas de risco inferiores àquelas que teriam de ser arcadas na ausência dos mecanismos de derivativos de crédito analisados.” (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008, p. 144)

## 2.2 O colapso da bolha imobiliária e seus desdobramentos

Como já foi colocado, a bolha imobiliária se sustentava a partir da valorização do preço dos imóveis e, paralelamente, da possibilidade de aumentar a concessão de crédito sem necessariamente aumentar as reservas de capital conforme é exigido pelas regras prudenciais. À medida que os novos instrumentos financeiros foram se desenvolvendo, o processo se intensificou e o mercado imobiliário, juntamente com o hipotecário e financeiro, passaram por forte expansão.

No entanto, a alta dos juros a partir de 2004 desencadeou queda na demanda por imóveis em meados de 2006. O maior pico do aquecimento do mercado imobiliário foi observado no quarto trimestre de 2005, com mais de 8,5 milhões de imóveis residenciais vendidos no período. A partir de então começa a desaceleração do mercado imobiliário, que gera consequências em todos os aspectos que estavam ligados a este processo (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

Inicialmente, os preços acompanharam a trajetória de queda da demanda, apresentando também desvalorização. Isso dificultou a situação de quem tinha tomado crédito visando a revenda do imóvel quando não fosse mais possível pagar. Com o movimento de queda brusca da demanda por imóveis e dos seus preços, ficou muito mais difícil renegociar as hipotecas, principalmente do segmento *subprime*. Começaram a aparecer, então, os primeiros indícios de inadimplência dos tomadores de empréstimo e o descompasso entre a oferta e demanda de imóveis - mesmo com a facilidade de crédito - levando ao questionamento acerca da confiabilidade dos títulos hipotecários e ao agravamento da queda do valor dos imóveis e dos títulos (TORRES FILHO, 2008).

Logo em seguida, a grande quantidade de prestações atrasadas prejudicou tanto as receitas esperadas das tranches *equity* pertencentes às SIVs, quanto as cotas de menor risco que formavam os fundos CDO. Diante do aumento da incerteza sobre os riscos envolvidos nestas operações, os agentes correram para resgatar as aplicações que tinham nos fundos imobiliários. Sobretudo, os agentes que financiavam no mercado de títulos de curto prazo as instituições que carregavam esses ativos pararam de fazê-lo, causando problemas de liquidez de curto prazo no sistema financeiro americano (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008).

Além disso, as famílias que tinham tomado crédito imobiliário e não tinham conseguido honrar as suas obrigações, liquidaram seus empréstimos entregando o imóvel ao banco financiador como forma de pagamento da hipoteca - o que é característico do mecanismo

conhecido como *walk away*. Como consequência, os bancos passaram a ter a propriedade de vários imóveis com preço deflacionado, levando-os a retrair a oferta de crédito e ter um custo maior de captação no mercado de capitais, visto que o movimento de deflação dos preços dos imóveis afeta diretamente a determinação do valor dos créditos hipotecários.

“Um contrato de financiamento hipotecário realizado com tais características possui um determinado valor de mercado quando securitizado. Se os preços dos imóveis se reduzem, a marcação a mercado desse contrato passa a ser diferente, pois o colateral – o imóvel – não mais fornece uma margem de segurança ao ofertante de recursos – o banco credor. Com isso, maiores são as chances de os compromissos hipotecários não serem honrados, uma vez que a dívida pode tornar-se maior que o valor do colateral, fazendo com que o tomador abandone o pagamento da hipoteca e entregue a propriedade do imóvel ao credor. Essa transação passa a ter um risco maior do ponto de vista do emprestador, dificultando também a venda desses créditos a terceiros no mercado de capitais.” (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008, P. 148-149).

Entretanto, estas não foram as únicas consequências para os bancos. O estouro da bolha imobiliária evidenciou o alto grau de inter-relacionamento do sistema financeiro global e como as inovações financeiras tinham gerado operações extremamente opacas, principalmente no mercado de balcão. A interação entre as instituições financeiras, visando a retirada do risco de seus balanços, na verdade só fazia com que através dos derivativos, elas se tornassem contrapartes umas das outras. Como consequência, quando opções de venda sobre os títulos de securitização de crédito que alguns bancos tinham comercializado começaram a ser exercidas, os bancos tiveram que comprar os ativos mesmo em meio à queda de preços e baixa liquidez (FARHI e CINTRA, 2009b).

Ao serem obrigados a assumir parte dos créditos que haviam sido securitizados, os balanços dos bancos voltaram a apresentar as grandes quantidades de ativos que eles detinham. Além disso, muitos já tinham se comprometido com novos financiamentos, visando securitizá-los e colocá-los no mercado de capitais, mas foram impedidos com a eclosão da crise, visto que os investidores não tinham mais interesse nestes créditos (BORÇA JR. & TORRES FILHO, 2008). Em suma, a necessidade de vários bancos terem que honrar seus compromissos e assumir suas posições alavancadas, acarretou fortes prejuízos e problema de liquidez no sistema bancário.

Os produtos estruturados e os derivativos de crédito tinham escondido o fato de que as instituições financeiras estavam atuando altamente alavancadas e detinham uma quantidade excessiva de ativos pouco líquidos, impedindo que a vulnerabilidade do sistema financeiro fosse percebida. A partir do momento que isso ficou evidente, “o risco sistêmico de um

*desmoronamento do sistema bancário como um todo se delineou*”, nas palavras de Farhi e Cintra (2009b).

Cabe destacar também que, devido à deterioração dos empréstimos imobiliários de alto risco, houve rebaixamento da classificação de diversos títulos que estavam lastreados em hipotecas subprime, por parte das agências de rating. Isso não só trouxe mais incerteza em relação aos novos instrumentos financeiros, como causou prejuízos para os agentes e empresas que possuíam estes títulos (FREITAS e CINTRA, 2008).

Neste contexto, os *defaults* e prejuízos foram observados em diversas instituições, agravando ainda mais a crise. No período de setembro a outubro de 2007, o Citigroup revelou uma perda de US\$3,1 bilhões e depois efetuou baixa contábil de US\$8,7 bilhões no seu balanço trimestral. Já o Merrill Lynch registrou perdas de US\$7,9 bilhões, relacionadas às hipotecas *subprime* (FREITAS e CINTRA, 2008). Em março de 2008, o Bear Stearns, que na época era o quinto maior banco de investimentos, teve que ser vendido para o JP Morgan Chase com uma ajuda de US\$29 bilhões em garantias do Federal Reserve.

Na Europa, o governo britânico teve que conceder cerca de 60 bilhões de libras para o Northern Rock e, não tendo sucesso em sua ação, o tornou público posteriormente. Já o Société Generale registrou um prejuízo de US\$7 bilhões por má gestão de um dos seus *traders* ao negociar os novos instrumentos financeiros com alta alavancagem (BLACKBURN, 2008). As perdas relacionadas ao mercado subprime foram registradas também nos balanços do UBS, Deutsche Bank, Bank of America, HSBC, Wachovia, Barclays, Crédit Suisse, Royal Bank of Scotland, Nomura Securities, entre outros (FREITAS e CINTRA, 2008).

A perda de confiança atingiu também as duas agências quase-públicas Fannie Mae e Freddie Mac, que tinham o propósito de prover liquidez ao mercado imobiliário norte-americano. Diante da queda do preço dos imóveis e do aumento da inadimplência, as duas institui es tiveram que ser resgatadas por meio de empréstimos do governo norte-americano e compra de suas a es, dada a alta porcentagem que suas garantias representavam no montante total de créditos hipotecários nos EUA (FARHI, 2009).

Considerado o ponto mais agudo da crise, setembro de 2008 destacou-se em decorrência da falência do Lehman Brothers e suas consequências.

“Ela acarretou a paralisa o das opera es interbancárias e a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de a es, de câmbio, de derivativos e

de crédito, em âmbito global. A recusa das autoridades americanas em impedir a falência do Lehman Brothers foi seguida pela compra do Merrill Lynch pelo Bank of America, enquanto o Goldman Sachs e o Morgan Stanley obtiveram autorização para se transformarem em *holding* financeiras (*financial holding companies*), sujeitas às normas de Basiléia, à supervisão do Fed e com acesso às operações de redesconto. Era o fim dos grandes bancos de investimento independentes de Wall Street (FARHI, 2009, p. 21).”

Não somente os bancos e instituições quase-públicas sofreram prejuízos, como também as outras instituições pertencentes ao *shadow banking system* – hedge funds, seguradoras, etc – também se mostraram extremamente vulneráveis. Neste cenário, foi preciso que os bancos centrais dos EUA e de diversos países da Europa e Ásia criassem programas de intervenção, visando salvar algumas instituições consideradas “*too big to fail*” ou pelo menos tentar minimizar os prejuízos, diante de uma crise de caráter sistêmico (FARHI, 2009).

O que se pode perceber é que o estouro da bolha especulativa no mercado imobiliário afetou não somente este mercado e o de crédito, como também as bolsas de valores, a confiança dos agentes e a precificação de ativos. Observaram-se, enormes prejuízos de bancos internacionais, redução dos valores de mercado de instituições financeiras privadas, queda na bolsa de valores, redução da liquidez na economia e, por fim, a falência do Lehman Brothers, que potencializou a crise, tornando-a uma crise financeira sistêmica em âmbito mundial.

Cabe destacar que tais disfunções no sistema financeiro só foram possíveis porque os *policy makers* e economistas se apoiaram na convicção de que os mercados financeiros são eficientes, ou seja, as cotações dos ativos são um reflexo verdadeiro de todas as informações conhecidas. Assim, com a desregulamentação não havia preocupação em ter supervisões e regulações financeiras que evitassem a formação de estruturas bancárias e instituições financeiras não bancárias altamente alavancadas e a expansão do crédito para um segmento com elevado risco. Investidores institucionais e veículos especiais de investimento (que formam o *Shadow Banking System*) puderam se tornar extremamente interpenetrados, fazendo com que a crise tivesse proporções muito mais graves e consequências disseminadas por todo o mundo (Farhi, 2011).

Já Persaud (2002) destaca que os reguladores estavam tão concentrados em supervisionar os bancos e a emergência do mercado de derivativos de crédito como um mecanismo que permitia que essas instituições vendessem uma parte significativa de seus riscos, que não tiveram a percepção de que o sistema financeiro estava ficando cada vez mais fluido e interligado,

fazendo com que o risco, ao mudar de mãos não fosse diluído (ao contrário do que se acreditava). Na verdade, o que a crise mostrou foi que ao transferir o risco dos bancos para outras instituições financeiras, como as companhias seguradoras, por exemplo, ele ficou concentrado em poucas mãos, aumentando o risco sistêmico.

## **CAPÍTULO 3 – RELAÇÕES ENTRE A CRISE E AS SEGURADORAS INTERNACIONAIS**

### **3.1 Inserção das companhias seguradoras no mercado financeiro internacional**

A inserção das companhias seguradoras no mercado financeiro internacional ocorre basicamente por sua participação nas linhas de investimento de títulos de dívida e ações. Ao arrecadar o prêmio a cada apólice emitida e realizar o pagamento de sinistros do percentual de riscos cobertos nos quais ocorre um evento adverso, o modo como cada seguradora gerencia este montante é determinante para a continuidade de seu negócio. Juntamente com a subscrição, que é a política de aceitação de riscos, a política de investimentos e as aplicações financeiras compõem as atividades fundamentais de uma seguradora (D'OLIVEIRA, 2005).

É fundamental que os riscos aos quais a companhia está se submetendo sejam adequados ao valor dos prêmios cobrados, bem como o cálculo da reserva técnica, representando o montante a ser reservado para gastos futuros com indenizações, e também de que forma será feita a política de investimentos da empresa.

Os resultados financeiros não são somente uma forma de administrar os recursos recebidos pelos segurados e garantir que, sempre que necessário, a companhia terá condições de pagar os sinistros, mas também uma forma de equilibrar as receitas totais das empresas. Como a atividade seguradora é diretamente influenciada pela materialização do risco em diversos casos e também pela tendência das pessoas à adquirir uma apólice de seguro, relacionada principalmente à aversão ao risco, é uma atividade caracterizada pela existência de fases. Em fases que possa ocorrer prejuízo operacional, as receitas financeiras obtidas em decorrência da aplicação dos recursos se tornam um importante meio de alcançar equilíbrio operacional (D'OLIVEIRA, 2005).

Neste contexto, a condição de solvência das seguradoras, mensurada de acordo com a compatibilidade entre seus ativos e passivos, se tornou alvo de normas de regulação e instrumentos de supervisão. Mesmo sabendo que o desempenho da atividade seguradora é dependente de características intertemporais, o objetivo é que se mantenha a liquidez das operações perante suas obrigações futuras.

### ***3.1.1 Políticas e estratégias de investimento***<sup>16</sup>

Como é inerente ao funcionamento da atividade seguradora o investimento visando a formação de uma carteira cuja gestão eficiente seja uma forma de garantir o pagamento de sinistros futuros e alcançar o equilíbrio financeiro, as companhias seguradoras desempenham um papel fundamental nos mercados financeiros internacionais. Mesmo em meio às mudanças derivadas da globalização financeira e securitização, estas companhias acompanharam todo o processo e sua inserção como investidores institucionais tem destaque dentro do *shadow banking system*. Como mostra D'Oliveira (2004):

“As seguradoras e outros investidores institucionais claramente têm influência no desenvolvimento dos seus mercados de capital nacionais. A demanda por investimentos das seguradoras, em termos da variedade dos instrumentos de crédito, qualidade de crédito, maturidade e outras características, ajuda a sustentar a demanda por títulos corporativos e outros ativos. Entretanto, essa influência é apenas uma dentre muitas outras que moldam o desenvolvimento dos mercados de capitais.” (D'OLIVEIRA, 2004, p. 13).

As formas de investimento adotadas por cada seguradora dependem do seu ramo principal de atuação. A estratégia de ativos de uma seguradora está diretamente relacionada ao perfil do fluxo de caixa de seus passivos – sendo este o determinante para a mensuração da quantidade de reserva técnica necessária para a companhia. Os ramos elementares caracterizam-se pelos contratos de curta duração, fazendo com que a gestão da carteira deste tipo de seguradora deva ser compatível com a possibilidade de pagamentos de sinistro em um horizonte temporal de, geralmente, um ano. Ou seja, sua necessidade de liquidez e disponibilidade de capitais devem levar em consideração os prazos de coberturas estabelecidas nas apólices, levando ao investimento em ativos cuja maturação é mais curta.

Já as seguradoras especializadas em seguro de vida comercializam um produto muito semelhante à poupança ou provisão de pensões, disponibilizando para a companhia uma quantidade maior de capital e, sabendo que seus passivos tem natureza relativamente longa, o incentivo para investir é muito maior. Não é por acaso que “as seguradoras de vida são as maiores detentoras de ativos financeiros, e seus balanços são geralmente bem maiores do que o das Ramos Elementares e o das resseguradora”, segundo D'Oliveira (2004, p. 13). No caso destas seguradoras, o fator de instabilidade não costuma ser a variação da ocorrência de sinistros,

---

<sup>16</sup> Seção elaborada com base em D'OLIVEIRA (2004) e D'OLIVEIRA (2005).

mas as condições de concorrência dadas pelo lançamento de novos produtos pelas seguradoras e os outros instrumentos de captação de recursos que as demais instituições oferecem.

Normalmente, a carteira de investimentos de uma seguradora de vida é prioritariamente constituída de investimentos em renda fixa com durações semelhantes às apólices vendidas, atendendo melhor à sua estrutura de passivos. Enquanto o mercado de renda fixa permite maior previsibilidade tanto do risco quanto do retorno, o mercado de ações, por mais que possa oferecer rentabilidade maior em períodos longos, não permite com tanta precisão a previsão do risco e volatilidade aos quais a companhia estaria se submetendo, fazendo com que o investimento nele possa comprometer a estrutura de ativos da empresa.

Entretanto, esta característica não evitou que algumas seguradoras estivessem mais envolvidas com as inovações financeiras e operações envolvendo descasamento de prazos nas últimas décadas, principalmente em decorrência do acirramento da concorrência entre as seguradoras e outros provedores de produtos de poupança e da possibilidade de maiores lucros, levando à criação de novos produtos. Segundo D'Oliveira,

“A duração mais curta e a maior variedade das apólices geraram passivos de maior volatilidade, estimulando a demanda por ativos de curto prazo e hedges de riscos de mercado, acarretando ainda que as seguradoras retivessem maior montante de capital para sustentar eventuais más performances dos seus investimentos” (D'OLIVEIRA, 2005, p. 50).

Isso mostra que, não somente a gestão dos ativos das companhias seguradoras é influenciada pelo comportamento dos mercados, como também a elaboração dos próprios produtos. Em 2001, por exemplo, a expansão dos índices dos mercados de ações, levou ao lançamento de apólices de seguro de vida com rendimentos atrelados a estes índices. Ademais, as apólices vinculadas a fundos acionários se tornaram comuns principalmente na França, Reino Unido, Bélgica e Sécia.

No entanto, destaca-se que a maior exposição do setor segurador se dá ao mercado de crédito e não de ações. Geralmente, os títulos corporativos apresentam menor volatilidade em relação aos mercados de ações e, mesmo podendo apresentar rentabilidade mais baixa, se mostram como uma alternativa mais apropriada para as seguradoras.

No âmbito macroeconômico, estas decisões de investimento são influenciadas pelos ciclos de conjuntura dos mercados financeiros – principalmente de alterações nas taxas de juros - e pelos ciclos de subscrição, que são os ciclos de negócios específicos do setor de seguros.

“Tomando por base investigações relativas a diferentes períodos, alguns autores relacionam fases de tensionamento nos preços à incidência de severas perdas de subscrição ou de investimentos em um dado mercado. Um choque de capital na forma de pagamentos de sinistros inesperados sobre as apólices existentes deteriora o capital das seguradoras e puxa para traz a curva de oferta de curto prazo. Se o capital não puder ser levantado a um custo relativamente baixo, as seguradoras passam a reduzir o montante de cobertura e elevar preços, num padrão de ajustes gerador de um ciclo de subscrição.” (D’OLIVEIRA, 2005, p. 51).

A rentabilidade das aplicações financeiras dos prêmios recebidos juntamente com a previsão probabilística dos riscos incidentes sobre o que é segurado – diretamente ligada ao custo dos sinistros – definem a estrutura de precificação das apólices de seguro. Desta forma, são determinadas as condições de oferta dos seguros e, no caso de uma mudança imprevista nos preços dos ativos que fazem parte do portfolio destas companhias, a precificação será diretamente afetada. Mais do que isso, exemplos como uma variação significativa da taxa de juros ou o rebaixamento da classificação do risco de um título que compõe a carteira da seguradora, podem gerar choques externos que levem a um ciclo de subscrição.

Nesse sentido, D’Oliveira mostra como as fases de *mercado tenso* (*hard-market*) e as fases de *mercado frouxo* (*soft-market*) estão relacionadas à variação dos parâmetros que definem as políticas de subscrição das seguradoras:

“Nas fases de *mercado frouxo*, os preços das apólices baixam e os seguros crescem em termos de penetração nos mercados, isto é, o quantitativo de transações se expande. Fases de *mercado tenso*, por sua vez, se caracterizam por rigorosa seletividade nas decisões de subscrição de riscos, apresentando significativos aumentos nos preços das apólices, e os valores arrecadados em prêmios crescem em detrimento do quantitativo de apólices vendidas. Estes movimentos cíclicos são determinados por variações na capacidade de capital das seguradoras. Com maior disponibilidade de capital, as seguradoras podem assumir volume maior de riscos subscritos, e isto induz a uma baixa nos valores cobrados nas apólices. Quando o capital das seguradoras se torna escasso, menos riscos podem ser subscritos, e mais caros são os prêmios cobrados.” (*op. cit.*, p. 52).

O impacto de possíveis variações divergentes em relação às previsões utilizadas para precificar as apólices ou calcular a probabilidade de ocorrência de sinistros pode ser atenuado através do resseguro. Esta é uma maneira das seguradoras não terem de arcar com todo o risco aportado pelas apólices comercializadas, reduzindo a sua exposição e vulnerabilidade. Mas a transferência na forma do resseguro não faz com que o risco deixe de existir, ele apenas é transferido para uma resseguradora, especializada em lidar com gerenciamento de altos riscos.

As decisões de investimento das resseguradora seguem basicamente as mesmas diretrizes das seguradoras, principalmente as de ramos elementares. A diferença é que a escala da estrutura de investimento é muito maior, fazendo com que a escala de capital adequada para a gestão dos riscos assumidos deva ser maior também.

### ***3.1.2 Atuação como investidores institucionais e participação no mercado de derivativos de crédito***

Uma das principais inovações decorrentes do processo de globalização financeira foi a securitização, que possibilita a transformação de um conjunto de ativos ou de instrumentos financeiros em títulos comercializáveis (*securities*), configurando um novo meio de captação de recursos. Dessa forma, diversas instituições (principalmente os bancos) passaram a utilizar as *securities* para retirar parte do risco de seus balanços e diminuir a necessidade de reserva de capital.

Antigamente, o caráter de investidores institucionais das seguradoras destacava-se mais pelo investimento em ativos de longo prazo e mercados de menor risco, contribuindo para absorção da volatilidade do mercado financeiro. Entretanto, estes instrumentos financeiros surgiram como uma nova alternativa atrativa de investimento para estas companhias, aliando alta rentabilidade e baixo investimento. Observou-se, então, a diversificação dos riscos assumidos pelas seguradoras, visto que seu portfólio passou a ser composto pelos riscos subscritos e também por aqueles decorrentes da composição de seus ativos (D'OLIVEIRA, 2005).

Neste processo, as seguradoras passaram a desempenhar papel de destaque dentro do *shadow banking system*, captando recursos no mercado de títulos de curto prazo e adquirindo os títulos de longo prazo securitizados com lastro em créditos emitidos pelos bancos. Dessa forma, as vendas de operações de crédito e transferência de riscos ocorreram dos bancos globais e pequenos bancos regionais americanos para seguradoras e outras instituições pertencentes ao *shadow banking*, como fundos de pensão e *hedge funds* (FREITAS e CINTRA, 2008; FARHI e CINTRA, 2009b). Isso fez com que houvesse um aumento significativo da vulnerabilidade das seguradoras e da exposição ao risco, quando na realidade acreditava-se que a securitização possibilitava a diversificação do risco, não o deixando concentrado nas mãos de poucos agentes.

Cabe destacar que as seguradoras não atuaram somente como compradoras de títulos, mas também utilizaram este instrumento para retirar parte do risco de seus balanços e possibilitar a

subscrição de novos riscos. As seguradoras e resseguradora especializadas em *property/casualty* passaram a emitir o que foi chamado de *catastrophe bonds* (*cat bonds*), que proveem um mecanismo de *hedge* contra desastres naturais ao transferir uma parte deste risco ao mercado de capitais (SWISS RE – Sigma, 2006; D’OLIVEIRA, 2005).

O processo de emissão de *cat bonds* é descrito no relatório da Swiss Re da seguinte forma:

“In a typical transaction, a special purpose vehicle (SPV) enters into a reinsurance contract with a cedent and simultaneously issues cat bonds to investors. The reinsurance is usually an excess of loss contract. If no loss event occurs, investors receive a return of principal and a stream of coupon payments that compensate them for the use of their funds and their risk exposure. If, however, a pre-defined catastrophic event does occur, investors suffer a loss of interest, principal, or both. These funds are transferred to the protection buyer or cedent, in fulfillment of the reinsurance contract.” (SWISS RE – Sigma, 2006, p. 4).

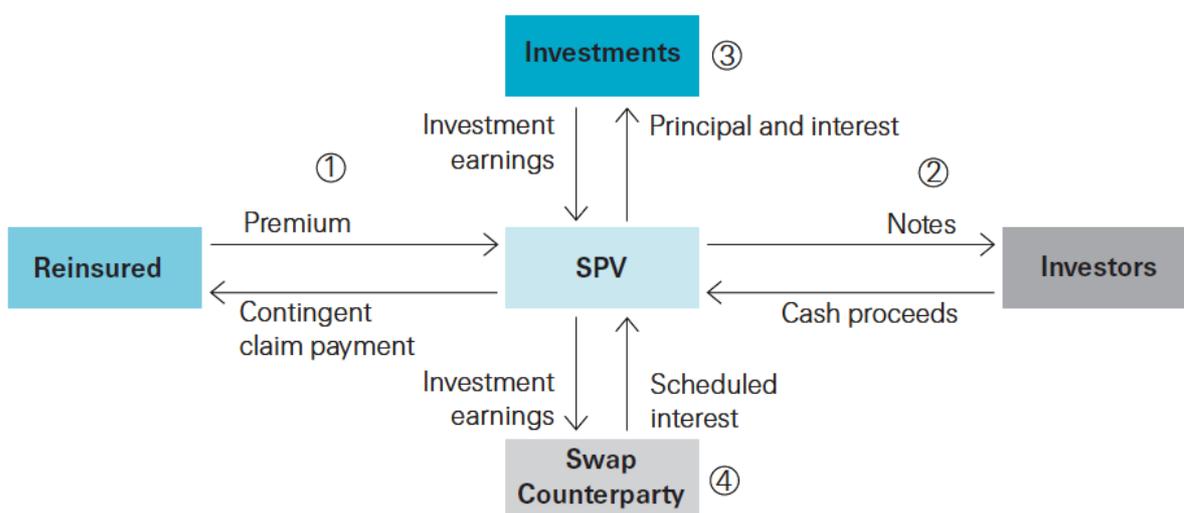
Neste contexto, foram desenvolvidos também títulos securitizados para o ramo de vida. Os *life bonds* são considerados um instrumento financeiro por securitizar o fluxo de pagamento de prêmios futuros das operações tradicionais das seguradoras de vida. Legalmente, o risco não é totalmente transferido, uma vez que a companhia permanece com parte de sua obrigação retida. Mesmo assim, o risco principal é assumido não mais pelas seguradoras, mas pelos investidores, sendo responsáveis tanto pelo prejuízo no caso de aumento da mortalidade, como pelo recebimento dos benefícios. Alguns dos *life bonds* são considerados *cat bonds* por transferir riscos extremos para o mercado de capitais. Eles são baseados em índices de mortalidade e se a taxa de mortalidade ao longo do tempo determinado for de acordo com o esperado, o investidor recebe sua contraparte. Entretanto, se a taxa de mortalidade subir significativamente, o investidor sofrerá perda (SWISS RE – Sigma, 2006).

Todos estes instrumentos financeiros são chamados de Insurance-linked securities (ILS), tendo como principal objetivo a transferência de um risco relacionado à emissão de um seguro para o mercado de capitais. Os ILS podem ser classificados pelo tipo de risco (ramos elementares ou vida) e também por ser um risco ligado a catástrofes ou não. O processo de emissão deste tipo de *security* é mostrado na FIGURA 5, e segue a seguinte ordem:

- 1) O ressegurado firma um contrato com um Veículo de Propósito Especial (SPV, em inglês).

- 2) O SPV faz o hedge do contrato financeiro ao emitir títulos para investidores nos mercados de capital
- 3) Os rendimentos derivados da venda dos títulos são investidos em títulos de alta qualidade
- 4) É feito um *swap* com o retorno dos investimentos em troca de uma taxa baseada na LIBOR.

**Figura 5 - ESTRUTURA INSURANCE-LINKED SECURITIES**



Fonte: Swiss Re Capital Markets in Swiss Re – Sigma, 2006.

A ampliação do processo de securitização também permitiu a transformação de diferentes tipos de risco de crédito (de inadimplência e de degradação da qualidade do crédito), presentes nos balanços dos bancos, em ativos negociáveis. Então, os bancos comerciais passaram a poder minimizar o alto risco envolvido na expansão da concessão do crédito ao transferi-lo para os investidores institucionais na forma de ativos securitizados e derivativos de crédito (FARHI, 2009a).

Um dos principais instrumentos financeiros que passaram a ser utilizados para transferir o risco do crédito foi a negociação no mercado de *credit default swaps* (CDS). Estas são operações na qual uma das contrapartes paga um determinado prêmio (geralmente chamado de “*spread*”) para comprar uma proteção de crédito e a outra contraparte se compromete a pagar certa quantia

no caso de acontecer um evento de crédito cuja ocorrência já estivesse prevista no momento da operação. O evento de crédito determina as premissas sob as quais será firmado o acordo de um *swap* de crédito - são considerados casos de falência, concordata, moratória, não cumprimento de obrigações, etc (FARHI, 2009b). Através do mercado de CDS, os altos riscos que a inclusão do segmento *subprime* trazia às instituições financeiras foram disseminados em escala sistêmica e permitiu maior grau de alavancagem destas. Segundo Persaud (2002), a explosão do mercado de derivativos de crédito possibilitava o declínio dos riscos nos balanços dos bancos. Entretanto, as instituições que vendiam essas proteções na forma de CDS se tornaram extremamente vulneráveis à inadimplência das hipotecas.

Em muitos casos, os derivativos de crédito eram comparados à comercialização de um seguro, apesar de algumas características serem bem distintas, como é mostrado no The Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC):

“Credit default swaps were often compared to insurance: the seller was described as insuring against a default in the underlying asset. However, while similar to insurance, CDS escaped regulation by state insurance supervisors because they were treated as deregulated OTC derivatives. This made CDS very different from insurance in at least two important respects. First, only a person with an insurable interest can obtain an insurance policy. A car owner can insure only the car she owns—not her neighbor’s. But a CDS purchaser can use it to speculate on the default of a loan the purchaser does not own. These are often called “naked credit default swaps” and can inflate potential losses and corresponding gains on the default of a loan or institution” (FCIC, p. 50).

O mercado de derivativos de crédito foi um dos determinantes para a intensificação da opacidade presente nos mercados financeiros. Uma vez que passou a estar cada vez mais relacionado ao *shadow banking system*, visto que muitas de suas instituições se colocaram como a contraparte dos bancos comerciais, vendendo proteção e se responsabilizando pelo pagamento em caso de um evento de crédito, a vulnerabilidade de companhias seguradoras e outras instituições se tornou muito maior.

Mais do que a exposição das companhias seguradoras tradicionais, neste contexto desenvolveram-se as seguradoras *monoline* – especializadas em seguros de crédito. Eram “*companhias com rating de AAA com o objetivo de prover aos investidores de títulos americanos uma garantia da pontualidade do pagamento dos juros e do principal originalmente determinados, em caso de um evento de default do emissor*”, segundo D’Oliveira (2005). Segundo determinação de vários estados norte-americanos, todo o seguro de crédito de títulos só

poderia ser feito pelas *monolines*. Nas últimas décadas, elas passaram a abranger também o mercado de derivativos de crédito, vendendo proteção de crédito e assumindo o risco de tranches de CDOs, ABSs e CDSs. (D'OLIVEIRA, 2005).

D'Oliveira (2005) explica como acontece o envolvimento das *monolines* nos mercados primário e secundário:

- As apólices de garantia financeira são emitidas com lastro nos fluxos de caixa dos ativos dos CDOs. No mercado primário, essa apólice é um dos documentos de operação da transação. As notas podem ser negociadas no mercado secundário com benefícios completos da apólice. No entanto, no mercado secundário, as *monolines* não fazem parte da transação original. Então, a apólice é normalmente emitida em benefício do detentor das notas do CDO e pode ou não ser transferível.
- Os CDSs são usados para prover um derivativo ou uma execução sintética de um CDO. Em tais transações, as seguradoras *monoline* estão primordialmente envolvidas com a tranche de menor risco (sênior ou super sênior).

Dessa maneira, percebe-se a importância da atuação das seguradoras para o desenvolvimento da securitização e aproveitamento dos benefícios, por parte de investidores e instituições, que as inovações financeiras podem proporcionar. Entretanto, é notável o maior grau de exposição e vulnerabilidade aos quais as seguradoras se submeteram ao fazer parte do *shadow banking system*. Cabe, então, analisar se as vantagens foram duradouras ou logo foram evidenciados os altos riscos destas operações.

### **3.2 O caso da American International Group (AIG)**

Mesmo diante do contexto em que se insere o setor de seguros, tradicionalmente conhecido por apresentar baixo risco sistêmico, durante a crise financeira iniciou-se grande discussão acerca da relação do setor com o desenvolvimento da crise. Isso aconteceu por causa do colapso e necessidade de socorro de uma das maiores seguradoras da época – a American International Group (AIG).

Uma das empresas mais tradicionais do setor, a AIG começou como uma organização seguradora em um pequeno escritório em Xangai nas primeiras décadas do século XX, ampliou sua presença na América na década de 1930 e se constituiu a American International Group nos anos 1960. Desde então ela foi responsável pelo comércio de parte significativa dos seguros mundialmente, introduzindo filiais em diversos países, adquirindo outras companhias do setor e expandindo seu portfólio de produtos. Mesmo sendo considerada uma das maiores companhias seguradoras do mundo e a maior dos Estados Unidos nos anos 2000, a AIG ganhou grande destaque pela forma como sofreu prejuízos diante da crise financeira que abalou a economia internacional a partir de 2007.<sup>17</sup>

Os problemas que atingiram AIG foram grandemente influenciados pelo portfólio de CDS comercializado através de uma entidade não-seguradora chamada AIG Financial Products (AIGFP), localizada em Londres - cuja praça financeira é muito desregulamentada e que, portanto, permitia que a AIGFP não estivesse sujeita às regulações seguradoras. A AIGFP e vários bancos de investimento foram pioneiros no mercado de CDS, que teve alta expansão nos anos 2000. Só a AIGFP teve US\$ 533 bilhões (valor nocional líquido) de CDS em circulação no ano de 2007, sendo que grande parte desses contratos estavam relacionados ao oferecimento de proteção contra crédito relacionado a perdas em empréstimos corporativos e hipotecas de residências de luxo (HARRINGTON, 2009). O FCIC mostra o papel de destaque que a AIG desempenhou no mercado de derivativos:

“Finally, the issuers of over-the-counter derivatives called credit default swaps, most notably AIG, played a central role by issuing swaps to investors in CDO tranches, promising to reimburse them for any losses on the tranches in exchange for a stream of premium-like payments. This credit default swap protection made the CDOs much more attractive to potential investors because they appeared to be virtually risk free, but it created huge exposures for the credit default swap issuers if significant losses did occur.” (FCIC, 2011, p. 132).

---

<sup>17</sup> Informações retiradas de [http://www.aig.com/our-90-year-history\\_3171\\_437854.html](http://www.aig.com/our-90-year-history_3171_437854.html) em 31 de julho de 2014.

Ao longo dos anos 2000, a AIGFP vendeu uma grande quantidade de CDS para bancos europeus e americanos, dando garantia para diversos ativos financeiros – entre eles, *mortgage-backed securities* e CDOs. Para os bancos era uma operação extremamente vantajosa porque permitia a neutralização do risco de crédito ao qual eles estavam submetidos e ainda podiam se proteger contra perdas derivadas de seus ativos financeiros. Por outro lado, a venda da proteção era conveniente para AIGFP, visto que a alta lucratividade mesmo diante do alto risco parecia valer a pena. O FCIC (2011) mostra as diferenças destas operações realizadas pela AIGFP em comparação às seguradoras *monoline*:

“AIG did not post any collateral when it wrote these contracts; but unlike monoline insurers, AIG Financial Products agreed to post collateral if the value of the underlying securities dropped, or if the rating agencies downgraded AIG’s long-term debt ratings. Its competitors, the monoline financial guarantors—insurance companies such as MBIA and Ambac that focused on guaranteeing financial contracts— were forbidden under insurance regulations from paying out until actual losses occurred. The collateral posting terms in AIG’s credit default swap contracts would have an enormous impact on the crisis about to unfold.” (FCIC, 2011, p. 141).

Com a crise, rebaixamentos de ratings e declínios nos valores mobiliários em que a AIGFP tinha negociado *swaps* de crédito, a AIGFP foi forçada a aportar grandes quantidades de garantia colateral. No final de agosto de 2008, este montante correspondia a cerca de US\$ 20 bilhões de garantias adicionais para sua carteira de CDS. AIG também incorreu em grandes problemas com o programa de empréstimo de títulos de suas subsidiárias de seguro de vida, que teve US\$ 69 bilhões em empréstimos em circulação no final de agosto e em setembro os mutuários começaram a pedir retornos de grandes quantidades de suas garantias. Os problemas de liquidez gerados pela exigência de altas quantias de colateral por estes dois motivos foram significativamente agravados pelo rebaixamento do rating da dívida de longo prazo da AIG pela Standard&Poors, Moody, e Fitch em 15 de setembro de 2008. (HARRINGTON, 2009).

Os *credit default swaps* vendidos por AIGFP e outras entidades não-seguradoras não foram suportados pelas grandes quantidades de capital que seriam provisionadas se fosse um tipo de produto semelhante a uma venda de seguros contra catástrofes. Segundo o The Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC, 2001, p.50): “*In the run-up to the crisis, AIG, the largest U.S. insurance company, would accumulate a one-half trillion dollar position in credit risk through the OTC market without being required to post one dollar’s worth of initial collateral or making any other provision for loss*”.

Alguns vendedores de CDS buscaram proteger-se contra o risco destas operações através da própria compra de *swaps* de crédito ou outros tipos de contratos. Por outro lado, eles também aumentaram suas apostas na alta dos preços do mercado imobiliário, investindo diretamente em valores mobiliários lastreados em hipotecas e outros títulos vulneráveis a reduções de preços deste mercado. A consequência dessas atitudes para a AIGFP é colocada claramente por Harrington (2009, p. 10): *“The contracts clearly were not backed by anything close to the amount of capital that would have been needed to respond to reductions in the value of the underlying securities and collateral calls by counterparties”*. Com o aumento crescente das inadimplências das hipotecas do segmento subprime, a AIG teria que arrecadar milhões em para poder cumprir com as suas obrigações referentes às negociações de *swaps*.

Neste contexto, FCIC (2011) mostra que a AIG não teve condições de honrar todos estes compromissos e isso significava não somente a falência da companhia, mas a falência também de muitas das instituições financeiras que compraram a proteção com CDS vendida por ela. Em decorrência destas implicações sistêmicas que a possível bancarrota da AIG causaria, em um sistema financeiro que já estava muito abalado, a autoridade monetária norte-americana teve que fazer uma intervenção. Inicialmente, o Federal Reserve assumiu o controle de quase 80% das ações da seguradora e socorreu a AIG emprestando US\$85 bilhões, que rapidamente se mostraram insuficientes. Em seguida, o Tesouro Americano adicionou US\$ 49,1 bilhões através do TARP. Ao longo do ano de 2009, ainda foram realizados outros programas (Maiden Lane II e Maiden Lane III) além de outras formas de ajuda, buscando de várias maneiras permitir o pagamento às contrapartes dos contratos de CDS e impedir a falência da companhia.

Na mesma época, o FED ainda resgatou o banco de investimentos Bear Stearns com uma garantia de US\$ 30 bilhões para facilitar sua aquisição pelo J.P. Morgan em março de 2008. Em setembro do mesmo ano, o Lehman Brothers declarou falência e o banco de investimentos Merrill Lynch foi vendido para o Bank of America. Mesmo com essas medidas para tentar atenuar os impactos da crise, o sistema financeiro internacional enfrentou muitas turbulências, que são sentidas e analisadas até hoje.

Segundo a reportagem do The Washington Post em fevereiro de 2011<sup>18</sup>, naquele ano a AIG conseguiu terminar de pagar para o Federal Reserve a quantia que havia sido emprestada

---

<sup>18</sup> Informações retiradas de <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2011/02/04/AR2011020407858.html> em 08/12 de 2014.

para salvar a empresa em setembro de 2008 e começava a mostrar sinais de recuperação, buscando novamente a confiança dos agentes econômicos.

Depois de alguns anos, a AIG voltou a ter melhores classificações de risco pelas agências de rating, o seu segmento de produtos financeiros sofreu grandes modificações, várias unidades foram vendidas e muitos cortes de custos foram feitos, visando a recuperação financeira da companhia e também a confiança do mercado. A reportagem do *The Economist* do início de 2013<sup>19</sup> destaca: *“In just four years it has freed itself from a \$182 billion bail-out; gone from being publicly owned back to the private sector (the Treasury sold the last of its stake in December); and turned itself into a leaner, simpler business. Now that it has successfully shaken off government ownership, AIG’s next task is to prove its worth as a stand-alone, listed company.”*

Em 2013 a unidade de grandes riscos patrimoniais e de responsabilidade da AIG teve a primeira melhora de rating desde sua falência em 2008. A Standard & Poor’s (S&P) alegou que a reestruturação tinha sido bem feita nos últimos anos e os investimentos foram eficientes no sentido de melhorar suas operações<sup>20</sup>. Isso evidencia que o esforço da companhia para se recuperar após o ocorrido durante a crise, surtiu efeito e trás de volta a importância dela para o setor de seguros.

---

<sup>19</sup> Informações retiradas de <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21571139-insurer-has-done-good-job-rehabilitating-itself-can-it-stand-its-own> em 31 de julho de 2014.

<sup>20</sup> Informações retiradas de <http://www.valor.com.br/financas/3112910/unidade-da-aig-tem-primeira-melhora-de-rating-desde-crise-de-2008> em 31 de julho de 2014.

### 3.3 Panorama do setor de seguros durante a crise

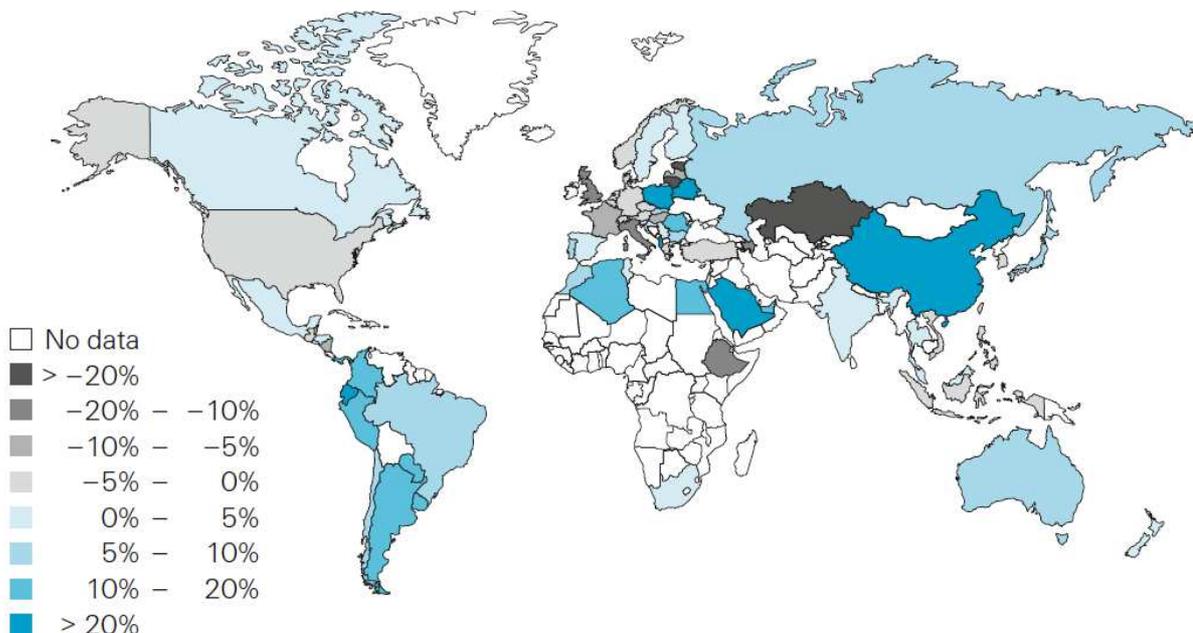
É característico do setor de seguros o fato que o risco sistêmico decorrente de suas atividades é menor comparado ao do setor bancário, especialmente quando se trata de seguros do tipo *property/casualty*. Isso acontece primeiramente porque as companhias seguradoras costumam ter grandes reservas de capital em relação a seus passivos como forma de garantir que serão capazes de honrar seus compromissos frente aos segurados no caso da ocorrência de sinistros. Além disso, choques no setor de seguros não afetam a solvência da economia como um todo, diferentemente das consequências da ocorrência de um choque em bancos comerciais (HARRINGTON, 2009). Desta forma, apesar do setor de seguros estar interligado ao mercado financeiro mundial, sua forma de inserção é diferenciada e não proporciona, teoricamente, grandes riscos ao sistema.

No entanto, não se pode desconsiderar o fato de que, geralmente, as reservas dessas companhias seguradoras são formadas por aplicações no mercado financeiro, imobiliário e de capitais, permitindo que a seguradora seja capaz não somente de cumprir as suas obrigações com os segurados, como também auferir os lucros desejados. A exposição de certas companhias seguradoras à crise se deu exatamente através de seus portfólios de investimento, constituídos em parte por hipotecas *subprime* e títulos relacionados, ações e títulos de dívida de empresas de serviços financeiros e outros títulos de dívida, além de derivativos de crédito. Com a pressão para desvalorização desses tipos de ativos e as perspectivas ruins do cenário econômico mundial, grande parte das seguradoras foram afetadas em decorrência da desvalorização destes ativos que compõem as suas reservas, principalmente se eles forem provenientes de países muito afetados pela crise (SCHICH, 2009).

Dado o contexto da recessão mundial, em 2008 houve declínio em termos reais do volume de prêmio arrecadado pelo setor de seguros mundial – o que não ocorria desde 1980. O ramo *nonlife* registrou queda de 0,8% em decorrência da diminuição da demanda, sendo que nos países industrializados a queda foi de 1,9% e foi relativamente equilibrada no âmbito global devido ao crescimento ainda positivo de 7,1% nos mercados emergentes. Já o ramo *life* teve queda maior mundialmente (-3,5%) e da mesma forma, observou-se queda acentuada nos países industrializados (-5,3%) e forte crescimento nos mercados emergentes (15%). A diminuição do volume de prêmio deste ramo deveu-se principalmente à relação de seus produtos com os

mercados acionários. (SWISS RE – SIGMA, 2009). O desempenho do setor como um todo pode ser observado na FIGURA 6.

**Figura 6 - TOTAL REAL PREMIUM GROWTH (2008)**



Fonte: Swiss Re Economic Research & Consulting in SWISS RE – SIGMA, 2009, p. 3.

As quedas registradas no setor de seguros se mostram significativas não somente por ser algo que não ocorria desde 1980, mas porque desde então ele apresentava sólido crescimento, inclusive pouco tempo antes deste período. No ano de 2007, o ramo *nonlife* tinha apresentado crescimento de 1,5% e o ramo *life* 5,1%. Diante do baixo retorno dos investimentos e alto custo das garantias – consequentes da crise - a rentabilidade do setor de seguros sofreu queda no ano de 2008. No ramo vida a reserva de capital diminuiu entre 30% e 40%, sendo que algumas companhias chegaram a apresentar queda de 70%. O acesso ao capital se tornou muito mais difícil tanto em 2008 quanto em 2009. O declínio da solvência chegou a níveis do início dos anos 2000, quando também houve crise (SWISS RE – SIGMA, 2009).

Destaca-se também que ao longo dos anos 2000 o retorno resultante do investimento em ações tinha sido maior do que a receita dos prêmios, levando a boas taxas de crescimento dos ramos elementares. Entretanto, com a intensificação da crise, ativos financeiros perderam valor e esta queda não foi inteiramente compensada pelo aumento do valor dos títulos públicos. Como

resultado, os ramos elementares apresentaram diminuição de cerca de 20% (SWISS RE – SIGMA, 2009).

Mesmo neste cenário, diversos autores deixam claro que a reserva técnica das seguradoras se mostrou extremamente importante para absorver os impactos da crise e garantir a solvência do setor de seguros. Segundo o relatório Swiss Re – Sigma, “*while these losses are high, the industry coped well with the deepest financial crisis since 1930s. The vast majority of insurance companies had sufficient risk capital to absorb the losses*” (SWISS RE – SIGMA, 2009, p. 3). O relatório referente ao ano de 2009 ainda complementa:

“During the financial crises, the insurance industry continued to provide cover and pay claims. There was no shortage of capacity and premium rates did not increase. Unlike the banking sector, insurers did not receive government support in the form of capital or guarantees, except in a few cases.” (SWISS RE – SIGMA, 2010, p. 1).

A maioria dos casos de companhias seguradoras que necessitaram de ajuda do governo norte-americano foram as especializadas em seguro de crédito – as seguradoras *monoline*. Durante a crise, a queda da classificação do risco das *securities* que eram seguradas por estas companhias fez com que as garantias que elas haviam dado e que agora teriam que ser pagas, fossem muito maiores do que o esperado, levando a altos prejuízos. O processo é explicado pelo FCIC:

“Meanwhile, the rating agencies continued to downgrade mortgage-backed securities and CDOs through 2007. By January 2008, as a result of the stress in the mortgage market, S&P had downgraded 3,389 tranches of residential mortgage-backed securities and 1,383 tranches from 420 CDOs. MBIA and Ambac, the two largest monoline insurers, had taken on a combined US\$265 billion of guarantees on mortgage securities and other structured products. Downgrades on the products that they insured brought the financial strength of these companies into question. After conducting stress analysis, S&P estimated in February 2008 that Ambac would need up to US\$ 400 million in capital to cover potential losses on structured products. Such charges would affect the monolines’ own credit ratings, which in turn could lead to more downgrades of the products they had guaranteed.” (FCIC, 2011, p. 276).

Por se tratar de seguradoras responsáveis também por fornecer garantias às emissões de bônus de Estados e Municípios americanos, este mercado também foi um canal de transmissão das consequências da crise, dando mais motivos para as agências de risco rebaixarem o *rating* destas companhias (FARHI e CINTRA, 2009b). Segundo o FCIC (2011), o problema nestas operações era que as instituições queriam emprestar a taxas de longo prazo, mas obter os

benefícios de taxas de curto prazo, enquanto os investidores queriam investir nestas *securities* sem que seu dinheiro ficasse imobilizado por muito tempo. O efeito de contágio por meio deste mercado é descrito no FCIC:

“The subprime contagion spread through the monolines and into a previously unimpaired market: municipal bonds. The path of these falling dominoes is easy to follow: in anticipation of the monoline downgrades, investors devalued the protection the monolines provided for other securities—even those that had nothing to do with the mortgage-backed markets, including a set of investments known as auction rate securities, or ARS. An ARS is a long-term bond whose interest rate is reset at regularly scheduled auctions held every one to seven weeks. Existing investors can choose to rebid for the bonds and new investors can come in. The debt is frequently municipal bonds. As of December 13, 2007, state and local governments had issued US\$ 165 billion in ARS, accounting for half of the US\$ 300 billion market. The other half were primarily bundles of student loans and debt of nonprofits such as museums and hospitals.” (FCIC, 2011, p. 277).

Um fator também significativo durante o período de valorização dos ativos imobiliários, é que algumas seguradoras, buscando novas fontes de renda, fizeram não somente as negociações mais tradicionais do setor, mas também operações no mercado de *credit default swaps* (CDS), com expectativa de ter os altos ganhos financeiros que as operações como estas podem oferecer. Desse modo, elas não somente aplicaram os recursos provenientes dos pagamentos de seus clientes, como venderam proteções de crédito no mercado de capitais para instituições financeiras que concediam crédito imobiliário.

Ao contrário do que muitas seguradoras alegaram - justificando o grande volume de venda de proteções contra o crédito como uma operação muito semelhante a um seguro - o principal interesse era o prêmio que elas poderiam ganhar no momento e não em estabelecer uma relação de longo prazo com as empresas envolvidas. O movimento de expansão das negociações de proteção de crédito não teve como intuito melhorar a gestão do risco, visando a diminuição do risco sistêmico. Pela aparência enganosa desse tipo de negociação, os agentes passaram a tomar posições mais arriscadas e continuar buscando mais lucros, justificando que a proteção de crédito garantiria suas posições (PERSAUD, 2002).

No mesmo sentido, Farhi (2009a) alega que

“Contrariamente ao defendido pelos arautos das inovações financeiras, os riscos não foram diluídos entre um grande número de pequenos especuladores. Como a crise revelou, esses riscos se concentraram em algumas grandes carteiras nas quais, passados mais de seis anos da eclosão da crise, continua sendo impossível mensurar as perdas efetivas.” (FARHI, 2009, p. 1).

No momento em que houve o colapso no sistema de crédito bancário e a desvalorização dos títulos do mercado hipotecário e imobiliário, estas companhias seguradoras portadoras das carteiras nas quais se concentraram os riscos sofreram graves prejuízos, visto que as garantias de suas reservas perderam totalmente o seu valor. Quando começaram as pressões financeiras para cumprir com as obrigações frente aos contratos de CDS, muitas destas companhias tiveram a sua solvência ameaçada. Esta era uma questão que colocava em risco não somente estas companhias, mas também os bancos que tinham realizado operações nas quais as seguradoras eram a contraparte que assume o risco. No caso de uma delas ficar à beira da falência, os bancos também poderiam precisar de socorro, mostrando que se tratava do agravamento do risco sistêmico e não apenas de algumas empresas.

Mesmo diante deste contexto, é importante destacar que este novo segmento adotado por algumas companhias seguradoras não faz parte do *core business* do setor de seguros. Ou seja, a crise financeira teve impacto significativo em algumas companhias seguradoras por causa de seus portfólios de CDS, vendidos por segmentos (“entidades não-seguradoras”) dentro das próprias seguradoras mas que não fazem parte da regulamentação de seguros.

De modo geral, as companhias seguradoras que mantiveram seus negócios tradicionais foram afetadas pela crise, mas não de maneira significativa como no setor bancário. Obviamente, por se tratar de investidores institucionais, com carteiras de investimentos nos mais diversos segmentos do mercado financeiro, incluindo o mercado hipotecário, algumas seguradoras passaram por dificuldades financeiras depois da desvalorização de seus ativos e rebaixamento de agências de rating, mas não foi algo que comprometeu o setor como um todo. Como Harrington (2009) alega:

“The insurance sector as a whole was largely and perhaps remarkably on the periphery of the crisis. Apart from AIG, where much of its problems arose from non-insurance activity, property/casualty insurers and most life-health insurers have thus far escaped severe adverse consequences from the subprime meltdown and attendant financial crisis. (...) A number of large life insurers have experienced a certain degree of financial stress and financial rating downgrades. This is not surprising given their extensive longterm investment in mortgages, other fixed income securities, and common equities to fund asset accumulation products, including many contracts with minimum return guarantees” (HARRINGTON, 2009, pg. 7-8)

Em decorrência da legislação do setor de seguros e da regulamentação que o envolve, é obrigatório que as companhias tenham substanciais reservas de contingência e foi este contexto

regulatório que ajudou a evitar que os problemas derivados da crise se alastrassem dentro do setor, assim como ocorreu em bancos comerciais e de investimento. Harrington ainda mostra que algumas companhias seguradoras chegaram a se inscrever para receber ajuda do Troubled Asset Relief Program (TARF)<sup>21</sup> e receberam autorização, mas em seguida desistiram por não haver mais necessidade – são elas Allstate, Ameriprise Financial, Principal Financial, and Prudential Financial. As companhias Hartford Financial e Lincoln Financial receberam do TARF US\$3.4 bilhões e US\$950 milhões respectivamente. Já a MetLife, uma das grandes seguradoras norte-americanas, recusou a ajuda oferecida pelo governo norte-americano através do TARF. O que podemos perceber então é que, desconsiderando o montante dado à AIG para socorrê-la na época da crise, o setor de seguros representou uma pequena parcela da assistência dada pelo governo federal dos EUA.

Apesar das consequências que aparentemente a crise causou no setor de seguros não serem tão graves, não se pode deixar de perceber que a forma como ele está inserido no mercado financeiro mundial faz com que sua condição de estabilidade esteja sujeita a fatores que não dependem somente de suas atividades. Quando se analisa a carteira de investimentos das companhias seguradoras, que tem buscado cada vez mais a diversificação e o lucro – muitas vezes sem considerar o risco envolvido nestas operações – percebe-se que qualquer disfunção no sistema financeiro internacional causa impactos no setor de seguros. Como Schich coloca:

“The financial crisis may primarily be a banking crisis, and as insurance industry representatives have regularly emphasized, the solvency of the insurance sector as a whole does not appear to be threatened. Nonetheless, companies from that sector have been affected, and in mostly adverse ways. A number of concentrated exposures to credit and market risks have been revealed, including in US mortgage and financial guarantee insurance companies, as well as in certain other insurance-dominated financial groups. Beyond these immediate issues related to the financial health of insurance sectors and companies, the crisis has clearly demonstrated that protection against systemic risks should also include monitoring and mitigating risks in the insurance sectors and companies.” (SCHICH, 2009, p.2).

---

<sup>21</sup> O Trouble Asset Relief Program foi o programa realizado a partir de 2008 pelo governo norte-americano para comprar ativos das instituições financeiras que tiveram sua solvência ameaçada, visando minimizar as consequências da crise. Segundo Harrington “Congress enacted the \$700 billion Troubled Asset Relief Program (TARP) in October, which was followed by massive infusions of capital into numerous banks, including the nine largest, along with large guarantees of bank debt. Other federal interventions included hundreds of billions of dollars of guarantees to support money market mutual funds, commercial paper, and numerous asset-backed securities.” (HARRINGTON, 2009, p.6)

### 3.4 A evolução no período pós-crise<sup>22</sup>

A crise financeira global, que atingiu, mesmo que de maneira diversa, a economia global como um todo. Em 2009, o PIB mundial retraiu 1,9% em termos reais e as consequências do estouro da bolha imobiliária ainda estavam sendo vivenciadas. Entretanto, na segunda metade deste ano os efeitos começavam a diminuir em decorrência das novas políticas monetárias e fiscais que estavam sendo colocadas em prática, buscando a recuperação econômica (SWISS RE – SIGMA, 2010).

Para o setor de seguros, a retomada já estava dando seus primeiros sinais. A diminuição do volume de prêmio arrecadado foi de -1,1%, sendo em grande parte relacionado ao ramo de vida – os ramos elementares conseguiram apresentar apenas 0,1% de queda. Apesar de essa contração ainda não representar uma boa perspectiva, em comparação à 2008, quando a diminuição foi de 3,6%, pode-se perceber o início da recuperação. Como o relatório Swiss Re – Sigma (2010) destaca: *“In most countries (66%), insurance grew faster than GDP, which shows robustness of the industry. As credit and stock markets recovered in 2009, the industry was able to restore its capital base. Investment results and overall profitability also improved.”* (SWISS RE – SIGMA, 2010, p. 1).

No ano de 2010, o setor voltou a apresentar crescimento real do volume de prêmio arrecadado, no patamar de aproximadamente 3%, depois de dois anos de retração. A solvência e as reservas de capital já estavam se recuperando e começando a apresentar níveis semelhantes ao observado no período pré-crise. Os sinais de recuperação econômica mundial também auxiliaram no aumento da demanda por seguros, sustentando seu crescimento e mesmo com as taxas de retorno de investimentos ainda baixas, já era possível perceber certa estabilidade nos mercados de capitais (SWISS RE – SIGMA, 2011).

Mesmo em meio a um cenário mais favorável e a boa recuperação do setor de seguros diante da crise, o relatório Swiss Re – Sigma (2011) já mostrava que novos desafios estavam se delineando para a economia mundial. A intensificação da crise da dívida nos países europeus poderia levar à redução do valor dos ativos das seguradoras, visto que muitos dos seguros emitidos estão relacionados à dívida soberana dos países e títulos emitidos pelos bancos. E foi exatamente isso que aconteceu ao longo de 2011.

---

<sup>22</sup> Realizada com base em dados até o ano de 2013.

A volta de um cenário econômico desfavorável levou a uma nova queda do volume de prêmios do setor de seguros de -0,8% no âmbito mundial. Da mesma forma como nos outros anos de retração, a maior influência é derivada dos países industrializados. Em grande parte dos países emergentes, o volume de prêmios continuou apresentando significativo crescimento, sendo determinantes para sustentar o setor neste ano (SWISS RE – SIGMA, 2012).

Apesar da nova retomada no crescimento em 2012, tanto do ramo de vida quanto de ramos elementares, o contexto econômico ainda apresentava dificuldades para o setor de seguros.

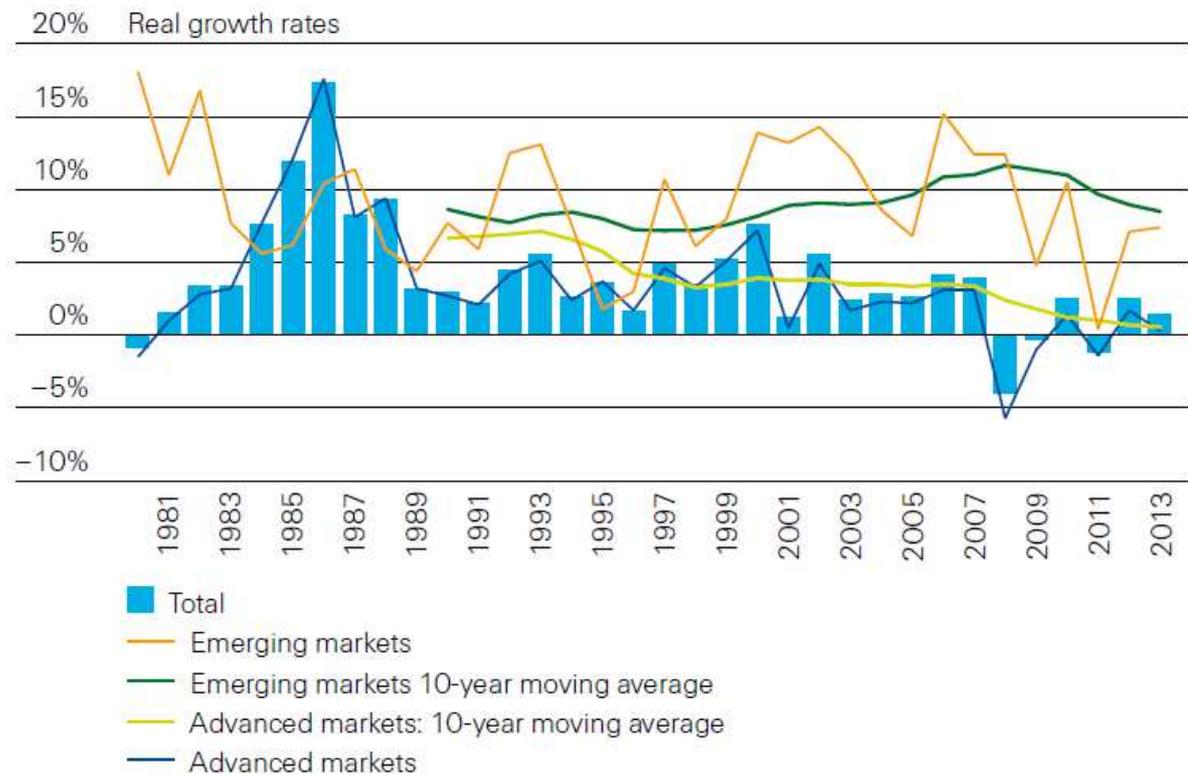
“The economic environment and financial markets in 2012 were challenging for insurers. Economic growth slowed in most advanced markets and Western Europe even fell back into recession, Emerging markets held up better, but growth slowed due their reliance on exports to advanced markets. Expansionary monetary policies kept interest rates low, but boosted equity markets. Weak economic growth weighed on exposure growth of non-life insurance, elevated unemployment, while low interest rates continued to be a drag on profitability.” (SWISS RE – SIGMA, 2013, p. 1).

O cenário permaneceu muito semelhante no ano de 2013. Apesar do crescimento de 1,4% do volume de prêmios arrecadados, houve diminuição quando comparado à 2012 por causa da demanda fraca dos países avançados, que ainda tentam se recuperar das consequências da crise. O bom desempenho dos mercados emergentes novamente se mostra extremamente importante para o desempenho do setor. Em 2013, seu crescimento de 7,4% contrasta com o crescimento de apenas 0,3% das economias avançadas.

Neste contexto, o que se destaca como positivo é o aumento da rentabilidade tanto do ramo vida, quanto dos ramos elementares. Apesar de estar mais baixa do que o período pré-crise, esta lucratividade pode indicar o início de uma nova retomada de crescimento.

A evolução do crescimento do volume de prêmios do setor desde 1980 pode ser observada na Figura 7. O que se destaca é o fato de que, apesar da aparente recuperação em 2010 e em 2012, a trajetória ainda se mostra instável e suscetível a alterações na economia global. Mais uma vez, a forte relação entre a atividade seguradora e o desempenho econômico se mostra ao longo dos anos e faz com que a análise do setor de seguros não possa ser feita de maneira isolada.

**Figura 7 - TOTAL REAL PREMIUM GROWTH IN ADVANCED AND EMERGING MARKETS SINCE 1980**



Fonte: Economic Research & Consulting in Swiss Re – Sigma (2014, p. 6).

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise acerca do funcionamento do setor de seguros e das suas relações com a crise financeira iniciada em 2007, deixa evidente a forma como o contrato de seguro – que é algo existente há muito tempo nas relações comerciais – tem se desenvolvido cada vez mais interligado ao mercado financeiro internacional e dependente do contexto macroeconômico e regulatório, principalmente a partir da diversificação do portfólio de investimento das seguradoras, atuando no *shadow banking system* no contexto da globalização financeira.

O que começou em decorrência da necessidade de garantir que não houvesse grandes perdas causadas por acidentes durante o transporte marítimo de cargas, se transformou em uma forma de assegurar que os agentes tivessem maior confiança para realizar investimentos e tomar diversas decisões no seu dia a dia. Mais do que isso, o setor de seguros se tornou um dos principais mecanismos de proteção contra o risco ao mesmo tempo em que se integra ao mercado financeiro com empresas atuando como investidores institucionais, configurando uma atividade extremamente importante para a economia mundial.

Com o passar dos anos surgiram melhores técnicas de mensuração e administração do risco, cálculo do prêmio e adequação de produtos às diversas necessidades dos clientes, fazendo com que as companhias seguradoras estivessem presentes nos mais diversos países e contextos econômicos. Através da constituição de uma carteira de reserva técnica e investimento no mercado de capitais, as companhias seguradoras são capazes de honrar seus compromissos frente aos segurados e ainda ter altos retornos derivados de seus investimentos.

Não somente o setor de seguros se desenvolveu nas últimas décadas, como também o mercado financeiro internacional. O acirramento da concorrência e a busca por novas formas de auferir lucro levaram ao desenvolvimento de inovações financeiras e fizeram com que o uso da alavancagem se difundisse entre as instituições. A securitização possibilitou que o risco assumido fosse retirado dos balanços e que ativos financeiros fossem transformados em títulos negociáveis, permitindo que estas instituições financeiras assumissem posições cada vez mais arriscadas e sem a contraparte de reserva de capital, da forma como normalmente é exigida.

Neste contexto, a constituição do *shadow banking system* como peça central na globalização financeira fez com que a lógica por trás do sistema financeiro contemporâneo atingisse também as seguradoras. Se a atuação das companhias seguradoras como investidores

institucionais já fazia parte do *core business* do setor de seguros, a inserção no *shadow banking* foi um passo além, dentro do mercado financeiro, como consequência do interesse em novas maneiras atrativas de constituir seu portfólio de investimento, principalmente no contexto de baixas taxas de juros.

A crise financeira iniciada em 2007 evidenciou que a interpenetração dos balanços de instituições que configura o sistema financeiro internacional é capaz de fazer com que uma distorção iniciada no mercado imobiliário norte-americano tome proporções mundiais, afetando os diversos setores da economia. Apesar de não ter tido sua solvência ameaçada, considerando a atuação apenas dentro do *core business*, o setor de seguros sofreu em decorrência da desvalorização dos ativos que compõem a carteira de investimentos das seguradoras e do rebaixamento da classificação de risco feita por agência de ratings.

Ficou evidente que pela sua estreita ligação com o mercado financeiro internacional, o setor de seguros não conseguiria sair da crise sem nenhuma consequência, até porque a gestão de seus investimentos e subscrição de riscos é parte fundamental de sua atividade. No momento que houve o estouro da bolha imobiliária, os efeitos se espalharam pelo sistema financeiro como um todo, inclusive o setor de seguros.

Como foi observado, houve significativa diminuição do volume de prêmio arrecadado por parte do setor de seguros em âmbito mundial principalmente devido à queda da demanda e desvalorização dos ativos. As maiores dificuldades para as companhias seguradoras foram observadas nas economias avançadas, enquanto as economias emergentes por muitas vezes sustentaram a dinâmica da atividade seguradora e permitiram que a retração não fosse tão brusca. Apesar do notável abalo que o setor de seguros sofreu durante a crise, a constituição de reserva técnica das seguradoras se mostrou fundamental para que, mesmo neste contexto, as seguradoras conseguissem se recuperar e não sofrer de maneira significativa.

Contudo, o maior destaque dado ao setor durante a crise e que suscitou diversas discussões, relaciona-se ao desenvolvimento do mercado de *credit default swap* e da inserção de certas seguradoras nele. O CDS proporcionou uma nova forma aparentemente simples de aumentar os lucros das empresas envolvidas, sem que fosse necessário significativo investimento. Entretanto, o alto risco desse tipo de operação ficou claro durante a crise e principalmente no momento em que a American International Group (AIG) precisou ser socorrida pelo governo norte-americano em decorrência das suas necessidades de liquidez.

Apesar da maioria dos autores alegarem que mesmo que a AIG represente grande parte do setor de seguros (lembrando que antes da crise ela era considerada a maior companhia seguradora dos EUA) a quase falência e dificuldades financeiras observadas principalmente na AIG e em outras empresas (em particular as seguradoras *monoline*) não representa um problema da atividade seguradora em si, o fato levanta diversos questionamentos em relação ao tema.

Por mais que a negociação no mercado de CDS tenha partido de entidades não-seguradoras dentro das próprias seguradoras, esse tipo de atividade juntamente com todas as questões derivadas da crise financeira evidenciam a necessidade de melhor supervisão e regulação do mercado financeiro como um todo. Muitos dos fatores que desencadearam a crise são resultantes de um processo de desregulamentação dos mercados e securitização financeira que já vinha acontecendo há anos e teve seus desdobramentos evidenciados no período recente.

O grande envolvimento do setor de seguros com o mercado financeiro internacional proporciona benefícios que antes não existiam, como novas formas de investimento, a possibilidade de securitização de ativos e diversas maneiras de aumentar a lucratividade, além da criação de novos produtos que aumentam o âmbito de atuação da atividade seguradora. Entretanto, ficou evidente também que o estreitamento destas relações e principalmente do envolvimento no *shadow banking system* deixou as seguradoras muito mais vulneráveis e suscetíveis a qualquer abalo na economia global. Cabe, então, indagar até que ponto as atividades que fogem dos negócios tradicionais do setor de seguros são vantajosas no longo prazo, por mais que a curto prazo aumentem as receitas e permitam que as companhias assumam mais riscos.

Como foi observado, os dados até 2013 mostram que o volume de prêmios arrecadados ainda não chegou aos patamares pré-crise e que a dificuldade de recuperação da economia como um todo, faz com que o setor de seguros também apresente certa dificuldade. Sendo assim, mesmo que sua solvência não tenha sido significativamente abalada e que o setor tenha demonstrado sua capacidade de passar pela crise sem graves consequências em suas atividades tradicionais, os efeitos da crise que afetaram o setor não podem ser desconsiderados.

O setor de seguros revela sua importância na forma como desempenha suas atividades e se insere no mercado financeiro mundial e suas relações com a crise financeira evidenciam a necessidade de ter uma visão ampla dos acontecimentos e não somente focada no setor em si. Ademais, a análise da crise financeira trás questões fundamentais acerca das transformações financeiras que a economia tem vivido e suas consequências não podem ser desconsideradas.

## REFERÊNCIAS

BLACKBURN, Robin. *The subprime crisis*. New Left Review, London, n. 50, p. 63-106, mar./apr. 2008.

CARTER, Robert L. & FALUSH, Peter. *The British insurance industry since 1900 : the era of transformation*. Houndmills, Basingstoke, Hampshire, UK; New York, NY: Palgrave Macmillan, c2009

CONTADOR, Claudio R. *Economia do Seguro: Fundamentos e Aplicações*. São Paulo, Atlas, 2007.

D'OLIVEIRA, Nelson Victor Le Cocq. *Mercado de Seguros: Solvência, Riscos e Eficácia Regulatória*. Rio de Janeiro, Instituto de Economia/UFRJ (tese de doutorado). Agosto de 2005.

\_\_\_\_\_. *A Atuação das Companhias de Seguros nos Mercados Financeiros Internacionais*. Revista Brasileira de Risco e Seguro, V. 1, Nº 0, Dezembro de 2004.

FARHI, Maryse. *Novos instrumentos e práticas na finança internacional*. Campinas: Instituto de Economia e São Paulo: Fapesp (Relatório de Pesquisa de Pós-doutoramento), 2002.

\_\_\_\_\_. *A crise e as inovações financeiras*. Campinas, Instituto de Economia. 2009.

\_\_\_\_\_. *O aprofundamento do colapso econômico*. Le Monde Diplomatique Brasil, 01 de outubro de 2011. Available at - <http://www.diplomatique.org.br/artigo.php?id=1016>

\_\_\_\_\_. Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos: subprojeto de derivativos de crédito. Fundação Economia de Campinas – FECAMP.

FARHI, Maryse & CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *A crise financeira e o global shadow banking system*. Fundap, 2009a.

\_\_\_\_\_. *A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo*. Revista de Economia Política, vol. 29, nº3 (115), pp. 274-294, julho-setembro/2009b.

FERREIRA, T. & PENIN, G. “*A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky*”. Boletim de Informações Fipe, outubro/2007. Disponível em: <[http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10\\_25-29-ferr.pdf](http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10_25-29-ferr.pdf)>. Acesso em: 27/10/2014

FREITAS, M. Cristina P. de & CINTRA, Marcos A. M. *Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano*. Revista de Economia Política, vol. 28, n. 3 (111), São Paulo, Editora 34, julho/setembro de 2008. Disponível em – <http://www.rep.org.br>.

FINSINGER, Jorg & PAULY, Mark V. *The economics of insurance regulation : a crossnational study*. Berlin: Macmillan, c1986

GUTTMANN, Robert. *The collapse of securitization: From subprime to global credit crunch*. La Lettre de la CEPN n° 2, Centre d'Economie de l'Université Paris-Nord. p. 2-7. December 2007.

HARRINGTON, Scott E. *The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of Insurance Regulation*. Public Policy Paper of the National Association of Mutual Insurance Companies, Setembro de 2009.

MAGALHÃES, Ana Laura D. P. *Derivativos de crédito: análise e relação com a crise das hipotecas subprime*. Campinas: IE/Unicamp (monografia), 26 de junho de 2008.

MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

\_\_\_\_\_. *Financial innovation and financial stability: observations and theory*. In: Federal Reserve Bank of St Louis. *Financial innovation: their impact on monetary policy and financial markets*. Boston: Kluwer Mighoff, p. 21-41, 1984.

\_\_\_\_\_. *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York: M. E. Sharp, 1982.

INSURANCE INFORMATION INSTITUTE (III). *Insurance Handbook – A guide to insurance: what it does and how it works*. New York, NY: Insurance Information Institute Publishing, 2010. Available at - [http://www2.iii.org/assets/docs/pdf/Insurance\\_Handbook\\_20103.pdf](http://www2.iii.org/assets/docs/pdf/Insurance_Handbook_20103.pdf)

\_\_\_\_\_. *International Insurance Fact Book 2014*. New York, NY: Insurance Information Institute Publishing, 2014. Available at - [http://www2.iii.org/assets/docs/pdf/International\\_Insurance\\_Factbook\\_20141.pdf](http://www2.iii.org/assets/docs/pdf/International_Insurance_Factbook_20141.pdf)

\_\_\_\_\_. *A firm foundation: how insurance supports the economy 2013*. New York, NY: Insurance Information Institute Publishing, 2013.

PERSAUD, Avinash. *Where have all the risks gone*. London: Gresham College, 2002. Disponível em: < <http://www.gresham.ac.uk> >

SCHICH, Sabastian. *Insurance Companies and the Financial Crisis*. In *Financial Market Trends*. OCDE, 2009.

SKIPPER, Harold D. & KWON, W. Jean. *Risk management and insurance: perspectives in a global economy*. Malden, MA; Oxford, UK: Blackwell, 2007.

SWISS RE. *Securitization: new opportunities for insurers and investors*. SIGMA n° 7. Zurich, 2006. Disponível em [http://media.swissre.com/documents/sigma7\\_2006\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma7_2006_en.pdf)

\_\_\_\_\_. *World Insurance in 2007: Emerging markets leading the way*. SIGMA n° 3. Zurich, 2008. Disponível em [http://www.swissre.com/r/sigma3\\_2008\\_en.pdf?19=930&44=32637312&43=619257&32=10792&7=619257&40=http%3A%2F%2Fmedia.swissre.com%2Fdocuments%2Fsigma3\\_2008\\_en.pdf&18=0.7154593801075438](http://www.swissre.com/r/sigma3_2008_en.pdf?19=930&44=32637312&43=619257&32=10792&7=619257&40=http%3A%2F%2Fmedia.swissre.com%2Fdocuments%2Fsigma3_2008_en.pdf&18=0.7154593801075438)

\_\_\_\_\_ World Insurance in 2008: life premiums fall in the industrialised countries - strong growth in the emerging economies. SIGMA n° 3. Zurich, 2009. Disponível em [http://media.swissre.com/documents/sigma3\\_2009\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma3_2009_en.pdf)

\_\_\_\_\_ World Insurance in 2009: premiums dipped, but industrial capital improved. SIGMA n° 2. Zurich, 2010. Disponível em [http://media.swissre.com/documents/sigma2\\_2010\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma2_2010_en.pdf)

\_\_\_\_\_ World Insurance in 2010: premiums back to growth – capital increases. SIGMA n°2. Zurich, 2011. Disponível em [http://media.swissre.com/documents/sigma2\\_2011\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma2_2011_en.pdf)

\_\_\_\_\_ World Insurance in 2011 shows non-life insurance premiums continued to grow in 2011 despite an overall decline in premiums. SIGMA n° 3. Zurich, 2012. Disponível em [http://media.swissre.com/documents/sigma\\_3\\_12\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma_3_12_en.pdf)

\_\_\_\_\_ World Insurance in 2012: progressing on the long and winding road to recovery. SIGMA n° 3. Zurich, 2013. Disponível em [http://media.swissre.com/documents/sigma3\\_2013\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma3_2013_en.pdf)

\_\_\_\_\_ World Insurance in 2013: steering toward recovery. SIGMA n° 3. Zurich, 2014. Disponível em [http://media.swissre.com/documents/sigma3\\_2014\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma3_2014_en.pdf)

THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (FCIC). *The financial crisis inquiry report*: final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States. Official government edition, Pursuant to Public Law 111-21, January 2011.

TORRES Filho, Ernani T. *Entendendo a crise do subprime*. Visão do Desenvolvimento, n° 44. Rio de Janeiro: BNDES, 18 de janeiro de 2008. Disponível em - [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao\\_44.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_44.pdf)

TORRES Filho, Ernani T. & BORÇA Jr., Gilberto R. *A crise do subprime ainda não acabou*. Visão do Desenvolvimento, n. 50. Rio de Janeiro: BNDES, 14 de julho de 2008a. Disponível em - [http://www.bndes.gov.br/conhecimento/visao/visao\\_50.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/visao/visao_50.pdf).

TORRES Filho, Ernani T. & BORÇA Jr., Gilberto R. *Analisando a Crise do Subprime*. Rio de Janeiro, Revista do BNDES, Dez 2008b. Disponível em - [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf)

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD). *Trade and Development Aspects of Insurance Services and Regulatory frameworks*. New York, NY: United Nations, 2007