

ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA ANÁLISE EM EMPRESAS SEGURADORAS

THE CAPITAL STRUCTURE: AN ANALYSE ON INSURANCE COMPANIES

FREDERIKE MONIKA BUDINER METTE
MARCO ANTÔNIO DOS SANTOS MARTINS
PAULA FERNANDA BUTZEN
GUILHERME RIBEIRO DE MACÊDO

FREDERIKE MONIKA BUDINER **Resumo:**

METTE

MESTRA EM ADMINISTRAÇÃO
COM ÊNFASE EM FINANÇAS PELO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO
EM ADMINISTRAÇÃO (PPGA)
DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO
RIO GRANDE DO SUL (UFRGS).
PROFESSORA DA ESCOLA SUPERIOR
DE PROPAGANDA E MARKETING
(ESPM/RS) E DA FACULDADE
SÃO FRANCISCO DE ASSIS (UNIFIN).
(frederikemette@yahoo.com.br)

MARCO ANTÔNIO DOS SANTOS MARTINS

DOUTOR EM ADMINISTRAÇÃO COM
ÊNFASE EM FINANÇAS PPGA /UFRGS.
PROFESSOR DA ESPM/RS E DA UNIFIN.
(mmartins@jminvest.com)

PAULA FERNANDA BUTZEN
ESPECIALISTA EM GESTÃO
FINANCEIRA E CONTROLADORIA PELA
FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV/
RS). PROFESSORA DA UNIVERSIDADE
DE SANTA CRUZ DO SUL (UNISC).
(paulaferb@yahoo.com.br)

GUILHERME RIBEIRO DE MACÊDO

DOUTORANDO EM ADMINISTRAÇÃO
COM ÊNFASE EM FINANÇAS PELO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO
EM ADMINISTRAÇÃO (PPGA)
DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO
RIO GRANDE DO SUL (UFRGS).
(ribeiroguilherme@gmail.com)

A estrutura de capital de diversas firmas depende de suas atividades e da economia onde elas estão inseridas. Essas firmas podem financiar o capital com recursos próprios (patrimônio líquido) ou pegando dinheiro emprestado no mercado (passivo) no curto ou longo prazo. Entretanto, algumas dessas atividades não dependem de seus desejos, pois impostos e períodos são determinados pelo governo ou financiadores. A estrutura de capital é também influenciada pelas atividades fins das empresas, seus investimentos e mudanças em suas vendas. Assim destaca-se o fato de as operações em uma seguradora correrem um risco menor do que em outra empresa financeira ou industrial, pois ela sempre recebe o prêmio antes que ocorra qualquer pagamento resultante de um sinistro, isto é, seu fluxo de caixa é sempre positivo. Além disso, grande parte de seu passivo é constituído por provisões técnicas, que são reservas que a seguradora mantém para cobrir o desembolso das indenizações. Então, pode-se considerar que a parcela necessária de endividamento que elas necessitam é reduzida ou nula, se comparada com o resto do mercado. Este artigo tem como objetivo fazer uma análise de estrutura de capital em empresas seguradoras, assim como detalhar se existem particularidades se comparada com empresas de outro setor. Para isso, realizou-se uma revisão bibliográfica sobre conceitos gerais de estrutura de capital e do mercado segurador, para após se apresentar um *survey* contendo conclusões de como tal fenômeno se apresenta nas seguradoras. A principal evidência deste estudo foi a caracterização de um passivo das empresas seguradoras, que se constitui, principalmente, pelas provisões técnicas. Tais provisões derivam da operação primordial da companhia, pois é uma reserva para os futuros pagamentos que esta deverá efetuar em caso de provável ocorrência de sinistros.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Seguradoras. Provisões técnicas.

Abstract: *The capital structure of firms depends on their various activities and on the economy where they are located. These firms can finance capital with own resources (equity) or borrowing money in market (passive) in the short or long term. However, some of these activities do not depend on his wishes because there taxes and periods are determined by the government or donors. The capital structure is also influenced by the main activities of the companies, their investments and changes in sales. It is important to say that the operations in an insurance run with*

a lower risk than in other industrial or financial company, because it always gets the prize before any payment resulting from a claim, ie, its cash flow is always positive. Moreover, large part of its liabilities is made up of technical reserves, which are reserves that the insurer made to cover any disbursement of compensation. Then it can be assumed that the share of debt that required the same need is low or absent, compared with the rest of the market. This article aims to analyze the capital structure of companies insurers, as well as detailing whether there are peculiarities in comparison with other business enterprises. For this, it was carried out a literature review about general concepts of capital structure and insurance market, then it was performed a survey containing conclusions on how such a phenomenon presents the insurers. The main evidence of this study was to characterized the insurers liability that is mainly constituted by technical provisions. Such provisions are derived from the primary operation of the companies because it is a reserve for future payments then the companies should make in case of probable occurrence of accidents.

Keywords: *Capital structure. Insurance companies. Technical provisions.*

1 INTRODUÇÃO

Este artigo é baseado, primeiramente, nas principais contribuições existentes acerca da teoria sobre estrutura de capital já publicada mundialmente. Proposições estas que começaram com o artigo de Modigliani e Miller (1958), que identificam sobre quais condições a estrutura de capital se mostra irrelevante. Políticas de financiamento das firmas são influenciadas pelo ambiente institucional e pelas suas operações internacionais; as firmas determinam a estrutura de capital ótima pelo custo-benefício de seus financiamentos (BANDEL; MITOO, 2004).

Conforme Copeland e Weston (1988), cada categoria de investidores refletirá sua percepção de risco nas taxas de retorno exigidas sobre o capital investido na companhia. Se ultrapassado certo limite, o uso de recursos de terceiros pode ser prejudicial à empresa, pois ela possui custos associados a esse financiamento, inviabilizando economicamente alguns investimentos. Porém, o capital de terceiros é o meio de financiamento mais barato para a empresa, já que os credores correm um risco inferior ao dos acionistas, devido ao fato de os primeiros exigirem também um retorno inferior, considerando que estes possuem prioridade no recebimento do caixa gerado e em um possível processo de liquidação. Mas deve-se considerar

também que, ao elevar o grau de endividamento, a empresa aumenta, inclusive, seu risco financeiro e o custo de capital total.

Sabendo que a maioria dos artigos sobre estrutura de capital trata de uma otimização e distribuição desta para instituições financeiras com fins lucrativos, achou-se que seria pertinente um estudo teórico a respeito de uma estrutura ótima de capital em sociedades seguradoras, já que estas possuem suas operações com o primordial objetivo de garantir o pagamento do capital segurado em caso de ocorrência do sinistro.

Para a formulação do estudo utilizou-se como método uma pesquisa bibliográfica em que, segundo Diehl e Tatim (2004), esta pesquisa é desenvolvida a partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. Como vantagem, apresenta-se que tais documentos constituem uma fonte rica e estável de dados.

As sociedades seguradoras funcionam, basicamente, como administradoras dos grupos segurados, onde elas são obrigadas a zelar pelos compromissos que cada segurado tem no ato da contratação do respectivo seguro, seja por um evento realizado (na ocorrência de um risco), seja por um evento que poderá vir a se realizar (exposição ao risco segurado). Esses compromissos citados são denominados reservas de garantias. Reserva é o ato ou efeito de reservar, ou seja, aquilo que é guardado para casos incertos (FERREIRA, 1985).

Sob o aspecto generalizado, a reserva é além do capital social e da soma certa de dívidas determinadas, tudo que figura no passivo de uma sociedade. Assim, reserva poderá destinar-se à depreciação de certos elementos do ativo; aos futuros pagamentos, cujos montantes são ignorados, mas cuja realização é certa; à cobertura de perdas futuras ou de estabilidade da sociedade seguradora. Portanto, ela é a efetiva garantia das operações de uma sociedade seguradora, destinada à formação do capital necessário ao compromisso de reparação dos sinistros que possam ocorrer nos bens, responsabilidades e pessoas que estão sob sua cobertura.

Sendo que a estrutura de capital de uma empresa seguradora é essencial para a sua operação e a realização de seus compromissos, este artigo prevê um estudo observando qual maneira seria a melhor para a constituição desta, sempre focando na atividade fim dessas firmas.

2 A ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital dentro de uma empresa é definida de acordo com sua natureza e a atividade principal; porém, as condições do país em que a firma opera também pode ser determinante na decisão de distribuições de capital. Assim, fez-se um estudo sobre o contexto geral de estrutura de capital, sua realidade no Brasil e uma breve introdução sobre o mercado segurador, objetivo primordial deste artigo.

O financiamento de atividades empresariais é realizado através do emprego de fundos obtidos externamente ou gerados pelas operações da empresa. Ou seja, a estrutura de capital de uma empresa é composta pelo Patrimônio Líquido (capital próprio) e pelo Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo (capital de terceiros). A principal fonte externa de recursos próprios corresponde à integralização e subscrição de aumento de capital, e os fundos próprios gerados internamente provêm, geralmente, da retenção do lucro líquido (BREALEY; MYERS, 2006).

A decisão dos tipos de financiamento depende de vários fatores relacionados à empresa e à economia em que ela está inserida, pois os planos financeiros devem ser realistas e se adequarem às condições do mercado e ao planejamento futuro da organização (BRAGA, 1989).

Evidências empíricas mostram que a estrutura de capital de uma firma é afetada por diversas características, incluindo crescimento futuro das opções, volatilidade dos ganhos, lucro e despesas dedutíveis de imposto de renda (TITMAN; WESSELS, 1988; FRIEND; HASBROUCK, 1988; SMITH; WATTS, 1992; GAVER; GAVER, 1993; HOMAIFAR; ZIETZ; BENKATO, 1994 *apud* BREALEY; MYERS, 1991).

Modigliani e Miller (1958) advogam a irrelevância da decisão sobre estrutura de capital dentro de um mercado perfeito. Eid Junior (1996) analisa, por um lado, a postura desses teóricos, e, por outro, a dos que pregam a existência de imperfeições no mercado de tal ordem que inviabilizariam a aplicação prática da teoria de Modigliani e Miller, levando então à ideia da existência e um nível ótimo de endividamento que maximizaria o valor de mercado da empresa.

Conforme Brealey e Myers (2006), a teoria tradicional busca a maximização do valor da empresa pela minimização de seu custo médio ponderado do capital, ou seja, a média ponderada dos custos das diversas fontes de financiamento.

A partir dos estudos citados anteriormente, surgiram dois modelos que vêm tentando descrever o

comportamento das empresas perante a sua estrutura de capital. Segundo Brealey e Myers (1991) são eles:

- *Modelos de Relação Estática*: afirmam que a empresa possui uma meta de nível de endividamento que maximiza seu valor, minimizando o custo das imperfeições de mercado;
- *Teoria da Assimetria de Informações*: afirma que as empresas são subavaliadas pelo mercado porque seus administradores e gestores possuem informações significativas sobre a empresa, as quais o mercado não possui. Assim as empresas utilizam uma hierarquia na captação de recursos (utilizando lucros retidos, emissão de débito e, por último, emitindo ações no mercado). E emissão de ações teria a função de reduzir a excessiva dependência de terceiros e, conseqüentemente, redirecionar as respectivas estruturas de financiamento para composições mais conservadoras, nas quais os riscos assumidos sejam, segundo a percepção dos agentes de mercado, mais adequados.

A maioria dos artigos faz um estudo sobre as duas principais e mais desenvolvidas teorias de estrutura de capital: *trade-off* e custo de agência. Os maiores determinantes da taxa de endividamento são os custos de agência e de falência, que possuem efeitos negativos com as taxas de passivo por patrimônio líquido (CHEN *et al.*, 1997). O trabalho dos autores citados anteriormente concluiu que, além dos determinantes da estrutura de capital, as atividades internacionais também afetam as taxas de endividamento.

Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de conflitos no custo de agência: conflitos entre acionistas majoritários e gerentes e conflitos entre credores e gerentes.

Resultados de estudos de Bradlet *et al.* (1984), Castanias (1983), Long e Malitz (1985), Kesler (1986), Marsh (1982) e Titman e Wesless (1988 *apud* BREALEY; MYERS, 1991) concordam que a taxa de endividamento aumenta com ativos fixos, oportunidades de crescimento e tamanho da firma; e diminuem com a idade, gastos de avisos, gastos com pesquisa e desenvolvimento, probabilidade de falência, lucro e diversidade do seu produto.

O *Static Tradeoff Model* sugere que as empresas possuam um nível de endividamento ótimo que maximize o valor da empresa, ao ponderar os benefícios fiscais do endividamento com os custos decorrentes de dificuldades financeiras e riscos de falência (MYERS,

1984). Com essa mesma teoria, ele desenvolveu a *Pecking Order*, em que não existe relação entre o valor da companhia e a estrutura de capital por ela utilizada, nem como um ponto ótimo para ela. Assim, a decisão por algum tipo de financiamento depende do risco que o título sinaliza ao mercado na sua emissão.

No artigo de Barclay e Smith (1999), eles descreveram que Myers sugeriu a estrutura de capital de uma firma sendo, simplesmente, o resultado cumulativo das decisões individuais de financiamento, em que os gerentes seguem uma *Pecking Order* financeira, citada no parágrafo anterior.

Nos custos de agência, os gestores podem desistir do objetivo geral de maximização do valor de mercado da empresa, tendendo a decidirem com base nos seus próprios interesses, em detrimento dos credores e demais acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976). A assimetria de informação também pode ser relacionada com os custos de agência, pois os executivos financeiros possuem, normalmente, melhores informações a respeito da empresa do que os seus investidores. Assim, esses executivos podem, muitas vezes, sinalizar ao mercado fatos da empresa que não existem, supervalorizando-os, como, por exemplo, elevando o preço das ações da firma. Portanto, adicionando mais dívida em sua estrutura de capital, pode ser uma boa sinalização de sua alta perspectiva para seus fluxos de caixa futuro, por terem conseguido tal financiamento.

Segundo Myers (1977) e Bradley *et al.* (1984), a capacidade de endividamento das corporações seria positivamente correlacionada à proporção de ativos tangíveis empregada por estas.

Estudos de Bancel e Mittoo (2004) concluíram que existem diferenças nas decisões de financiamento entre os países em muitas dimensões, e essas diferenças são explicadas pelas variações do sistema legal entre eles. Entretanto, além do sistema judiciário, as oportunidades de crescimento da firma também afetam diretamente essa política.

O mercado de capitais no Brasil é bastante restrito, reduzindo as opções de financiamento por parte das empresas, além de ser um fator altamente restritivo ao crescimento da economia (MATSUO; EID JUNIOR, 1996). Prova disso, é que não existe um mercado secundário para títulos de dívida privada, o que torna as cláusulas de garantia e repactuação críticas para o investidor. Assim como também é crítica a situação das empresas conseguirem financiamentos de longo prazo no Brasil para uma maior alavancagem, devido à escassez dessas fontes.

Segundo um estudo realizado por Eid Junior (1996), sobre o comportamento das empresas brasileiras em relação a sua estrutura de capital, ele concluiu que as empresas agem de maneira oportunística em sua maioria. Pois elas captam o recurso que será mais proveitoso economicamente no momento da decisão, não se preocupando especificamente com a estrutura de capital. Finaliza, também, salientando que as firmas brasileiras seguem o comportamento, citado anteriormente, da teoria de assimetria da informação, seguindo assim uma hierarquia de opções no momento da captação de recursos, objetivando sempre a sua independência e sua flexibilidade financeira. Já nas decisões financeiras, elas utilizam, primeiramente, o fluxo de caixa projetado, seguido do risco do projeto em análise. Segundo Jensen, Solberg e Zorn (1992), o nível de endividamento decresce quando aumenta a participação acionária do gestor. Tais resultados demonstram a influência da variável controle sobre a estrutura de capital adotada pelas companhias (PROCIANOY; CASELANI, 1997).

Os indícios encontrados por Soares e Procianny (2000) indicaram que as empresas brasileiras seguem uma ordem pré-determinada nas decisões de estrutura de capital, que condiz com a abordagem de *Pecking Order*, assim como a lucratividade também é um fator influenciador. *Pecking Order*, definido por Myers e Majluf (1984), se refere à utilização de recursos próprios, primeiramente, nas decisões de financiamento.

Estudos de Procianny e Schnorrenberger (2004) concluíram que as empresas brasileiras que apresentam maior concentração em sua estrutura de controle tendem a apresentar aversão ao endividamento e risco financeiro. Para Procianny e Caselani (1997), as companhias com controle não definido apresentam nível de investimento em ativo permanente após a emissão de ações superior às demais.

Segundo o estudo realizado por Krämer (1996), as corporações negociadas na Bovespa adotam uma estratégia comum na delimitação de suas respectivas capacidades máxima de utilização de recursos de terceiros. O indicador $PC/(ELP + PL)$ seria o sinalizador mais eficiente de que os riscos encontram-se a níveis indesejáveis, assim: o capital próprio (PL) é o principal mecanismo de redução dos fundos de terceiros, pelo fato de que há uma linha de financiamento (ELP) escassa em nosso país.

3 AS COMPANHIAS SEGURADORAS

Segundo Souza (2002), seguros são uma operação que toma forma jurídica de um contrato, em que uma das partes (segurador) se obriga para com a outra (segurado/beneficiário), mediante o recebimento de uma importância estipulada (prêmio), a compensá-la (indenização) por um prejuízo (sinistro), resultante de um evento futuro, possível e incerto (risco), indicado no contrato.

De acordo com Vaughan e Vaughan (2003), o seguro possui duas características fundamentais: transferir os riscos de um indivíduo para um grupo e dividir perdas, com equidade, por todos os membros de um grupo. Como muitos membros podem recusar-se a pagar o valor da perda no momento do sinistro, o problema pode ser resolvido com o pedido de um pagamento antecipado. Para ter-se ideia da quantidade antecipada do valor, deve-se ter alguma noção da sua perda, o que pode ser calculado com base nas experiências passadas.

As seguradoras desempenham, basicamente, duas funções: *underwriting* (atividade operacional) e financeira ou patrimonial (gestão dos recursos arrecadados).

A estrutura do mercado segurador brasileiro é composta por:

- Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP): órgão máximo do setor de seguros, responsáveis por diretrizes e normas da política de seguros e resseguros
- Superintendência de Seguros Privados (SUSEP): órgão governamental responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguro e resseguro
- Instituto de Resseguros do Brasil (IRB)
- Sociedade Seguradora
- Corretores

As demonstrações contábeis das companhias de seguros devem ser elaboradas em conformidade com os princípios contábeis previstos na legislação societária e nas normas do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), regulamentadas por instruções da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), além das resoluções emitidas pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC). Exemplo: NBC T 19.16. As principais contas do balanço patrimonial são: créditos operacionais (prêmios emitidos), despesas de comercialização diferidas (custos para comercialização

de seguros), débitos operacionais (passivo resultante de operações de cosseguro e resseguro) e provisões técnicas.

Mensalmente, as seguradoras devem enviar à SUSEP um relatório denominado FIP (Formulário de Informações Periódicas), conforme Circular da SUSEP n 319 de 02/03/2006. Ocorre, assim, uma auditoria periódica do órgão regulador sobre as seguradoras, através das informações contábeis enviadas.

As reservas constituídas pelas seguradoras, o valor presente de suas obrigações futuras, geradas através das operações fins delas, representam o principal passivo dessas empresas, ou seja, parte de seu portfólio de investimento quando visto ao lado do ativo.

O patrimônio líquido de uma seguradora é constituído para garantir o pagamento do capital segurado em caso de sinistro; assim, esse valor pode aumentar ou diminuir dependendo da incerteza do ambiente em que ele está inserido. A taxa de patrimônio líquido por receita (recebimento do pagamento de prêmios) cresce juntamente com a elevação da incerteza.

As empresas seguradoras respondem ao aumento de riscos assumindo decisões, tais como: limitando o número de contratos cobertos, aumentando o valor do preço das apólices ou aumentando o seu patrimônio líquido (GUO; WINTER, 1971).

Existem três tipos de companhias de seguros: seguros de vida (contratos de longo prazo em forma única ou com anuidades), seguros de bens e as companhias de resseguros (assumem riscos de outras seguradoras, quando estes são muito elevados). Para elas existem três tipos de contabilidade: a contabilidade estatutária para órgãos reguladores, baseada em princípios contábeis geralmente aceitos, como GAAPs, para relatórios ao público e um conjunto de contas para autoridades fiscais. Elas podem ser constituídas como sociedades anônimas ou podem pertencer aos detentores de apólices na qualidade de *mutual companies*.

Com o propósito de garantir segurança e solvência perante obrigações futuras, as companhias seguradoras precisam constituir reservas técnicas, também conhecidas como provisões técnicas, em suas operações mensalmente. E, a partir dessas reservas, têm-se os ativos seguradores, que é a alocação de ativos capaz de dar maior retorno e liquidez às seguradoras.

O maior passivo das companhias seguradoras são os débitos dos segurados, que são chamadas de reservas técnicas. Na contabilidade destas e na terminologia de seguradoras em geral, o termo reserva

é sinônimo de passivo. As provisões técnicas (sinônimo para as reservas) são divididas em comprometidas e não comprometidas. Reservas comprometidas abrangem dois tipos: as que pretendem cobrir os prêmios ainda não recebidos pelas seguradoras, para fazer uma reserva a uma possível inadimplência, e as que pretendem cobrir sinistros que já ocorreram, mas que ainda não foram pagos pela companhia. Já reservas não comprometidas pretendem fazer uma reserva frente a uma previsão de sinistros que venham a ocorrer, mas que possuam um atraso no aviso destes para a seguradora.

Para D'Oliveira (2006), as companhias de seguro arrecadam prêmios e pagam os sinistros de um percentual do conjunto de riscos cobertos. A atividade de subscrição de riscos é, assim, seu negócio precípua. Todavia, este será sempre complementado pela política de investimentos da companhia e, a rigor, estas aplicações financeiras são uma contrapartida inevitável da lógica do negócio.

Se as seguradoras são autorizadas a utilizar os prêmios no presente, correspondente a compromissos futuros, então se deve administrar tal valor referente aos prêmios através da constituição de provisões, reconhecendo o fato que, embora os prêmios sejam recebidos, a empresa possui todas as obrigações que eles representam, até o vencimento da apólice. Isso pode ser feito de duas maneiras: uma delas consiste em que os seguradores apropriam os prêmios como receitas somente quando o período de contrato do seguro terminar. Assim a seguradora estabelece um passivo chamado de reserva de prêmios não recebidos, tendo como objetivo compor um passivo para um ativo que deve, presumidamente, ser requerido para pagar possíveis perdas no futuro, isto é, eventuais danos na ocorrência dos sinistros. Outra forma é quando se constitui uma reserva de perdas, que se refere à perdas a pagar durante um determinado período indiferentemente de quando este ocorreu, sendo a diferença entre as perdas pagas e ocorridas.

A característica de instrumento de poupança e o aspecto de gestão de recursos de terceiros incluem, de forma evidente, as companhias de seguro no âmbito mais geral das instituições financeiras, e são objetos explícitos da ação regulatória, que determina as condições gerais sob as quais tais recursos devem ser geridos pelas seguradoras. A especificação, quanto aos ativos que podem ser utilizados, estará sempre subordinada à preocupação de minimizar perdas patrimoniais, e os aspectos quantitativos remetem à capacidade da instituição em fazer frente aos compromissos assumidos em função dos riscos

subscritos junto ao público. Assim, o marco regulatório pode ser considerado o elemento fundamental na definição das estratégias das companhias seguradoras (D'OLIVEIRA, 2006).

4 ESTRUTURA DE CAPITAL NAS SEGURADORAS

Nas seguradoras as operações e o financiamento estão interligados. Assim, em sua avaliação, deve-se utilizar a abordagem pelo fluxo de caixa descontado patrimonial e não empresarial (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Antes de se realizar uma avaliação em companhias seguradoras precisa-se sempre ter em mente que as seguradoras recebem pagamentos (prêmios) de seus clientes antes de pagarem os benefícios (indenizações). Portanto, o fluxo de caixa de uma seguradora é inverso relacionado com a maioria das empresas industriais, que investem agora para capturar entradas de caixa futuramente. Assim, as seguradoras podem ter entradas líquidas agora (receita dos prêmios), seguidas de saídas de caixa contínuas durante a maior parte do tempo de vida da apólice.

É importante salientar que, quando uma seguradora fecha novos negócios, as provisões e reservas se elevam, sendo esse passivo parte operacional da empresa. Como o valor presente líquido do fechamento de novas apólices costuma ser positivo, as reservas são um passivo que cria valor para os acionistas. Assim, faz sentido usar a abordagem patrimonial para sua avaliação, em que os fluxos de caixa para os detentores de capital são descontados ao custo do capital social. Utilizando essa abordagem, passivos como endividamentos e reservas são tratados como parte das operações da seguradora, não como parte de seu financiamento.

Lembrando que, no passivo de uma seguradora, não existe o passivo propriamente dito, isto é, seus fundos são constituídos através de suas próprias operações (com a provisão de reservas matemáticas), e não através de financiamentos no mercado financeiro (como pela emissão de ações). O maior passivo das seguradoras se encontra nas reservas e provisões, representando o valor presente das obrigações futuras previstas pela companhia (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002). Reservas de apólices para seguros de vida, seguros de saúde e anuidades eram, aproximadamente, 87% do total do passivo para as companhias de seguros americanas, segundo um estudo de Robert Mehr em *Life Insurance, Theory and Practice, Inc.* (1970).

As empresas seguradoras criam valor de duas maneiras. Primeiro, pelo lado do passivo, fechando apólices para que o valor presente das obrigações previstas seja inferior ao dos recursos advindos de prêmios. Segundo, do lado do ativo, pelo investimento do caixa antecipado recebido dos segurados com taxas de retorno mais elevadas do que o necessário, dado seu risco (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002). Pois o risco de uma seguradora é inferior se referente às outras empresas. Por exemplo, um seguro de vida sabe que terá que realizar um pagamento futuro podendo constituir a sua reserva com tal montante referente, assim seu risco de ocorrer um sinistro inesperado é praticamente nulo.

Quando se analisa a estrutura de capital em empresas industriais, as taxas de endividamento e outras características do passivo e do seu patrimônio líquido são de suma importância para medir sua estabilidade financeira. Os principais componentes são sua dívida, ações preferenciais e ações ordinárias. Porém, ao analisarmos a estrutura de capital de uma empresa seguradora, os valores contábeis presentes em seu balanço patrimonial podem ser usados, especificamente, para o cálculo do custo de capital das seguradoras. A taxa de retorno obtida no portfólio sobre essas circunstâncias deve ser menor que a obtida em sua ausência. A diferença entre essas duas taxas é um custo implícito do qual deve ser adicionado ao custo obtido anteriormente (LAUNIE, 1971).

Segundo Launie (1971), o conceito de custo de capital que é, simplesmente, o peso das médias do custo de oportunidade do passivo e patrimônio líquido, é muito útil para empresas industriais. Porém, os fundos gerados pelas atividades das empresas seguradoras, tais como reserva de perdas e reserva de prêmios não recebidos, localizados no passivo de seu balanço patrimonial, são considerados “quase-passivos”. Enquanto a estimação do custo de capital do patrimônio líquido das seguradoras difere muito pouco das outras firmas, o custo de seus “quase-passivos” é muito difícil de ser quantificado.

Normalmente, o custo de capital do passivo é mais baixo do que o custo de capital do patrimônio líquido. Entretanto, um aumento na dívida irá reduzir o custo de capital total a menos que se dispare um aumento correspondente no custo de capital próprio (LAUNIE 1971). O custo da dívida é, normalmente, uma função dependente positiva da alavancagem. No caso das seguradoras, quando há um aumento das provisões decorrente de um aumento no recebimento de prêmios, então o custo dessas provisões deve ser

uma função positiva com a alavancagem. Segundo Launie (1971), há duas medidas de alavancagem para seguradoras:

- 1) reservas de perdas + reservas de prêmios não recebidos / número de apólices
- 2) total do passivo / número de apólices

Em uma companhia de seguros, o custo de capital não será tão usado em um processo de decisão de orçamento de capital, porque as seguradoras não adquirem ativos fixos que uma empresa industrial compra e, então, elas não enfrentam decisões de investimentos dessa natureza.

Assim, devem ser determinados custos de entrada para cada uma dessas reservas, a fim de especificar corretamente o conceito do custo de capital. Porém, essa é uma árdua tarefa, desde que esses fundos são gerados através das operações das seguradoras, nas quais a perda de tais operações pode ser considerada como o custo desses fundos para a firma, como uma aproximação. A quantidade dessa perda, dividida pela soma de reservas poderia ser o custo dessa porção da estrutura de capital em termos percentuais (LAUNIE, 1971).

Não existe, aparentemente, nenhuma diferença entre o patrimônio líquido de uma empresa seguradora e uma empresa industrial. Entretanto, para as ações de propriedade das dívidas de companhias seguradoras, a taxa de retorno necessária para os acionistas pode ser estimada pela capitalização dos dividendos e o crescimento esperado dos rendimentos.

Os estudos de Guo e Winter (1997) foram os primeiros realizados, com uma amostra de 1155 companhias seguradoras americanas entre 1990 e 1995, sobre estrutura de capital nessas firmas através de coleta de dados. Eles concluíram que existe uma relação negativa entre estrutura de capital e incerteza nas seguradoras. Os estudos também acharam que os lucros passados e o tamanho da empresa (custos de transação) são determinantes na estrutura de capital de seguradores.

O impacto do aumento da incerteza nas variações de patrimônio líquido depende da natureza dessa incerteza. Quando ela é do tamanho das perdas, o patrimônio líquido aumenta com a incerteza; quando a dependência do risco é nas perdas dos eventos, o patrimônio líquido primeiro se eleva e depois decresce com a incerteza, provando que os indivíduos não são tão avessos ao risco (GUO; WINTER, 1997).

Se a alavancagem afeta o custo de capital, haverá uma estrutura de capital ótima para a firma. Assim, dado o número de segurados em uma seguradora, o

conceito de otimização pode dar um número ótimo de operações para a firma. Alternativamente, dado o número de operações, o tamanho ótimo de apólices em excesso será determinado. Por último, o custo de capital pode ser utilizado como uma análise financeira de avaliação da empresa, assim como determina o grau de risco financeiro nos respectivos setores de seguros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste artigo foram abordadas diversas teorias a respeito da estrutura de capital e as suas possíveis aplicações no mercado segurador. Porém, o principal obstáculo para o desenvolvimento da teoria da estrutura de capital é a dificuldade de obter testes empíricos que podem distingui-lo de outras teorias similares. Por exemplo, o fato do estudo citado anteriormente ter sido o primeiro com uma significativa amostra de seguradoras torna difícil a identificação de qual teoria assemelha-se mais com a realidade.

A principal evidência deste estudo foi a caracterização de um passivo das empresas seguradoras, que se constitui, principalmente, pelas provisões técnicas. Tais provisões derivam da operação primordial da companhia, pois é uma reserva para os futuros pagamentos que ela deverá efetuar em caso de provável ocorrência de sinistros. Portanto, o fluxo de caixa de uma seguradora é o inverso de outra empresa, pois ela primeiro recebe os prêmios para a realização posterior de pagamentos, obtendo sempre um fluxo positivo. Por outro lado, as demais empresas normalmente necessitam realizar investimentos, como em bens físicos ou em capital de giro, antes de obter suas receitas.

Assim, devido ao fluxo de caixa mais arriscado da maioria das empresas, e a necessidade de um capital disponível maior para as suas atividades, estas tendem a possuir um passivo com grande participação de dívidas em curto prazo e em longo prazo que ajudem a patrocinar seus investimentos. Já o passivo em uma seguradora pode ser considerado como parte de suas operações, e não como um aporte de capital de terceiros como é identificado na maioria das empresas, pois este passivo é constituído basicamente com as provisões de seus futuros pagamentos.

Torna-se difícil quantificar tal custo de capital para as seguradoras, pois as reservas são consideradas “quase-dívidas”, porém, a taxa de retorno para os acionistas pode ser estimada pela capitalização dos dividendos e o crescimento esperado dos rendimentos. Entretanto, ao aplicar a abordagem patrimonial na

avaliação de seguradoras, as variações da estrutura de capital afetarão não só o custo do capital social, mas também os fluxos de caixa para os acionistas.

Outro fator importante neste estudo é que as empresas seguradoras criam valor de duas maneiras: pelo lado do passivo e do ativo. Fechando apólices para que o valor presente das obrigações seja inferior aos recursos recebidos e pelo investimento do caixa antecipado a taxas de retorno mais elevadas do que o necessário, considerando o fato de que os futuros pagamentos de uma seguradora, na maioria dos casos, já são conhecidos e elas são aptas a constituírem reservas de garantia para o mesmo.

Como citado anteriormente, o passivo, como endividamento e reservas, é tratado como parte das operações em uma seguradora. Suas despesas financeiras são deduzidas da receita líquida antes de se chegar a uma estimativa de caixa operacional e elevações do montante de dívida em circulação são entradas de caixa para os acionistas. Portanto, na avaliação de uma seguradora usando-se esta abordagem, os fluxos de caixa são descontados pelo custo de capital social. Porém, ao se aplicar tal método, as variações da estrutura de capital afetarão não só o custo do capital social, mas também os fluxos de caixa para os acionistas.

Considera-se que ainda há um vasto campo a ser pesquisado na área de seguradoras, pois, pela sua importância, existem poucos estudos acerca de seguros, principalmente no Brasil. Fato este que os estudos de Guo e Winter (1997) foram os primeiros realizados, com companhias seguradoras americanas entre 1990 e 1995, e que o mercado segurador possui um vasto campo a ser pesquisado.

REFERÊNCIAS

- BANCEL, F.; MITTOO, U. R. Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management*, v. 33, n. 4, p. 103-132, winter 2004.
- BARCLAY, M. J.; SMITH, C. W. The capital structure puzzle: the evidence. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 17, n. 1, p. 8-17, 1999.
- BRAGA, R. *Fundamentos e técnicas de administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1989
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Fundamentals of corporate finance*. 7th. McGraw Hill; Irwin, 2006.

- CHEN, C. J. P. *et al.* An investigation of the relationship between international activities and capital structure. *Journal of International Business Studies*, v. 28, n. 3, p. 563-577, 1997.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Avaliação de empresas: valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DIEHL, A. A.; TATIM, D. C. *Pesquisa em ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2004.
- D'OLIVEIRA, N. V. C. *Mercados de seguros: solvência, riscos e eficácia regulatória*. Rio de Janeiro: Funenseg, 2006.
- EID JUNIOR, W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, v. 36, n. 4, p. 51-59, out./nov./dez. 1996.
- FERREIRA, J. W. *Coleção introdução à ciência atuarial*. Rio de Janeiro: IRB, 1985. v. 1.
- GUO, D.; WINTER, R. A. *The capital structure of insurers: theory and evidence*. July 1997. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=55040>>. Acesso em: 18 abr. 2010.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LAUNIE, J. J. The cost of capital of insurance companies. *Journal of Risk and Insurance*, v.38, n.2, 263-268, 1971.
- MATSUO, A. K.; EID JR., W. *Estrutura de capital no Brasil: uma resenha de estudos no período 1988-2003*. Working paper: FGVSP, 2004.
- PROCIANOY, J. L.; CASELANI, C. N. A emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos. *Revista de Administração*, v. 32, n. 3, p. 70-81, jul./set. 1997.
- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, v. 58, n. 1, p. 121-146, jan./mar. 2004.
- SOUZA, S. *Seguros: contabilidade, atuária e auditoria*. São Paulo: Saraiva, 2002
- VAUGHAN, E. J.; VAUGHAN, T. *Fundamentals of risk and insurance*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2003.

Recebido em: 08/09/2010.

Aceito em: 23/11/2010.