

REQUERIMENTO

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos José Humberto, Inocêncio Oliveira, Dr. Paulo César, Félix Mendonça Júnior, Jaime Martins, José Linhares, Leopoldo Meyer, Margarida Salomão, Mauro Benevides e Ronaldo Benedet)

Requer o envio de Indicação ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, sugerindo a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos de sociedade seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações.

Senhor Presidente:

Nos termos do art. 113, inciso I e § 1º, do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, requeiro a V. Ex^a. que seja encaminhada ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, a Indicação anexa sugerindo a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos das seguradoras e resseguradores em fundos de investimento em participações.

Sala das Sessões, em de de 2014.

Deputado **JOSÉ HUMBERTO**
Relator do Estudo “Capital Empreendedor”

Deputado **INOCÊNCIO OLIVEIRA**
Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

Deputado **DR. PAULO CÉSAR**

Deputado **FÉLIX MENDONÇA JÚNIOR**

Deputado **JAIME MARTINS**

Deputado **JOSÉ LINHARES**

Deputado **LEOPOLDO MEYER**

Deputada **MARGARIDA SALOMÃO**

Deputado **MAURO BENEVIDES**

Deputado **RONALDO BENEDET**

INDICAÇÃO Nº , DE 2014

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos José Humberto, Inocêncio Oliveira, Dr. Paulo César, Félix Mendonça Júnior, Jaime Martins, José Linhares, Leopoldo Meyer, Margarida Salomão, Mauro Benevides e Ronaldo Benedet)

Sugere a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos de sociedade seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações.

Excelentíssimo Senhor Ministro da Fazenda:

A presente proposta tem por objetivo sugerir a elaboração de regulamentações que objetivem a expansão dos investimentos de resseguradores e de sociedades seguradoras em fundos de investimento em participações, os quais compreendem as seguintes modalidades de fundos de investimento:

- Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) de que trata a Instrução CVM nº 209, de 1994;
- Fundo de Investimento em Participações (FIP) de que trata a Instrução CVM nº 391, de 2003;
- Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FICFIP) de que trata a Instrução CVM nº 391, de 2003;
- Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) de que tratam a Lei nº 11.478, de 2007, e a Instrução CVM nº 460, de 2007; e

- Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) de que tratam a Lei nº 11.478, de 2007, e a Instrução CVM nº 460, de 2007.

Destacamos que o envio da presente sugestão à Pasta sob responsabilidade de V. Ex^a., que acumula as presidências do Conselho Monetário Nacional – CMN e do Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP, decorre do disposto nos seguintes dispositivos:

- art. 17 da Lei Complementar nº 126, de 2007, que estabelece que a aplicação dos recursos das provisões técnicas e dos fundos dos resseguradores locais e dos recursos exigidos no País para garantia das obrigações dos resseguradores admitidos será efetuada de acordo com as diretrizes do CMN;
- art. 28 do Decreto-Lei nº 73, de 1966, que dispõe que a aplicação das reservas técnicas das sociedades seguradoras será feita conforme as diretrizes do CMN;
- art. 32 do Decreto-Lei nº 73, de 1966, que confere ao CNSP, privativamente, as seguintes atribuições, dentre outras:
 - fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados;
 - regular o funcionamento dos resseguradores e sociedades seguradoras;
 - estipular índices e demais condições técnicas sobre investimentos a serem observadas pelas sociedades seguradoras; e
 - fixar normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas sociedades seguradoras.

Ressaltamos ainda que a presente proposta tem a sua origem em estudo realizado pelo Centro de Estudos e Debates Estratégicos – CEDES desta Câmara dos Deputados sobre o tema “Capital Empreendedor”, o qual está disponível na página deste Centro na rede mundial de computadores¹.

A propósito, a designação “capital empreendedor” se refere aos capitais que também são conhecidos como “capital de risco”, “capital de desenvolvimento”, *venture capital* ou *private equity*. Enfim, a opção por

¹ Os estudos do Cedes encontram-se disponíveis em: <<http://www.camara.leg.br/cedes>>, na seção “publicações”. Acesso em: out.2014.

elaborar o estudo sobre o tema, desenvolvido durante os anos 2013 e 2014, decorre da importância dessa modalidade de investimentos para a economia. Nos países nos quais a atividade de *private equity* e *venture capital* existe há mais tempo, seu impacto é notável sob diversos aspectos.

A literatura aponta que essas operações, em regra, expandem a *performance* das empresas investidas, ajustando o foco das atividades que executam, proporcionam melhoras significativas no desenvolvimento de novos produtos e incentivam o empreendedorismo, viabilizando a realização de novas iniciativas empresariais, a construção de alianças tecnológicas ou a capacitação e expansão do setor de pesquisas e desenvolvimento (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009, p. 9-10)².

Ademais, nos Estados Unidos da América, as empresas investidas por meio de *capital empreendedor*, quando comparadas às demais, apresentavam o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D) em relação ao ativo total (TAYLOR et al, 2002, apud RIBEIRO, 2005)³. Adicionalmente, o gasto em P&D se revertia em inovação, como revelam Kortum; Lerner (2000)⁴ acerca do impacto do investimento de *private equity* e *venture capital* na gestão de patentes.

Acerca dessa questão, pode-se mencionar, ainda, as constatações de Samila; Sorenson (2011, p. 338)⁵ que, ao analisarem dados de áreas metropolitanas dos Estados Unidos, observaram que expansões na oferta de *venture capital* afetam positivamente a abertura de novas firmas, o nível de emprego e a renda agregada em uma região.

Por sua vez, na Europa pesquisas apontam para conclusões semelhantes, com um diferencial: cerca de 95% das empresas europeias financiadas por capital empreendedor afirmaram que não existiriam ou não teriam se desenvolvido tão rapidamente sem o aporte desse tipo de capital (EVCA, 2002)⁶. Adicionalmente, em certos países europeus a oferta de

² WRIGHT, Mike; GILLIGAN, John; AMESS, Kevin. The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know. **Venture Capital**, [S.l.], v. 11, n. 1, p. 1-21, January, 2009.

³ RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em: dez. 2012.

⁴ KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. **RAND Journal of Economics**, v. 31, n. 4, p. 674-692, 2000.

⁵ SAMILA, Sampsa; SORENSON, Olav. Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. **The Review of Economics and Statistics**, [S.l.], n. 93 (1), p. 338-349, Feb, 2011.

⁶ EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – EVCA. **Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. Research Paper**. [S.l.], 2002. Disponível em: <http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf>. Acesso em: set. 2014.

crédito é bastante limitada para empresas de menor porte, contexto no qual a indústria de *private equity* e *venture capital* oferece uma alternativa viável ao financiamento empresarial (BOTAZZI; DA RIN, 2002)⁷. Ainda de acordo com EVCA (2002, p. 5), que conduziu uma pesquisa para uma amostra de empresas europeias que, entre 1995 e 2001, receberam recursos na modalidade *venture capital*, foi observado que 60% das empresas pesquisadas afirmaram que simplesmente não existiriam caso não tivessem recebido esses recursos.

Enfim, há diversos estudos que abordam a importância da indústria de capital empreendedor sobre a economia. Entretanto, o aspecto que motiva a presente solicitação é a constatação de que, no Brasil – ao contrário das economias desenvolvidas – os resseguradores e as sociedades seguradoras, as quais pertencem a um segmento da economia que detém as condições de reter parcela relevante da poupança nacional, praticamente não têm efetuado investimentos na modalidade “capital empreendedor” – os quais, no País, são usualmente realizados por meio de fundos de investimento em participações (FIP, FMIEE, FICFIP, FIP-IE e FIP-PD&I).

Com efeito, o relatório da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2011, p.12)⁸ apresenta números da participação de investidores institucionais como fundos de pensão, bancos e companhias seguradoras nos investimentos de *venture capital*. Destaca o relatório que, nos EUA, Reino Unido e Suécia, a participação de fundos de pensão é de cerca de 42%, 35% e 30%, respectivamente, ao passo que as companhias seguradoras e os bancos respondem por cerca de 20%, em cada um dos casos. É apontado ainda que os fundos de pensão e as seguradoras detêm uma larga parcela da poupança nacional e podem trabalhar com horizontes de investimento mais longos em relação ao empregado por outros grupos de investidores. Não obstante, as restrições regulatórias e uma atitude conservadora em relação ao risco fazem com que os fundos de pensão e as seguradoras desempenhem um papel menor nos investimentos em *venture capital* em muitos países da OCDE.

No Brasil, observa-se que os fundos de pensão já investem em fundos de investimento em participações, mas as sociedades seguradoras ou os resseguradores ainda não seguem essa tendência.

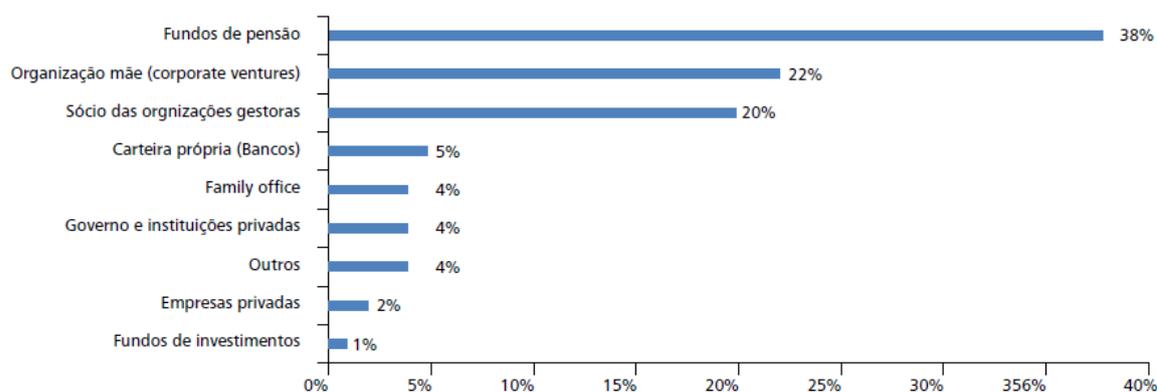
Essa constatação decorre de informações divulgadas no relatório denominado “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º*”

⁷ BOTAZZI, L; DA RIN, M. *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. Economic Policy*, v. 17, n. 34, p. 229-270, Apr. 2002.

⁸ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*. [Paris]: 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>>. Acesso em: set. 2014.

*Censo Brasileiro*⁹, publicado em 2011 pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI, o qual apresenta, de forma pormenorizada, características da indústria de capital de risco no País. De acordo com o relatório, a origem do capital comprometido dentre os investidores locais em *private equity* e *venture capital* é a seguinte:

Gráfico 1 – Representatividade dos investidores locais em *private equity* e *venture capital*.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas, *apud* ABDI (2011, p. 151).

Enfim, dentre as fontes de recursos apresentados no gráfico para investimentos via capital empreendedor no Brasil, destaca-se a inesperada ausência de atuação por parte das seguradoras e resseguradores que, pelas suas próprias características de atuação, são grandes formadores de poupança de longo prazo.

É por esse motivo que tomamos a liberdade de apresentar a presente sugestão, que propõe que, em virtude da relevância do capital empreendedor para a economia, seja analisada, pelo Ministério da Fazenda e, especificamente, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, a questão do inexpressivo volume de investimentos nas modalidades *private equity* e *venture capital* realizados pelas sociedades seguradoras e resseguradores em operação no País.

Dentre outros aspectos, a Resolução do CMN nº 3.308, de 2005, que altera as normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras e de outras entidades, poderia estabelecer um segmento de investimentos com as características do segmento “investimentos estruturados” de que trata, por exemplo, a Resolução CMN nº 3.792, de 2009. Muito embora, na Resolução

⁹ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf>. Acesso em: set. 2014.

CMN nº 3.308, de 2005, os investimentos em participações já estejam considerados como “renda variável”, entendemos que as características essenciais das aplicações em fundos de investimento em participações sejam muito diversas daquelas observadas em fundos de ações ou mesmo em investimentos em carteiras de ações negociadas em bolsa. Enfim, criar uma segmentação mais específica das diferentes alternativas de investimento poderia, eventualmente, propiciar uma regulação melhor adaptada a cada uma dessas modalidades de alocação de recursos das sociedades seguradoras e de resseguradores.

Além desse aspecto, há também que se observar que o regulamento anexo à Resolução nº 3.308, de 2005, do CMN estabelece, por meio do art. 10, VII, alíneas “b” e “c”, que até 3% dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras podem ser aplicados em cotas de fundos de investimento em empresas emergentes ou em cotas de fundos de investimento em participações.

A título de comparação, podemos mencionar que recentemente a China expandiu o limite de investimentos de sociedades seguradoras em fundos de investimento em participações. De acordo com medida divulgada em 2011 pela agência Reuters¹⁰, a China estaria permitindo que as seguradoras ampliassem seus canais de investimentos em grupos de *private equity*, o que poderia elevar os retornos no longo prazo para seguradoras e beneficiar empresas de capital fechado com poucos recursos, permitindo que grupos de *private equity* levantem fundos com mais facilidade no país. As seguradoras daquele país teriam permissão para investir até 5% de seus ativos totais em *private equity* e produtos financeiros relacionados.

Entretanto, entidades representativas do setor apontam que, nos demais países, o limite regulatório para investimentos em capital empreendedor pode variar entre 5% a 15% dos ativos das seguradoras e resseguradores, o que pode indicar que haveria espaço para uma atuação maior dessas entidades em investimentos de *private equity* e *venture capital*.

Ademais, é importante observar que alguns dispositivos das regulamentações a serem observadas pelas seguradoras e resseguradores podem acarretar insegurança jurídica em relação às aplicações em fundos de investimento em participações.

Como exemplo, pode-se mencionar o texto da Resolução CNSP nº 226, de 2010, que dispõe sobre os critérios para a realização de investimentos pelas sociedades seguradoras e resseguradores locais, dentre outras entidades. Essa resolução estabelece, por exemplo, que os

¹⁰ Notícia disponível em: <<http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRSPE6850HD20100906>>. Acesso em: set.2014.

investimentos dessas entidades devem ser geridos de modo que lhes sejam “*garantidas segurança, rentabilidade, solvência e liquidez*”.

Entretanto, consideramos que poderia haver espaço para que, atendidas condições adequadas de diversificação da carteira de investimentos e de liquidez nas demais modalidades de ativos investidos pela sociedade seguradora ou pelo ressegurador, poderiam ser efetuados investimentos em *private equity* e *venture capital*, ainda que apresentem risco e que sejam eminentemente *ilíquidos*. Assim, seria oportuno que a regulamentação estabelecesse de forma mais transparente que a segurança e a liquidez serão apuradas de forma consolidada de maneira a serem atendidas as condições de operação das sociedades seguradoras e resseguradores.

Esse aspecto poderia ser considerado de menor importância em face à regulamentação existente, que já possibilita investimentos reduzidos em *private equity* e *venture capital*. Entretanto, diante do cenário de subinvestimento dessas entidades em capital empreendedor, poderiam ser analisadas formas de aprimoramento da redação de dispositivos normativos que conferissem segurança jurídica às seguradoras e aos resseguradores para a realização dessa modalidade de investimentos.

Adicionalmente, consideramos que outras medidas poderiam ser avaliadas pelo CMN ou CNSP de forma a incentivar a expansão dos investimentos em *private equity* e *venture capital* por essas entidades.

Trata-se de avaliar a possibilidade de elaboração de regulamentações que, ao tratar do funcionamento das seguradoras e resseguradores, bem como de índices e demais condições técnicas para a realização de investimentos por essas sociedades e da adequada contabilização desses investimentos, possa contribuir para reverter o quadro que ora se apresenta, no qual há insuficiente aplicação de recursos dessas empresas na modalidade capital empreendedor, ao contrário do que se observa nas economias desenvolvidas.

Por fim, consideramos que é oportuno apresentar a seguinte recomendação da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2004, p.18-19)¹¹ a seus países-membros¹²:

Restrições quantitativas incidentes sobre investidores institucionais devem ser flexibilizadas de forma a serem expandidas as fontes de *venture capital* em muitos países da OCDE. Investidores institucionais, como fundos de pensão e companhias reguladoras, são impossibilitados ou desencorajados a investir em *private equity*

¹¹ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. **Venture capital: Trends and Policy Recommendations**. [Paris]: 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>>. Acesso em: set. 2014.

¹² Trata-se de tradução livre e aproximada, de maneira que recomendamos o acesso ao texto original.

uma vez que os reguladores consideram esses investimentos como sendo de elevado risco. Entretanto, a tendência ao longo da OCDE é no sentido de afrouxar essas restrições. Muitos países são inspirados pela experiência dos EUA do final dos anos 1970 e início dos anos 1980, quando alterações legislativas ao *Employee Retirement Income Security Act's* (ERISA) permitiram aos fundos de pensão efetuar investimentos de risco mais elevado, acarretando a liberação expressiva de recursos que revigorou o mercado de *venture capital* naquele país. As novas regras estabeleceram que os investimentos deveriam ser efetuados com o cuidado, habilidade e diligência de um “homem prudente”, e sugeriram que um investimento que pudesse, de forma isolada, ser considerado imprudente poderia, no contexto de um portfólio, ser considerado aceitável.

No Reino Unido, as restrições a investimentos efetuados por companhias seguradoras foram amenizadas em 1994 pelo *Amendment to the Insurance Companies Regulation Act*, e novas revisões, à época do relatório, estavam em curso de forma a estabelecer padrões para financiamentos de longo prazo com ativos de fundos de pensão, ao invés de utilizar benchmarks externos, como os requisitos mínimos de financiamento – *minimum funding requirement* (MFR) – introduzidos em 1995 pelo *UK Pensions Act*. Limites superiores aplicados a investimentos de investidores institucionais têm sido progressivamente flexibilizados em países como Dinamarca e Suécia e, em muitos casos, a captação de fundos pode ser expandida pela substituição de restrições quantitativas incidentes sobre investidores institucionais por políticas regulatórias mais flexíveis. Essas alterações regulatórias poderiam ser combinadas com uma revisão dos padrões de prestações de informações financeiras pelos supervisionados. Regras contábeis, em particular as relativas a avaliação dos passivos dos fundos de pensão e das margens de solvência de companhias seguradoras, podem ter efeitos indiretos sobre a composição dos portfólios, desencorajando investimentos em ativos de risco.

Tetos para investimentos e regras de contabilidade não são os únicos fatores que limitam a indústria de capitais de risco. Desequilíbrios estruturais e ausência de fundos de pensão são desafios em alguns dos países da OCDE, como nos casos da Coreia do Sul, Noruega e Espanha. Mesmo quando permitidos a investir por meio de *venture capital*, muitos investidores institucionais são excessivamente avessos ao risco ou não são familiares com esses mercados (*venture markets*). Esses investidores frequentemente não detêm *expertise* e cultura para a realização de investimentos nessa modalidade. Muitos países estão adotando mecanismos – ou promovendo coinvestimentos com fundos estrangeiros mais

Deputado **DR. PAULO CÉSAR**

Deputado **FÉLIX MENDONÇA JÚNIOR**

Deputado **JAIME MARTINS**

Deputado **JOSÉ LINHARES**

Deputado **LEOPOLDO MEYER**

Deputada **MARGARIDA SALOMÃO**

Deputado **MAURO BENEVIDES**

Deputado **RONALDO BENEDET**